

Часть III

Трансформация отношений собственности и институциональные проблемы развития корпоративного и государственного секторов экономики

Глава 10. Трансформация отношений собственности: 1998–2003 гг.

10.1. Приватизационный процесс 1998–2003 гг.: динамика и прикладные проблемы

Триада «стабилизация–либерализация–реформа собственности» стала классической для содержательного определения направлений системных преобразований в переходной экономике, по крайней мере, на первой их стадии. Естественно, что стержнем реформы собственности в переходной экономике является приватизационная политика и практика. В каждой из стран с переходной экономикой существовали свои особенности приватизационной политики (*табл. 10.1*), связанные с национальными условиями, однако во всех случаях переход активов в частный сектор носил системообразующий характер с точки зрения движения к рыночной экономике¹.

Практически во всех странах с переходной экономикой необходимо отметить такие проблемы, как связь приватизации с изменением властных отношений в обществе (в частности, проблема реституции), масштабы приватизации; отсутствие рациональной рыночно-конкурентной среды; огромные технические сложности; необходимость идеологического выбора; отсутствие на стартовом этапе необходимой институциональной инфраструктуры; высокий уровень коррупции и иных криминальных явлений. Хотя России не пришлось решать такие проблемы, как реституция или заметный региональный сепаратизм в ходе приватизации, в российских условиях разработка и реализация приватизационной политики особенно усложнялась в силу действия таких факторов, как спонтанный перевод государственных предприятий и имущества в иные формы собственности, высочайший уровень концентрации наравне с отсталостью многих секторов российской промышленности (что препятствовало проведению эффективной и социально «мягкой» структурной перестройки до и в ходе приватизации), политический и популистский прессинг².

¹ Для сравнения различных моделей приватизации в странах с переходной экономикой в 90-е гг. см., например: Blaszczyk B., R. Woodward, eds. *Privatization in Post-Communist Countries*. Warsaw: CASE, 1996, Vol.1—2; Bohm A., ed. *Economic Transition Report 1996*. Ljubljana: CEEP, 1997; Earl J., R. Frydman, A. Rapaczynski, eds. *Privatization in the Transition to a Market Economy*. London, Pinter Publishers. EBRD : *Transition Reports 1997–2002*, London, 1993; *Mass Privatisation. An Initial Assessment*. Paris: OECD, 1995; *Capital Market Development in Transition Economies. Country Experience and Policies for the Future*. Paris, OECD, 1998; Railean V., Samson I., eds. *Post-Privatization Period in Eastern Europe: a Chance for Enterprises and Shareholders*, 1997; Chisinau. *The World Bank — OECD. Between State and Market: mass privatization in transition economies*, 1997; Ed. by Ira W. Liberman, Stilpon S. Nestor, Rai M. Desai. *The World Bank-OECD. The World Bank. From plan to market. World Development Report*, 1996. Oxford University Press. 1996, и др.

² Подробно о первых этапах приватизации в России см.: Экономика переходного периода. М.: ИЭПП, 1998; *Privatization, Ownership Redistribution, and Formation of the Institutional Basis for Economic Reforms*. In: *The Economics of Russian Transition*. Ed. by Y. Gaidar. Foreword by S. Fischer. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2003. Chapter 14. P. 395–459; *Радыгин А.* Реформа собственности в России: на пути из прошлого в будущее. М., 1994; *Boyko M., Shleifer A., Vishny R.* *Privatizing Russia*. — Cambridge MA: The MIT Press, 1995; *Ernst M., M. Alexeev, P. Marer.* *Transforming the Core. Restructuring Industrial Enterprises in Russia and Central Europe*. Westview Press. IET (1992–2003): *Annual reports on russian economy. Trends and prospects*. Moscow: Institute for the Economy in Transition, 1996; McFaul M., T. Perlmutter, eds. *Privatization, Conversion, and Enterprise Reform in Russia*. With a forew. by Kenneth Arrow. Boulder, San Francisco,

Таблица 10.1

Результаты первых волн приватизации в странах с переходной экономикой

Страна	Методы приватизации		Приватизированные активы госпредприятий, %, 1997 г.	Количество приватизированных в 1994-1997 гг. крупных и средних предприятий (или их доля, к концу 1997, %)	Количество приватизированных в 1994-1997 гг. малых предприятий (или их доля, к концу 1997, %)	Совокупная доля частного сектора в ВВП, %, на середину 1998 г.
	Основные	Вспомогательные				
Албания	ПА, ВПА/ВПП	МП1 (прервана в 1997 г.)	до 25	71	5600	75
Болгария	ПА (ПП)	МП1	20,0	н.д.	(21,1)	50
Чехия	МП1	ПА (ПП)	более 50	1680 (74,2)	н.д.	75
Словакия	ВПА/ВПП (ПП)	МП1, СФ	62,0	1281 (79,4)	н.д.	75
Босния и Герцеговина	Не определено (МП, ВПА/ВПП, ПА, реституция – в основном законы)		н.д.	н.д.	н.д.	35
Хорватия	ВПА/ВПП	СФ	до 50	1600 (67,5)	н.д.	55
Македония	ВПА/ВПП	ПП, СФ	до 50	(70,8)		55
Словения	ВПА/ВПП	СФ, МП, ПА, ПБ	более 50	(72,0)		55
Венгрия	ПА (ПП)	ЛК, ВПА/ВПП	более 50	1566	(87,7)	80
Польша	ВПА/ВПП	МП1, ПА (ПП)	более 50	(35,7)	н.д.	65
Румыния	ВПА/ВПП	ПА (ПП)	до 50	(28,4)	(95,5)	60
Армения	МП1	МП2, ВПА/ВПП	до 50	1010 (72,3)	(77,8)	60
Азербайджан	МП1	ПП, ВПА/ВПП	70 % активов 3200 предприятий к середине 2000 г.		(71,0)	45
Грузия	МП2	ВПА/ВПП (ПП)	более 50	876 (73,1)	(93,8)	60
Казахстан	МП1	ПА (ПП)	70	н.д.	(100,0)	55
Киргизстан	МП1	ВПА/ВПП	до 50	(63,8)		60
Эстония	ПА (ПП)	ВПА/ВПП, МП	более 50	(99,0)	(99,6)	70
Латвия	МП1	ПА (ПП)	38,2	1351	н.д.	60
Литва	МП1	ВПА/ВПП, ПП	до 50	1034	н.д.	70
Беларусь	ВПА/ВПП	МП	н.д.	(25,5)		20
Молдова	МП2	ПА (ПП)	до 50	1100	н.д.	45
Россия	МП2	ПА, ВПА/ВПП	более 50	35000	115000	70
Украина	МП1	ВПА/ВПП	до 25	7800 (72,4)	н.д.	55
Таджикистан	ВПА/ВПП	МП	до 25	(11,3)	(50,0)	30

Oxford: Westview Press, 1995. *Radygin A.* Privatisation in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets. London: CRCE-The Jarvis Print Group, 1995 и др.

Туркменистан	ВПА/ВПП	ПП	н.д.	15	1779	25
Узбекистан	ВПА/ВПП	МП, ПП, ПБ	до 50	18264		45
Монголия	МП	ВПА/ВПП	н.д.	470 (70,0)	н.д.	н.д.

Примечания: МП1 – массовая (ваучерная) приватизация с равным доступом для всех граждан, МП2 – массовая (ваучерная) приватизация со значительными льготами для инсайдеров, ВПА/ВПП – выкуп предприятий администрацией и персоналом, ПА – продажа аутсайдерам, ПП – прямая продажа, ЛК – льготное кредитование, ПБ – через процедуру банкротства, СФ – передача акций социальным фондам. Основные и вспомогательные методы приватизации показывают вклад (важность) конкретных методов в приватизацию активов государственных предприятий. Необходимо учесть некоторую условность приводимых усредненных данных.

Источник: Bohm A., ed. Economic Transition Report 1996. Ljubljana: CEEP; EBRD: Transition Reports 1997–2002.

В России наиболее интенсивно приватизация происходила в 1993–1994 гг. Как видно из *табл. 10.2*, для 1995–1998 гг. характерно неуклонное и стабильное снижение темпа вовлечения новых объектов. В 1999–2003 гг. приватизация как элемент экономических реформ становится еще менее актуальной. Это касается как системообразующей ее роли (весьма важной для первой половины 90-х гг.), так и бюджетной ориентации приватизационных продаж (с разной степенью успеха доминировавшей во второй половине 90-х гг.). Этот процесс падения роли приватизации в развитии переходной экономики проявился, в частности, в возросшей с 1999 г. активности критики применявшихся моделей (объектом жестких нападок вновь стала не только российская модель массовой приватизации, но и бывшая некогда эталонной, с точки зрения Запада, чешская купонная схема).

С точки зрения дальнейших системных преобразований, приватизация со всей очевидностью уступила место вопросам корпоративного управления и реструктурирования приватизированных предприятий. С точки зрения пополнения доходов бюджета (с 1999 г. – финансирования бюджетного дефицита), на первый план вышли задачи рационализации использования и повышения эффективности управления государственной собственностью. Наконец, инвестиционная составляющая приватизационных сделок традиционно близка к нулю. Более того, многие сделки с инвестиционными условиями 90-х гг. стали по разным причинам объектом расследования на предмет возврата пакетов акций в собственность государства.

Замедление приватизационного процесса связано со многими объективными и субъективными факторами. Наиболее существенным является отсутствие спроса на большинство продаваемых «остаточных» пакетов (в силу отсутствия интереса к данным хозяйственным объектам в принципе, либо в силу уже установившихся на конкретном предприятии формальных и/или неформальных полюсов корпоративного контроля). Объективной доминантой продолжающихся приватизационных продаж стали мотивы установления контроля над предприятиями (завершения консолидации), типичные для постприватизационного периода во всех странах с переходной экономикой. Нерешенность проблем с земельными участками, незавершенными объектами, мобилизационными мощностями, наличием большого числа госпакетов акций (фактически неуправляемых) приводили к дополнительному замедлению приватизационного процесса и снижению цены совершившихся сделок.

Следует заметить также, что в регионах существовали две сдерживающие приватизационный процесс тенденции: с одной стороны, невыполнение ряда принятых в последние годы решений о приватизации, с другой стороны стремление региональных властей установить контроль над максимально возможным числом предприятий региона, в том числе находящихся в федеральной собственности.

Объективным негативным фактором стало развертывание кризиса на финансовых рынках в 1997–1998 гг., что также снижало эффективность приватизационных сделок,

наиболее важных для бюджета. С учетом падения привлекательности для инвесторов нефтяных компаний в условиях неблагоприятной мировой конъюнктуры, возможности бюджетной ориентации приватизационной политики были (по крайней мере, до середины 1999 г.) особенно ограниченными.

Несмотря на указанные выше ограничения, для всего периода так называемой «денежной» приватизации (с 1994 года по настоящее время) ключевой характеристикой является бюджетная ориентация приватизационного процесса, имеющая сезонный характер с точки зрения поступления основных доходов (как правило, конец года, когда осуществлялись 2–3 основные сделки). Тем не менее существенно, что начиная с 1999 года правительство не планирует получения фиксированного объема средств от приватизации (это позволяет более взвешенно подходить к продаже наиболее привлекательных компаний).

Начиная с 2001 года – при сохранении общего подхода – можно говорить еще об одной принципиальной характеристике, связанной с использованием государственной собственности: сдвиг в структуре доходов от невозобновляемых к возобновляемым источникам. Так, в 2001 году совокупный доход федерального бюджета от приватизации и использования федерального имущества почти на 75 % (а за счет внутренних источников, т.е. без доходов от «Вьетсовпетро» – на 60 %) был обеспечен поступлениями из возобновляемых источников, тогда как в 1997 г. – лишь на 3 %. Данная позитивная тенденция отчетливо проявилась и в 2002 году: доход от возобновляемых источников в 3 раза превышает доходы от приватизации, если не принимать в расчет сделки с акциями «Лукойл» и «Славнефть», оставшиеся под вопросом до конца года (*табл. 10.2*).

По данным Министерства имущественных отношений РФ, за 2002 год совокупные поступления в федеральный бюджет от приватизации и использования государственного имущества составили 122,39 млрд рублей (что в 3 раза больше аналогичного периода прошлого года). Совокупные поступления от использования федерального имущества составили 31,19 млрд руб., в том числе 7,8 млрд руб. – от аренды федерального имущества, 10,25 млрд руб. – за счет дивидендов по акциям в федеральной собственности, 9,9 млрд руб. – на долю РФ в СП «Вьетсовпетро», 2,3 млрд руб. – в виде арендной платы за землю, 0,9 млрд руб. – в виде перечисления части прибыли федеральных государственных унитарных предприятий. Поступления от продажи имущества и пакетов акций акционерных обществ, осуществленной РФФИ и фондами имущества в субъектах РФ, составили 91,2 млрд руб., хотя свыше 80 % этой суммы получено от двух сделок в декабре 2002 года (пакеты акций «Лукойл» и «Славнефть»). Поступления от продажи земли составили 0,6 млрд руб.

Таблица 10.2

Приватизация и использование государственного имущества в 1995–2003 гг. (в текущих ценах)

	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003 (план)
Фактическое количество приватизированных предприятий									
	6000	5000	3000	2583	595	320	170	2200 (план)	1063 (план)
Доходы от приватизации имущества (невозобновляемый источник)									
Утвержденный бюджет, руб.	4,991 трлн Все доходы	12,3 трлн все доходы	6,525 трлн Все доходы	8,125 млрд (с)	15 млрд (е)	18 млрд	18 млрд	35 млрд	51
Получено (факт.), руб.	7,319 трлн (а)	1,532 трлн	18, 100 трлн (b)	15,442 млрд (d)	8,547 млрд	31,368 млрд	10,11 млрд	91,2 млрд (f)	-
Фактические доходы от использования государственного имущества (из возобновляемых источников)									
Дивиденды по федеральным пакетам акций, млрд руб.	92,8	118 (35 АО)	270,5	0,575 (200 АО)	0,848 (600 АО)	3,675 (1050 АО)	6,478	10,25 (708 АО)	10,5
Доходы от сдачи в аренду, млрд руб.	116,7	н. д.	305	466	2,191	3,427	4,896 – имущества; 3,917 – земли	7,843 – имущества; 2,3 – земли	7,3
Платежи (доходы) от госпредприятий, млрд руб.	-	5	26	0,783 – «Вьетсовпетро»	5,675 – «Вьетсовпетро»	11,687 – «Вьетсовпетро (ВС)»	13,622 – «ВС»; 0,209 – прибыль 131 ФГУП	9,9 – «ВС»; 0,9 – прибыль 809 ФГУП	12,3 – «ВС»; 2,5 – прибыль ФГУП
Всего, млрд руб	209,5	123	601,7	1,824	8,714	18,789	29,122	31,19	-
Совокупные доходы от приватизации и использования государственного имущества									
Фактически получено, руб.	7,529 трлн	1,655 трлн	18,702 трлн	17,266 млрд	17,262 млрд	50,157 млрд	39,233 млрд	122,39 млрд (план на год 70,6млрд)	-

Примечание: (a) – утвержденный бюджет скорректирован в декабре 1995 г., фактический доход на 70,8 % был обеспечен залоговыми аукционами; (b) – в том числе 1,875 млрд долл. от продажи акций холдинга «Связьинвест»; (c) – скорректирован до 15 млрд руб. в апреле 1998 г. (на уровне правительства); (d) – в том числе 12,5 млрд руб. от продажи 2,5 % акций РАО «Газпром»; (e) – с 1999 года доход от приватизации не включается в доходную часть бюджета; (f) – в том числе доход от продажи в декабре 2002 года акций «Лукойла» и «Славнефти» составил соответственно 0,775 и 1,86 млрд долл.

Весной 2002 года вступил в силу новый закон о приватизации – «О приватизации государственного и муниципального имущества» от 21 декабря 2001 г. № 178-ФЗ. Обновление инструментария³, позволяющее осуществить сброс миноритарных пакетов и неликвидов, дает правовые основания для массового сокращения количества объектов, находящихся в государственной собственности, необходимость которого обсуждается с середины 90-х гг. Это касается и ГУП, число которых (особенно с принятием закона «О государственных и муниципальных унитарных предприятиях» № 161-ФЗ от 14 ноября 2002 г., который должен стать мощным стимулом для отказа от этой организационно-правовой формы) Минимущество намерено резко сократить. Более того, процессы реорганизации (присоединение, ликвидация, акционирование, частичная продажа) должны коснуться и дочерних предприятий ГУП.

Оценивая новый закон в целом, можно констатировать, что в его основу положена традиционная для последних лет *идея повышения бюджетного эффекта приватизации посредством сохранения ориентации на индивидуальную стратегию продаж с учетом анализа рынка (платежеспособного спроса) и применение новых методов приватизации.* Сохранение акцента на единичные крупные сделки по ликвидным пакетам акций посредством аукционов и специальных аукционов дополняется возможностью использования таких новых методов, как продажа путем публичного предложения, без объявления цены или по результатам доверительного управления. Тем самым формально решается проблема создания инструментария приватизации (помимо простого преобразования в АО), который позволил бы избавить государство от неликвидных активов при одновременном стимулировании минимального спроса со стороны частных лиц и малого бизнеса.

В силу этого очевидна и основная задача в области приватизации в краткосрочной перспективе – практическая отработка получившего законодательное закрепление инструментария изменения прав собственности на принадлежащие государству активы. Ближайшие 2–3 года должны показать, насколько потенциал нового закона способен содействовать политике поддержания финансовой стабилизации, обеспечении профицита федерального бюджета и страхования его

³ Закон предусматривает 10 возможных способов приватизации в зависимости от размеров предприятия, ликвидности или результатов первичных продаж: 1) преобразование унитарного предприятия в открытое акционерное общество; 2) продажа государственного или муниципального имущества на аукционе; 3) продажа акций открытых акционерных обществ на специализированном аукционе; 4) продажа государственного или муниципального имущества на конкурсе; 5) продажа за пределами территории Российской Федерации находящихся в государственной собственности акций открытых акционерных обществ; 6) продажа акций открытых акционерных обществ через организатора торговли на рынке ценных бумаг; 7) продажа государственного или муниципального имущества посредством публичного предложения (торги с понижением цены до цены отсечения, равной половине цены несостоявшегося аукциона); 8) продажа государственного или муниципального имущества без объявления цены (при несостоявшейся продаже через публичное предложение); 9) внесение государственного или муниципального имущества в качестве вклада в уставные капиталы открытых акционерных обществ; 10) продажа акций открытых акционерных обществ по результатам доверительного управления с последующим правом выкупа акций.

доходной части в случае ухудшения ценовой конъюнктуры на мировых сырьевых рынках и пиковых выплат по внешнему долгу.

Хотя ежегодные планы приватизации Мингосимущества традиционно амбициозны, основной доход от приватизации по-прежнему дают единичные сделки. При этом типичной является ситуация, когда окончательный отбор предприятий, акции которых должны быть проданы, не зависит от принятой программы и производится спонтанно в зависимости от ряда объективных и субъективных факторов. Более того, уже в течение ряда лет несколько крупных предприятий переходят из списка в список, и даже готовые сделки отменяются в последний момент. Традиционной проблемой российской приватизации (и не только ее) остается и нерешенность вопросов прозрачности сделок и равенства покупателей. Техника продаж в данном случае приобретает вторичный характер. Приведем лишь один – наиболее известный – пример 2002 года.

Для пакета 19,68 % акций НГК «Славнефть» первоначально был предусмотрен простой аукцион в октябре-ноябре 2002 года (примерная стоимость 300-350 млн долл.). Предприватизационные скандалы с назначением руководства «Славнефти» и постоянные изменения возможной схемы приватизации, как и во многих других случаях, обусловили проблемность данной сделки. Помимо острого столкновения интересов различных финансово-промышленных кланов и «международного» аспекта приватизации (10,83 % акций, принадлежавших Белоруссии), важно учесть тот факт, что «Славнефть» – последняя предназначенная к приватизации нефтяная компания России с доминированием государства (приватизация «Роснефти» пока не планируется). России принадлежало 75 % акций (55,27 % – Мингосимущества, 19,68 % - РФФИ). ЗАО «ДКК» является номинальным держателем 13,18 % акций, находящихся в собственности трастовой компании (по 25 % в последней, в свою очередь, имеют «Сибнефть» и ТНК, остальные акционеры неизвестны).

Борьба за победу в приватизационной сделке началась задолго до аукциона. В апреле 2002 года произошла замена президента компании (М. Гуцериева сменил Ю. Суханов, представляющий интересы «Сибнефти»). Приобретение тандемом «Сибнефть»-ТНК блокирующих пакетов в «Ярославнефтеоргсинтезе» и «Мегионнефтегазе» стало очевидным предупреждением потенциальным конкурентам (тем более если учесть специфику корпоративных конфликтов). Пока в правительстве обсуждались различные варианты приватизации, в течение 2002 года происходила дальнейшая активная скупка акций дочерних компаний «Славнефти», что на определенном этапе (еще до приватизации) позволяет провести смену Советов директоров и осуществить дополнительные эмиссии акций. Контроль над дочерними компаниями снижает вероятность острой конкуренции при приватизации самого холдинга и создает благоприятные возможности для консолидации (перехода на единую акцию) после приватизационной сделки и получения контрольного пакета в консолидированной компании. Заключительным «предпродажным» этапом стало приобретение «Сибнефтью» и ТНК белорусской доли в «Славнефти» при отсутствии конкурентов и по цене, незначительно превышающей стартовую. Существуют также данные о заметном росте долгов компании «Славнефть» в расчете на тонну добываемой нефти в 2001–2002 гг.

Летом 2002 года в качестве основной схемы приватизации рассматривалась продажа 19,68 % акций в 2002 году, затем пакета «5,27 % минус 1 акция» в 2003 году, при сохранении государственного контроля. Тем не менее, по оценкам, продажа сразу контрольного пакета позволила бы добиться большей прозрачности сделки и усиления конкуренции (о чем свидетельствует, в частности, опыт приватизации 85 % «ОНАКО»). Альтернативой является развитие рынка акций компании в преддверии приватизации.

В итоге на продажу 18 декабря 2002 года был выставлен именно контрольный пакет 74,95 % (более 3,5 млрд обыкновенных акций), однако о конкурентности данной сделки говорить затруднительно. Победителем аукциона стала компания «Инвестойл», представляющая интересы «Сибнефти» и ТНК, и предложившая за пакет 1,86 млрд долл. (при стартовой цене 1,7 млрд), или 58,7 млрд рублей. Хотя существуют многочисленные оценки стоимости пакета в диапазоне 2–4 млрд долл., предварительно установленный «Сибнефтью» и ТНК порог контроля (блокирующие пакеты в холдинге и дочерних компаниях) несколько обесценивал максимально допустимые доходы от этой сделки. Тем не менее острая конкуренция за пакет и более высокий доход от сделки могла иметь место, и заключительным этапом борьбы за «Славнефть» стало отстранение потенциальных конкурентов на этапе подачи заявок. Нам не известны конкретные аргументы, выдвинутые «Сибнефтью» и ТНК, однако обладающие необходимыми ресурсами для участия в аукционе «Лукойл», «Сургутнефтегаз» и «ЮКОС» отказались от участия в аукционе практически накануне, неопределенно ссылаясь на финансово-экономические и юридические проблемы. Компания, представляющая интересы «Роснефти» (хотя право последней на участие в приватизации само по себе сомнительно), была отстранена от участия в аукционе решением одного из региональных судов. Один из наиболее опасных конкурентов – китайская компания CNPC – была вынуждена отозвать заявку под угрозой последующего признания сделки недействительной (несмотря на предварительно проведенные рекламные акции для иностранных инвесторов, накануне аукциона была развернута массивная кампания давления, включая возможность официального оформления решения о недопуске к приватизации в РФ иностранных компаний с высокой долей государственного участия)⁴. В итоге 7 компаний не участвовали в аукционе, отозвав заявку или в силу запрета судебных органов, 7 оставшихся участников аукциона так или иначе представляли интересы «Сибнефти» и ТНК. Таким образом, проблема крупных приватизационных сделок в России традиционно остается вне технических процедур (выбор эффективного метода продаж), но в прямой зависимости от административно-политических ресурсов потенциальных конкурентов.

Важно, тем не менее, отметить, что опыт ряда приватизационных сделок, осуществленных уже после 2000 г., позволяет говорить о том, что при наличии соответствующей политической воли в условиях продолжения экономического роста государство может рассчитывать на получение значительного дохода от приватизируемых активов.

Помимо «запуска» новых приватизационных инструментов, предусмотренных действующим законом, представляет интерес постановление правительства РФ № 845 от 3 декабря 2002 г., предусматривающее допуск к участию в приватизации государственной собственности профессиональных участников рынка ценных бумаг (фактически речь идет о праве брокерских компаний, выигравших специальный тендер, выступать посредниками при продаже акций на фондовой бирже). Очевидно, что цель данного решения состоит прежде всего в ускорении продажи миноритарных пакетов, остающихся у государства. Вместе с тем возникает традиционная для российской практики проблема ведомственного отбора профессиональных участников фондового рынка для осуществления приватизационных продаж.

⁴ Другой вариант – использование Указа Президента РФ № 2284 от 24 декабря 1993 г. «О государственной программе приватизации государственных и муниципальных предприятий в РФ» (действует в редакции 3 апреля 2002 г.). Одна из норм указа предусматривает необходимость решения правительства о допуске иностранных инвесторов к ряду приватизационных сделок, однако распоряжение правительства РФ от 9 октября 2002 г. о приватизации «Славнефти» не предусматривает возможности допуска иностранных инвесторов.

Несмотря на указанные позитивные новации *технического* характера, необходимо ясное понимание того, что *стратегическое* видение целей и рамок приватизационного процесса по-прежнему отсутствует. Стартовым пунктом в разработке долгосрочной стратегии приватизации (помимо бюджетных задач) должно быть определение того, какие предприятия в каких отраслях при любых условиях должны остаться в федеральной собственности. Только после этого возможно обсуждение списка продаж в кратко-, средне- и долгосрочном периоде, который со всей очевидностью подразделяется на список реально продаваемых и инвестиционно привлекательных объектов и список неликвидов (как по финансово-экономическим показателям, так и по уже сложившейся структуре собственности).

Необходимым условием дальнейшего развития имущественных отношений в России является проведение дальнейшей реформы управления государственной собственностью на основе ее тривиальной *инвентаризации*, что помимо количественного учета включает в себя ясное *разграничение прав различных уровней власти* на то или иное имущество.

Постановление Верховного Совета РСФСР 3020-1 от 27 декабря 1991 г., регламентирующее вопросы разграничения собственности на федеральную, государственную субъектов РФ и муниципальную, безнадежно устарело. Еще одним источником противоречий в процессе управления государственным сектором являются индивидуальные соглашения между федеральным центром и регионами, заключенные в 90-е гг. Внесение ясности в эти вопросы можно было связывать с появлением новой нормативной базы, появившейся после принятия в сентябре 1999 г. Концепции управления государственной собственностью и приватизации. Тем не менее, объектом применения практически всей новой нормативно-правовой базы, появившейся в 1999-2002 гг., являются федеральные государственные унитарные предприятия (ФГУП) и акционерные общества, акции которых находятся в федеральной собственности. Определенные перспективы, по всей видимости, связаны с общим процессом разграничения полномочий и ответственности между федеральным, региональным и муниципальным уровнями (и принятием соответствующих законопроектов).

Все более актуальной становится проблема эффективности использования *собственности РФ за рубежом*. Симптоматично, что все постприватизационные годы единственным указанным в бюджете источником доходов от собственности РФ за рубежом остается СП «Вьетсовпетро». По оценкам Счетной палаты РФ, органы власти, предприятия и организации, имеющие на балансах зарубежную собственность, представляют в Мингосимущества недостоверную информацию, а данные о долях РФ (пакетах акций) в иностранных юридических лицах, принадлежащих российским организациям, занижаются. Потенциальные дивиденды при этом могут ежегодно составлять сумму порядка 1 млрд долл. Вместе с тем, по данным Минимущества РФ, свыше 80 % зарубежной собственности РФ имеет прямое отношение к объектам недвижимости, используемым дипломатическими представительствами и иными государственными структурами РФ. В настоящее время особенно актуальны такие меры: создание полного реестра федеральной собственности за рубежом; определение основных принципов дивидендной политики в отношении российских финансовых активов в иностранных юридических лицах.

Значение *реприватизации* в России в целом как фактора снижения инвестиционной привлекательности страны очень высоко (в частности, в 1999 г. неофициально называлась цифра порядка 40 % предприятий, приватизированных с нарушениями законодательства, хотя нарушения можно найти практически в любой сделке). Термин в данном случае не имеет значения. Это может быть собственно национализация, или деприватизация (т.е. возврат приватизированного имущества государству), или реприватизация (деприватизация с последующими «правильными»

приватизационными сделками). Суть проблемы состоит в том, что национализация в России уже давно идет, причем в самых разнообразных формах: на уровне общей идеологии и политической борьбы («экстремальные» проекты законов), пересмотр приватизационных сделок, возврат пакетов акций государственным структурам за долги, формирование новых (в том числе государственных) холдингов, в которые передаются государственные пакеты акций, использование деприватизации менеджерами как инструмента корпоративной борьбы (наиболее известен скандал 1999 г. вокруг Ломоносовского фарфорового завода), попытки добровольного возврата государству приватизированных АО, активность региональных властей по установлению контроля над бюджетообразующими предприятиями (чаще всего – через назначение внешних управляющих), возвращение через суд ранее переданной в регионы федеральной собственности и др.

Многие из скрытых форм национализации вполне обоснованны. Тем не менее, общая неопределенность (непрозрачность) политики государства в данной сфере является одним из основных факторов, препятствующих созданию благоприятного инвестиционного имиджа России.

Хотя необходимость закона о национализации очевидна достаточно давно (пусть формально в целях развития соответствующих статей Конституции РФ и Гражданского кодекса РФ), процесс разработки этого документа – в силу политизации проблемы и наличия нескольких альтернативных вариантов – происходит сравнительно вяло. Подготовленный Минимущества РФ проект закона «Об обращении имущества, находящегося в собственности граждан и юридических лиц, в собственность Российской Федерации (национализации)» обсуждался 21 октября 2002 г. в Государственной Думе на парламентских слушаниях. Правительственный законопроект предусматривает два мотива для проведения национализации – обеспечение обороноспособности и национальной безопасности страны. При этом правительство ежегодно будет определять потребность страны в стратегической продукции, и в одной из закрытых статей федерального бюджета предусматривать государственные ассигнования, необходимые для производства или приобретения этой продукции.

Если данную продукцию невозможно приобрести на рынке или разместить госзаказ на госпредприятиях, правительство вправе принять решение о национализации мощностей или предприятия в целом, на котором эта продукция может быть произведена. Правительство по согласованию с Президентом РФ определяет состав имущества, подлежащего национализации, нанимает оценщика для оценки рыночной стоимости национализируемого имущества. Если собственник имущества, в отношении которого принято решение о национализации, не согласен с этим, он может обжаловать это решение в суде.

Необходимо также закрепление двойственного подхода к рассмотрению нарушений при приватизационных сделках: (1) бессрочное применение наказаний (в том числе уголовного характера) за выявленные и доказанные правонарушения должностных лиц и их контрагентов; (2) обеспечение абсолютного принципа «неприкосновенности» собственности добросовестного приобретателя (что адекватно невмешательству государства в сложившуюся структуру собственности). Единственной альтернативой может быть лишь абсолютная компенсация потерь добросовестного приобретателя.

Отдельной проблемой является действующий для приватизационных сделок 10-летний срок исковой давности (на основе ст. 181 Гражданского кодекса РФ). Видимо, есть необходимость сокращения и законодательной фиксации срока предъявления иска о применении последствий недействительности ничтожной сделки.

Среди особенно актуальных проблем следует также отметить:

- при большинстве приватизационных сделок остается актуальной проблема их прозрачности (т.е. аутсайдеры не понимают условия инвестиционного процесса);
- продажа миноритарного (до 25 %) пакета акций (особенно для иностранных инвесторов) во многих случаях ограничена возможностями последующего влияния на принятие решений в компании;
- сохраняется дискриминация в отношении инсайдеров и аутсайдеров в условиях продажи тех или иных пакетов акций;
- сохраняется дискриминация в отношении инсайдеров и аутсайдеров с точки зрения степени строгости мер воздействия за невыполнение условий приватизационных сделок;
- сохраняются проблемы, связанные с дуализмом принятия приватизационных решений и управления государственной собственностью, заложенным еще в 1991 г. при создании Госкомимущества и РФФИ. Так, Мингосимущества РФ в 1999–2003 гг. пытается найти себе новые сферы деятельности (иницируя проекты подчинения ФСФО, ФКЦБ, оценочной деятельности и др.). РФФИ видит себя в перспективе неким государственным инвестиционным банком с правом ведения операций на фондовом рынке, степень оправданности существования которого довольно неясна.

Важнейшей предпосылкой для определения дальнейших целей приватизации является понимание того факта, что в России в настоящее время не существует объектов для какой-либо новой целостной приватизационной модели. Соответственно, речь может идти только о формировании новой концепции приватизации, которая была бы ориентирована на максимально полный охват различных аспектов (решение проблем) функционирования предприятий, преимущественно уже корпоратизированных и полностью и/или частично приватизированных. Это означает также, что в силу высокой дифференцированности массива имеющихся объектов при собственно приватизации необходимо использование самых разнообразных подходов (их комбинаций), которые в подавляющем большинстве уже присутствуют в законодательстве РФ.

При этом необходимо концентрировать усилия на двух основных целях государственной политики в области управления государственным сектором экономики: оптимизация структуры собственности (с точки зрения народнохозяйственных пропорций и на микроуровне) в интересах обеспечения устойчивых предпосылок для экономического роста; максимизация доходов бюджета на основе эффективного управления государственной собственностью.

Необходимо также усилить финансовый контроль в государственном секторе экономики, однако этот процесс не должен быть связан с наращиванием массы объектов государственной собственности. Более того, сокращение числа таких объектов должно стать фундаментальной предпосылкой повышения эффективности управления государственной собственностью, ибо в противном случае элементы управления будут носить выборочно-спонтанный характер при огромном массиве неконтролируемой государством государственной собственности. Это наглядно демонстрирует практика последних лет во всех странах с переходной экономикой.

10.2. Перераспределение прав собственности во второй половине 1990-х – начала 2000-х гг.: доминирующие собственники, концентрация, эффективность предприятий

10.2.1. Противоположные результаты и типичные проблемы

К настоящему времени проведено значительное число эмпирических исследований структуры и концентрации собственности в корпорациях различных стран с переходной экономикой. Применительно к России при оценке общих тенденций динамики структуры собственности в корпоративном секторе большинство исследователей приходят к сходным результатам⁵. Что же касается результатов исследований по взаимосвязи «собственность – эффективность», то они часто носят противоположный или неопределенный характер⁶. Пожалуй, есть только два пункта, где сходятся результаты почти всех эмпирических исследований:

– вывод о нейтральной или негативной роли рядовых работников предприятия (как акционеров) для результатов деятельности предприятий;

– вывод о наличии прямой связи между долей иностранных инвесторов и эффективностью (преобразованиями предприятий в целом).

Противоположные или неопределенные эмпирические результаты получены, в частности, по таким вопросам, как:

– «вклад» приватизации в повышение эффективности деятельности предприятий (с учетом срока приватизации и размера государственной доли в смешанных компаниях) и, более широко, сравнительная эффективность государственных и частных предприятий;

– влияние уровня концентрации акционерной собственности на результаты деятельности предприятий;

– характер взаимосвязи между типом доминирующего собственника (менеджеры, внешние акционеры) и результатами деятельности (эффективностью) предприятий;

⁵ См., в частности: *Афанасьев М., П. Кузнецов, А. Фоминых*. Корпоративное управление глазами директората (по материалам обследований 1994-1996 гг.) // Вопросы экономики, 1997. № 5. С. 84–10; *Долгопятова Т. Г.* Отношения собственности и модели корпоративного контроля в российской промышленности (по материалам эмпирических исследований). ГУ–ВШЭ, научно-исследовательский семинар «Институциональные проблемы российской экономики», 2000. № 3; *Клепач А., П. Кузнецов, П. Крючкова*. Корпоративное управление в России в 1995–1996 гг. // Вопросы экономики, 1996. № 12. С. 73–87; *Кузнецов Б. В. и др.* Проблемы собственности и управления в процессах реструктуризации промышленных предприятий России. Аналитический доклад. Бюро экономического анализа. М., 2000; *Кузнецов П., А. Муравьев*. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал ВШЭ, 2000. Т. 4. № 4; Леонтьевский центр. «Сравнительный анализ экономических результатов работы российских предприятий различных форм собственности». Москва, Санкт-Петербург, Международный центр социально-экономических исследований «Леонтьевский центр», 1996; *Радыгин А., В. Гутник, Г. Мальгинов*. Структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? // Вопросы экономики, 1995. № 10. С. 47–69; *Радыгин А., Р. Энтов*. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП, 1999; *Симачев Ю.* Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001; *Aukutsionek S., R. Kapeliushnikov, V. Zhukov*. Dominant shareholders and performance of industrial enterprises. In: The Russian Economic Barometer, 1998. № 1. P. 8–41; *Bevan A., S. Estrin, B. Kuznetsov, M. Schaffer, M. Angelucci, J. Fennema, G. Mangiarotti*. The Determinants of Privatised Enterprise Performance in Russia. Bureau of Economic Analysis, Moscow; *Blasi J., M. Kroumova, D. Kruse (1997)*. Kremlin capitalism: the privatization of the Russian economy. Cornell University Press-Ithaca, 2001; *Brown J. D., Earle J. S.* Privatization, competition and transition policy strategies: theory and evidence from Russian enterprise panel data, mimeo, November 2000; *Radugin A.* (1999a). Ownership and Control in the Russian Industry. OECD/World Bank Global Corporate Governance Forum. OECD: Paris, 1999 и др.

⁶ Это касается и более общей постановки проблемы – взаимосвязи структуры собственности (типов собственников) и в целом «преобразования» (restructuring, performance) предприятий.

– взаимосвязи «собственность – эффективность» в региональном разрезе для России⁷.

Часто противоположные результаты, полученные при анализе взаимосвязи между доминирующими типами собственников и реструктурированием, связаны и с тем, что и сами концепции реструктурирования заметно различаются от работы к работе. Согласие достигнуто лишь при самом общем подходе к реструктурированию, когда оно определяется как «изменения в операциях, взаимодействиях (взаимосвязях) и мотивациях в направлении достижения успеха в меняющейся рыночной среде»⁸.

Видимо, для этого существует целый ряд объективных причин. Формирующаяся в России (как и в других странах с переходной экономикой) структура собственности (корпораций) носит пока промежуточный характер, и выводы об абсолютном доминировании той или иной классической модели структуры владения пока преждевременны.

Фактически 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 одному 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.

Принципиальное значение имеет проблема аффилированных отношений и бенефициарного владения. Если принять во внимание реальную организацию структуры собственности (контроля) и финансовых потоков многих крупных компаний России⁹, 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 директоров далека от истинной. 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

⁷ См.: *Радыгин А., Энтов Р., Мальгинов Г.* и др. Трансформация отношений собственности: сравнительный анализ российских регионов и общие проблемы становления новой системы прав собственности в России. М.: ИЭПП, 2001; *Радыгин А., Энтов Р., Турунцева М.* и др. Проблемы корпоративного управления в России и регионах. М.: ИЭПП, 2002; *Мальгинов Г., Радыгин А., Юдин А.* Структура собственности в российских регионах и ее динамика в период рыночной трансформации / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ, 2003.

⁸ *Ericson R.* Restructuring in Transition: Concept and Measurement. *Comparative Economic Studies*, 1998, 40. P 103–108.

⁹ См.: *Радыгин А., И. Сидоров.* Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? // Вопросы экономики, 2000. № 5. С. 45–61.

затруднительна проверка различных гипотез о роли менеджеров в том виде, как они (гипотезы) формулировались в ставших классическими работах – гипотеза конвергенции («convergence hypothesis»)¹⁰, гипотеза «окопавшегося менеджмента» («entrenchment hypothesis»)¹¹ и др.

Существенно и то, что 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 отношений¹². В том же 1999 году Европейский банк реконструкции и развития в качестве одного из принципиально важных направлений на следующее десятилетие указывает необходимость борьбы с «интересами окопавшихся инсайдеров»¹³.

Наконец, необходимо принять во внимание трудности, возникающие при решении одной из классических эконометрических задач – учета роли обратных причинно-следственных связей («проблема эндогенности»). Дело в том, что сам выбор объектов приватизации нельзя признать случайным. Так, теория приватизации чаще всего исходит из того, что в частную собственность приходится (следует) переводить недостаточно эффективные предприятия, оказавшиеся в кризисном состоянии¹⁴. Если у инвесторов есть выбор, то они предпочтут приобрести акции высокоэффективных компаний – это соображение, по-видимому, играло существенную роль и в ходе постсоциалистической приватизации¹⁵. Но если для какого-либо из таких предположений существуют реальные основания, это свидетельствует о неравных исходных условиях в функционировании приватизированных и остальных компаний.

Подтверждения эндогенности структуры собственности, в частности, получены на примере формирования в ходе приватизации предприятий собственности инсайдеров. По данным опроса 2000 года, инсайдеры приобретали более крупные пакеты акций на предприятиях, эффективность (производительность труда и рентабельность) которых в предприватизационный период была выше (Муравьев, 2001)¹⁶. Это обстоятельство осложняет интерпретацию результатов и не позволяет утверждать, что выявленные в ходе анализа связи достоверно отражают влияние структуры собственности на результаты деятельности предприятий. В частности,

¹⁰ *Jensen M., W. Meckling.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // *Journal of Financial Economics*, 1976. Vol. 3. P. 305–360.

¹¹ *Morck R., A. Shleifer, R. Vishny.* Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis // *Journal of Financial Economics*, 1988. Vol. 51. P. 293–315.

¹² *Stiglitz J.* Whither Reform? Ten Years of Transition. World Bank Annual Conference on Development Economics. Washington, D.C., April 28–30, 1999.

¹³ Transition report 1999. Ten years of transition. EBRD, 1999. P. 9.

¹⁴ *Vickers J., G. Yarrow.* Privatization: An economic Analysis. The MIT Press, 1988.

¹⁵ *Carlin W., J. Van Reenen, T. Wolfe.* Enterprise Restructuring in Early Transition: The Case Study Evidence from Central and Eastern Europe // *Economics of Transition*, 1995. № 3. P. 427–458.

¹⁶ *Муравьев А.* Корпоративное управление и результаты деятельности российских приватизированных предприятий. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001.

лучшие результаты деятельности компаний, в которых инсайдерам принадлежат более крупные пакеты акций, могут быть следствием отбора инсайдерами наиболее привлекательных предприятий во время их приватизации.

10.2.2. Общие тенденции в динамике структуры собственности и доминирующие собственники

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 акционеров¹⁷. 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 предприятий, 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.)¹⁸.

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 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 корпоративного контроля. По оценкам ФКЦБ конца 90-х гг. (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, заметно активизировав процесс не только перераспределения, но и консолидации акционерной собственности*¹⁹.

¹⁷ Подробно о структуре собственности российских предприятий в 90-е гг. см. перечень работ, указанных выше.

¹⁸ 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.

¹⁹ 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.

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 свое финансовое положение за счет сброса акций. В некоторых отраслях (с благоприятной ценовой конъюнктурой на товарных рынках, особенно после девальвации рубля) наиболее характерным стало укрепление позиции менеджеров и вытеснение иностранных инвесторов²⁰.

Одновременно 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 усиление могло происходить в значительной степени за счет активов и влияния прежних соперников.

В посткризисных условиях 1998–2000 гг. стали более заметными и успешными попытки региональных властей взять под контроль основные предприятия своих регионов. В частности, в указанный период 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 изменяли структуру собственности корпораций региона в пользу «чужих».

²⁰ 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.

О вновь начавшемся после кризиса 1998 года 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 было 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 свидетельствуют и о существенном изменении в структуре акционерного капитала российских предприятий (табл. 10.3)²¹. 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 году до 7–8 % в 2000 году²². Последнее связано либо с прямым переходом акций к внешним акционерам (продажа или изъятие за долги), либо с расширением практики неформального контроля со стороны менеджеров (перевод имеющихся или оформление скупленных акций на аффилированные структуры).

Таблица 10.3

**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.

Основные тенденции 1990-х – начала 2000-х гг. находят свое подтверждение в целом ряде других опросов российских предприятий (табл. 10.4)²³.

Таблица 10.4

²¹ Структура владения акциями в крупнейших российских АО, безусловно, отличалась от «типовой». Для них в тот период были характерны: высокие доли участия холдингов (включая государственные), существенно меньшая доля занятых всех типов, относительно высокая доля нерезидентов различных типов.

²² См.: *Радыгин А., Энтов Р.* Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП, 1999. С. 65–66.

²³ Использован следующий источник: *Российская промышленность: институционально развитие.* Под ред. Т. Г. Долгопятовой. М., 2002. Вып. 1. С. 17–27.

Изменение доли категорий акционеров по данным обследований российских предприятий (в процентных пунктах)

	БЭА*	ВШЭ**	Эрл и Браун***
Трудовой коллектив	-14,5	-9,7	-2,8
В том числе: менеджеры	5	1,2	3,1
Работники	-19,5	-10,9	-5,9
Государство	-6,5	-1,3	-9,6
В том числе: федеральный уровень	-4,4	-0,5	-6,3
Регион. и местный	-2,1	-0,8	-3,3
Внешние акционеры	16	11	15,4
В том числе: российские нефинансовые коммерческие предприятия	14,7	1,9	8,7
Российские банки, инвестиционные компании и фонды	2,4	2,5	
Иностранные акционеры	2,6	1,9	1,9
Другие	9,7	4,7	1,8

*Обследование Бюро экономического анализа 2000 года. 437 предприятий 6 отраслей обрабатывающей промышленности в 12 регионах с момента приватизации к концу 1999 года.

**Обследование ГУ–ВШЭ по заказу Министерства экономики РФ в 1999 году. 318 АО в 39 регионах.

***Опрос Д. Эрла и Д. Брауна 1999–2000 гг. Выборка сформирована на основе выборки RLMS, 430–480 респондентов (Privatization and restructuring in Russia: evidence from panel data on industrial enterprises/ Доклад на ежегодной конференции РЭШ 2001 г.).

В 2000 г. 38 % предприятий с доминированием аутсайдеров имели 2–3 акционеров, контролирующих свыше 50 % акций²⁴. Таким образом, с момента приватизации к 2000 г. средняя величина пакетов всех внешних акционеров и менеджмента выросла, тогда как у работников и государства средний пакет сократился. Средний пакет нефинансовых компаний (если они появились уже после приватизации) составляет более 42 %. Именно эта группа (если исключить иностранных акционеров, которые традиционно малозаметны в выборках) продемонстрировала наибольший рост в постприватизационные годы. В результате контрольный пакет акций примерно каждого десятого предприятия выборки принадлежит другим промышленным предприятиям²⁵.

Наиболее полную по охвату, хотя и не исчерпывающую информацию о динамике структуры собственности в российской промышленности после кризиса 1998 г. дают результаты сплошного структурного обследования средних и крупных предприятий России, проведенного Госкомстатом РФ в 1999–2000 гг. Недостатком данного обследования является использование размера уставного капитала для расчета взвешенных средних, в то время как в российских условиях объем уставного капитала слабо связан с размерами фирмы. Данные о средней взвешенной доле основных групп акционеров в уставном капитале представлены в *табл. 10.5* и подтверждают приведенные выше основные тенденции. Вместе с тем результатом, отличным от других, является вывод о прекращении роста доли кредитно-финансовых учреждений (как следствие кризиса 1998 г.).

²⁴ Bevan A., S. Estrin, B. Kuznetsov, M. Schaffer, M. Angelucci, J. Fennema, G. Mangiarotti. The Determinants of Privatised Enterprise Performance in Russia. Bureau of Economic Analysis, Moscow, 2001.

²⁵ Симачев Ю. Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001.

**Распределение уставного капитала АО в промышленности между
акционерами, %**

	Всего по промышленным АО на конец года	
	1999	2000
Работники предприятия	11,4	9,5
Государственные и местные органы власти	14,3	11,8
В том числе: федеральные	9,3	8,1
субъекты федерации	4,6	3,5
местное самоуправление	0,4	0,2
Коммерческие нефинансовые организации	42,6	46,0
Кредитно-финансовые учреждения	7,6	7,6
Физические лица (не работники)	9,6	11,5
Прочие акционеры	14,5	13,6
Всего	100	100

Источник: структурное обследование Госкомстата РФ.

На рубеже 1990-х – 2000-х гг., несмотря на постепенную концентрацию владения акциями и рост доли внешних акционеров в капитале АО, их роль в управлении АО оставалась неадекватной 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.

В этой связи вопросы *изменения представительства* внешних акционеров в органах управления АО 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 в 1996 г. применялось на 43 % таких АО²⁶.

²⁶ См.: *Афанасьев М., П. Кузнецов, А. Фоминых.* Корпоративное управление глазами директората (по материалам обследований 1994–1996 гг.) // Вопросы экономики, 1997. № 5. С. 84–101; *Blasi J., M. Kroutova, D. Kruse.* Kremlin capitalism: the privatization of the Russian economy. Cornell University Press-Ithaca, 1997.

К рубежу 1990-х – 2000-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 оказывалось невозможным даже для владельцев контрольного пакета акций. По данным выборки БЭА 1999 г., совокупная доля инсайдеров в структуре советов директоров превышала 57 %, тогда как в структуре собственности их доля была менее 50 % (табл. 10.6).

Таблица 10.6

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: Проблемы собственности и управления в процессах реструктуризации промышленных предприятий России. М.: БЭА, 2000. С. 11–12.

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 (при в среднем 9–10 % в 1996 г.) четко отражает застой в приватизационном процессе второй половины 1990-х – начала 2000-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.

Среди последних исследований следует упомянуть опрос руководителей предприятий, проводившийся в 2002 г. Т. Долгопятовой и Б. Кузнецовым (в рамках более широкого исследования структурных изменений на российских предприятиях под руководством Е. Г. Ясина)²⁷. Отметим лишь наиболее важные выявленные тенденции:

²⁷ Долгопятова Т., Кузнецов Б. Факторы адаптации промышленных предприятий. Доклад на IV Международной научной конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация экономики России: социальный

1. За последние 3 года (сер. 1999 – сер. 2002 гг.) какие-либо изменения в составе основных (влиятельных) собственников происходили на 39 % предприятий. Каждое пятое АО прошло через *кардинальные* изменения. Опрос 2001 г. (за 1998–2001 гг., 358 предприятий) дал сходные цифры – кардинальные изменения происходили на 18 % предприятий. Другие обследования (ГУ–ВШЭ, РЭБ) также свидетельствуют о смене собственников на 5–7 % предприятий ежегодно.

Общие данные о структуре уставного капитала АО выборки представлены в *табл. 10.7*. В целом все внешние частные собственники представлены на 191 АО и имеют суммарно в среднем более 67 % уставного капитала. Эта более высокая, чем у инсайдеров, концентрация, достигается за счет коммерческих организаций и физических лиц.

Таблица 10.7

Распределение уставного капитала АО выборки на конец 2001 г. (в % к итогу)

	По всем 243 АО	По АО, имеющим такого акционера*
Федеральные органы власти	3,3	35,9/22
Органы власти субъектов Федерации	3,5	52,9/16
Органы местного самоуправления	1,9	36,6/13
Нефинансовые коммерческие организации	26,9	50,8/129
Кредитно-финансовые организации	0,8	15,6/12
Некоммерческие организации	4,2	33,1/31
Физические лица	59,4	66,2/218
– в том числе работники предприятия	38,7	49,3/190
Всего по АО выборки	100	100
В том числе иностранные физические и юридические лица	4,6	42,9/26

*В знаменателе – число АО, имеющих вклад данного акционера в уставном капитале.

2. Совет директоров, как основной механизм реализации контроля акционеров за деятельностью АО, состоит в среднем из 7 членов, причем отмечено уменьшение размеров совета. Среднее число членов совета коррелирует с размерами АО: от 6 членов на малых до 8 на сверхкрупных предприятиях. Наиболее существенная следующая тенденция 1998–2001 гг.: при сохраняющемся доминировании в советах менеджмента и трудового коллектива, *постепенно падает представительство инсайдеров*. За этот счет выросло представительство других групп акционеров. В абсолютном выражении лидировали акционеры – физические лица, в относительном – быстрее всего росло представительство органов власти (что, возможно, связано с усилением контроля с 1999 г.) и прочих, включая так называемых независимых директоров (*табл. 10.8*).

Таблица 10.8

Агрегированный состав совета директоров (в % к общему числу членов совета)

	1998 (273 АО)	2001 (289 АО)
Работники предприятия	59,9	55,8

контекст», 2–4 апреля 2003 г. Опрошено 473 предприятия из 11 регионов, хотя по ряду отдельных вопросов количество ответивших предприятий заметно меньше.

– в том числе администрация	38,2	35,1
Крупные акционеры – физические лица	16,5	18,2
Органы власти	5,2	6,4
Коммерческие организации, включая кредитно-финансовые	12,3	12,9
Некоммерческие организации	1,6	1,5
Прочие, включая независимых директоров	4,5	5,2

3. Если в структуре собственности доминируют частные внешние акционеры, то в структуре совета директоров – инсайдеры (*табл. 10.9*). Можно рассчитать коэффициент представительства акционера в составе совета директоров как его вес, приходящийся на 1 % акций: коэффициент представительства работников – 1,49, внешних частных собственников – 0,73, органов власти – 0,56.

Таблица 10.9

Типы доминирующих акционеров в структуре собственности и в совете директоров (в % к числу предприятий)

Тип доминирующего собственника	Уставный капитал	Совет директоров
Работники	35,8	59,2
Органы власти	8,6	5,3
Внешние частные собственники	55,6	28,9
Вся выборка, по которой есть данные	243	202

Общий вывод авторов исследования бесспорен: после кризиса 1998 г. продолжился рост концентрации собственности и ее переход от инсайдеров к внешним акционерам. Вместе с тем в структуре корпоративного контроля преобладающие позиции остаются у инсайдеров, которые при этом могут быть тесно аффилированы с внешними частными собственниками. Хотя роль органов власти в структуре контроля выросла, они по-прежнему остаются «дискриминируемой» стороной в реализации своих прав собственности через универсальные внутренние механизмы корпоративного контроля (совет директоров). Слабые признаки усиления роли независимых директоров нуждаются в более детальном изучении. Вместе с тем, наряду с трудовыми коллективами региональные и местные органы власти остаются влиятельными стейкхолдерами, а федеральные органы власти – наименее значимыми из всех участников корпоративного управления.

Наконец, приведем данные опроса ИЭПП, проводившегося в начале 2003 г. среди российских ОАО. Средние данные о структуре собственности представлены в *табл. 10.10*.

Таблица 10.10

Средняя доля владельца в акционерном капитале по выборке в целом

	% акций, принадлежащих:								
	всем работникам	рядовым работникам	администрации предприятия	государству и местным органам власти	российским предприятиям и холдингам	сторонним российским физическим лицам	коммерческим банкам	иностранным акционерам	аутсайдерам (без государства)
Средний %	35.70	16.26	16.30	9.90	25.28	19.99	1.33	2.59	47.91
Медиана (%)	25.32	10.00	7.13	0.56	14.33	10.83	0.15	0.11	51.69
Количество предприятий, ответивших на вопрос	241	185	184	255	240	233	233	234	243

% предприятий, ответивших на вопрос	85	65	65	90	84	82	82	83	86
-------------------------------------	----	----	----	----	----	----	----	----	----

*Данная переменная представляет минимальную долю аутсайдеров в акционерном капитале на предприятии.

Как видно из *табл. 10.10*, в среднем по выборке довольно большим количеством акций (35,7 %) владеют инсайдеры (рядовые работники предприятия и администрация), а на половине предприятий на долю инсайдеров приходится как минимум четверть всех акций. Средняя доля государства и местных органов власти в акционерном капитале не очень велика – чуть меньше 10 %, при этом не менее чем у половины предприятий эта доля не превышает 0,6 %. Довольно представительны группы российских предприятий и холдингов и сторонних акционеров – физических лиц в структуре собственности – в среднем по выборке этим группам акционеров принадлежат соответственно 25 и 20 % акций. Напротив, очень низка средняя доля акций, принадлежащих коммерческим банкам и иностранным акционерам: 1,3 и 2,5 % соответственно. Средняя минимальная доля аутсайдеров (без государства и местных органов власти) составляет 47,2 %, и не менее чем у половины предприятий выборки этот показатель превышает 50 % всего акционерного капитала.

По данным указанного опроса ИЭПП, «средний по выборке» совет директоров состоит из 7–8 членов, более половины из которых являются представителями инсайдеров, причем 80 % из них – это представители администрации предприятия. Средняя доля представителей государства в составе совета директоров, рассчитанная по всей выборке, довольно низка – около 15 %. Средняя доля представителей сторонних акционеров физических лиц, также как и доля представителей государства, не велика – всего 13 % (по всей выборке). Довольно высока средняя доля представителей российских предприятий и холдингов в составе совета директоров как в целом по выборке (около 22 %), так и по размерным группам. Причем если на предприятиях с численностью занятых до 2000 человек их средняя доля возрастает от 13 до 23 % с увеличением размера предприятия, то для предприятий с численностью занятых, превышающей 2000 человек, этот показатель резко возрастает (37–42 %).

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 по-прежнему имеет формальные функции, несопоставимые с ролью высшего менеджмента.

10.2.3. Концентрация акционерного капитала

Практически во всех странах с переходной экономикой в ходе и/или после приватизации наблюдалась тенденция к высокому уровню концентрации собственности.

Достигнутый уровень концентрации акционерной собственности в России не является пока столь существенным, как в некоторых странах Восточной Европы. Имеющиеся эмпирические обследования дают для Восточной Европы середины 1990-х гг. более высокие показатели, чем то, что в рамках различных опросов выявлено для России в конце 90-х – начале 2000-х гг.²⁸ Так, в Чехии, Венгрии и Польше в середине

²⁸ Следует учесть, тем не менее, специфику организации большинства российских компаний в виде «групп», где реальный уровень концентрации владений существенно выше формально указанного. Из-за

90-х гг. 98 % обследованных компаний среднего размера имели доминирующего акционера²⁹. При этом средняя величина доли капитала, находящейся в собственности основного акционера, колебалась в пределах 50–85 %. В странах бывшего СССР также отмечается тенденция к концентрации. Имеющиеся по шести странам данные свидетельствуют, прежде всего, об устойчивом росте доли менеджеров в акционерном капитале³⁰.

Тем не менее, как уже отмечалось выше, процесс концентрации акционерного капитала развивается достаточно интенсивно.

В 1998 г., по данным опроса ГУ–ВШЭ, доля 1 крупнейшего акционера составляла около 29 % (против 22 % в 1995 г.), доля 3 акционеров – 45,6 % (против 40,4 % в 1995 году), причем на 43 % АО трем акционерам принадлежало свыше 50 % акционерного капитала. Крупнейший акционер имел контрольный пакет 50 % на 1/5 предприятий. К концу 1998 года крупнейший акционер располагал долей менее 10 % капитала только в 15 % случаев, а пакетом акций менее блокирующего – в половине случаев³¹. Концентрированная собственность тесно связана с собственностью аутсайдеров. Тем не менее, одной из специфических особенностей промышленности России стало сочетание концентрации собственности с ее распылением. Это создает определенный дуализм в характеристиках акционерной собственности в России у разных исследователей (при сравнении с аналогичными данными по странам Запада и по другим странам с переходной экономикой).

По данным опроса ИЭПП 2000 г. (выборка 201 ОАО), в большинстве АО не было ни одного акционера, владеющего более 25 % акций (61,7 % от числа ответов). В 31,6 % АО отмечен лишь один акционер с блокирующим пакетом акций. Существенно меньшая доля (6,2 %) приходится на предприятия, где имелось два таких акционера. Тем не менее, с учетом оговорки о доле государства, можно сделать вывод о том, что более чем на трети участвовавших в опросе АО появился акционер с более чем 25 % от акционерного капитала. Только 12,8 % предприятий имели акционера с пакетом свыше 50 % акций и только 4,1 % – акционера с пакетом свыше 75 % акций.

Кроме того, согласно полученным данным, показатель среднего значения агрегированной доли крупных (более 5 %) акционеров составил около 32,3 % уставного капитала. Иными словами, на предприятиях рассматриваемой выборки крупные акционеры контролируют в среднем свыше 30 % акционерного капитала. Данный вывод подтверждается и ответами руководителей предприятий на вопросы о суммарной доле акционерного капитала, принадлежащей пяти крупнейшим акционерам. В частности, средняя для выборки доля, принадлежащая пяти крупнейшим акционерам, составляет около 38,1 %³².

этого, в частности, достаточно трудно корректно оценить реальный уровень концентрации акционерного капитала.

²⁹ *Frydman R, Ch.W. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski. Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. The World Bank. Washington D. C. Working Paper № 1830. September 1997.*

³⁰ *Djankov S. Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. The World Bank. Washington D. C. Technical Paper № 2047. February 1999.*

³¹ *Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики, 2001. № 5. С. 46–60.*

³² *Радыгин А., Архипов С. Собственность, корпоративные конфликты, эффективность (некоторые эмпирические оценки) // Вопросы экономики, 2000. № 11. С. 114–133.*

Для 53 % предприятий выборки РЭБ 2001 года был отмечен «высокий» и «сверхвысокий» уровень концентрации (свыше 20 % акций), хотя средний размер максимального пакета составил 34,4 % (против 32,5 % в 1999 г.)³³.

По данным опроса БЭА 437 российских предприятий в 2000 году (табл. 10.11)³⁴, непосредственно после проведения приватизации на 85 % предприятий выборки ни один из акционеров не владел хотя бы блокирующим пакетом. К 2000 г. доля предприятий, в которых 1 акционеру принадлежит блокирующий пакет, возросла с 13 до 26 %, доля предприятий с контрольным пакетом у одного акционера – с 5,5 до 10,3 %. Еще более заметно выросла доля предприятий, где собственность сконцентрирована у нескольких акционеров: если на момент приватизации контрольный пакет принадлежал в совокупности 2–3 акционерам на 3,3 % предприятий, то к 2000 г. – на 13,6 %. Таким образом, элементы концентрированной структуры собственности (хотя бы 1 блокирующий пакет у 1 акционера) на момент приватизации были отмечены у 1/6 части предприятий, к 2000 г. – у 1/3. Число предприятий, где контрольным пакетом владеют 2–3 акционера, возросло в 4 раза, тогда как число предприятий с одним владельцем контрольного пакета – только в 2 раза³⁵.

По данным Госкомстата РФ, количество АО, в которых одной группе собственников принадлежит контрольный пакет акций, только за 2000 г. возросло на 22,5 %, при том что число предприятий, имеющих блокирующего внешнего собственника, сократилось на 6 %.

Таблица 10.11

Изменение величины среднего пакета акций по категориям собственников, %

	Средний размер пакета на 01.01.2000	Изменение с момента приватизации
Работники	36,1	-37
Менеджмент	21,5	41
Федеральные органы власти	23,1	-30
Региональные и муниципальные органы	24,7	-10
Нефинансовые российские предприятия	40,7	22
Финансовые компании	32,2	40
Иностранные собственники	41,2	175

Источник: БЭА.

Последние данные 2002 г. свидетельствуют о сохранении указанных тенденций. Как показывают результаты опроса ЦЭФИР/РЭШ 2002 г. (по базе данных лаборатории конъюнктурных опросов ИЭПП), концентрация собственности в российской промышленности достаточно высока³⁶. Администрация предприятий контролирует в среднем 19 % акций. На предприятиях, где администрация участвует в собственности, ее доля составляет 27 %. Крупнейший внешний собственник контролирует в среднем 24 % (по предприятиям, где такой собственник располагает более чем 1 % акций, эта

³³ Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий // Рынок ценных бумаг, 2001. № 20. С. 33–38.

³⁴ Bevan A., S. Estrin, B. Kuznetsov, M. Schaffer, M. Angelucci, J. Fennema, G. Mangiarotti. The Determinants of Privatised Enterprise Performance in Russia. Bureau of Economic Analysis, Moscow, 2001.

³⁵ Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. М.: БЭА, 2001; Кузнецов Б., Симачев Ю. Формирование связей между российскими промышленными предприятиями через участие в акционерном капитале и управлении. Тезисы. Семинар РЕЦЭП 13–14 июля 2001 г.

³⁶ Гуриев С. и др. Корпоративное управление в российской промышленности, mimeo, М.: CEFIR, 2003.

доля составляет 40 %). В то же время пока что велика и доля мелких акционеров – в среднем они контролируют 24 % акций. Так как подавляющее большинство предприятий выборки не представлены на рынке акций, наличие мелких акционеров, по-видимому, обусловлено последствиями приватизации.

При этом чем выше концентрация собственности в руках администрации или в руках крупнейшего внешнего собственника, тем выше уровень корпоративного управления. Впрочем, положительный эффект имеет место лишь до тех пор, пока концентрация собственности в одних руках не превышает 50 % акций. После этого порогового значения дальнейшая концентрация собственности ухудшает корпоративное управление³⁷.

Представляют интерес данные о концентрации, полученные по итогам опроса руководителей предприятий, проводившийся в 2002 году Т. Долгопятовой и Б. Кузнецовым³⁸. Уровень концентрации акционерной собственности в 1998–2001 гг. не только возрос, но сократился разрыв между средним значением и медианой. Этот разрыв демонстрировал наличие распыленности акций по наиболее мелким акционерам при высокой концентрации капитала у доминирующих собственников. Сокращение разрыва свидетельствует об уменьшении распыленной части акционерного капитала (табл. 10.12).

Таблица 10.12

Показатели концентрации собственности

	1998 (конец года)		2001 (конец года)	
	средняя	медиана	средняя	медиана
Доля крупнейшего акционера, %	36,7/204*	30,0	42,2/224*	39,5
Доля 3 крупнейших акционеров, %	48,9/163*	47,5	57,6/181*	56,0

*Количество ответивших.

Наконец, по данным опроса ИЭПП, на начало 2003 г. 1 крупнейшему акционеру принадлежит в среднем 29,71 % акций, 3 крупнейшим акционерам – 49,86 % акций.

Таблица 10.13

Показатели концентрации акционерного капитала: средние доли акций, принадлежащих одному и трем крупнейшим акционерам

Среднее значение (%)	Медиана	Максимальное значение	Минимальное значение	Количество предприятий, ответивших на вопрос	% предприятий, ответивших на вопрос
29.71	23.0000	90	2	119	42
48.86	49.5000	100	3	114	40

Из табл. 10.13 видно, что средние доли данных показателей концентрации довольно высоки и равны соответственно – 29,7 и 48,9 %. Отметим, что, как минимум половина предприятий из числа ответивших на вопрос, имеет уровень концентрации по

³⁷ При этом только треть респондентов оказались знакомы с Кодексом корпоративного поведения и только 4 % знакомы с ним в деталях.

³⁸ Долгопятова Т., Кузнецов Б. Факторы адаптации промышленных предприятий. Доклад на IV Международной научной конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация экономики России: социальный контекст», 2–4 апреля 2003 г. Опросено 473 предприятия из 11 регионов, хотя по ряду отдельных вопросов количество ответивших предприятий заметно меньше.

доле акций, принадлежащих трем крупнейшим собственникам, выше, чем средний уровень по данному показателю.

Приведенные эмпирические данные требуют по крайней мере двух важных комментариев. Во-первых, показателем выявленный в ряде опросов более интенсивный рост доли трех крупнейших акционеров по сравнению с долей одного крупнейшего. Это различие в динамике связано с правовыми ограничениями на консолидацию капитала – 30 % в корпоративном и 20 % в антимонопольном законодательстве. Во-вторых, реальный уровень концентрации, который вряд ли возможно выявить эмпирическим путем, оказывается существенно выше. Это связано, как известно, со спецификой организации системы собственности в российских компаниях.

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

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

Теория не дает однозначного ответа на этот вопрос. По некоторым имеющимся оценкам, результаты исследования корреляции между концентрацией собственности, контролем за управлением и ростом курсовой стоимости акций компании даже в странах со стабильной рыночной экономикой весьма неоднозначны³⁹. Некоторые из них подтверждают, что концентрация собственности приводит к улучшению работы корпораций в развитых отраслях с несложной технологией. Другие исследователи, изучающие предполагаемые теорией причинно-следственные связи, выдвигают гипотезу о том, что структура владения скорее зависимая, чем независимая переменная. Есть также предположение о том, что в некоторых отраслях промышленности высококонцентрированное владение полезно, тогда как в других наоборот, но рынок всегда подтолкнет фирму к оптимальному решению. Некоторые нюансы существуют также в зависимости от размера корпорации⁴⁰.

Вместе с тем концентрация собственности в корпорации сопровождается и издержками, связанными с возможными конфликтами интересов между крупными и

³⁹ Грэй Ч. В., Р. Дж. Хэнсон. Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран // Корпоративное управление и права акционеров. М., 1994. П. 1.3.

⁴⁰ Demsetz H., K. Lehn. The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // Journal of Political Economy, 1985. Vol. 93. P. 1155–1177.

мелкими акционерами. Так, среди очевидных издержек концентрации обычно рассматривается возможность извлечения *private benefits* контролирующими акционерами⁴¹. Таким образом, вряд ли возможен какой-либо однозначный вывод, тем более применительно к нестабильной переходной экономике.

Практика стран с переходной экономикой дает не менее противоречивые результаты.

Так, принято считать, что концентрация собственности в постприватизационный период (у менеджеров или аутсайдеров) создает определенные преимущества для эффективного корпоративного управления и реструктурирования. По данным опроса опроса ЦЭФИР/РЭШ 2002 г.⁴², чем выше концентрация собственности в руках администрации или в руках крупнейшего внешнего собственника, тем выше уровень корпоративного управления. Тем не менее положительный эффект имеет место лишь до тех пор, пока концентрация собственности в одних руках не превышает 50 % акций. После этого порогового значения дальнейшая концентрация собственности ухудшает корпоративное управление⁴³. Что касается данных о влиянии концентрации собственности на результаты деятельности предприятий, то они весьма неоднозначны и с трудом поддаются интерпретации⁴⁴.

Так, на примере деятельности 706 чешских предприятий в 1991–1995 гг. было показано, что концентрированная собственность приводит к повышению рыночной стоимости предприятия и, следовательно, к более высокой его рентабельности. При этом авторы делают вывод о положительном влиянии на предприятие его основного банка через косвенный контроль инвестиционного фонда⁴⁵. Материалы чешского Министерства финансов свидетельствуют об обратном: широкое распространение получили многочисленные механизмы присвоения средств инвестиционных фондов и вывода средств из компаний, контролируемых фондами⁴⁶. Эти механизмы, предполагающие сговор между высшими менеджерами компании и приватизационными инвестиционными фондами, получили название «тоннельного эффекта» («tunneling»)⁴⁷.

Тем не менее косвенным подтверждением эффективности предприятий с высоконцентрированной собственностью могут быть приводимые целым рядом исследователей сравнительные данные о деятельности предприятий с разными типами доминирующих собственников. Во многих случаях наилучшие показатели хозяйственной деятельности наблюдаются на небольших и средних предприятиях, где

⁴¹ *Barclay M., C. Holderness. Private Benefits from Control of Public Corporations // Journal of Financial Economics, 1989. Vol. 25. P. 371–395.*

⁴² *Гуриев С. и др. Корпоративное управление в российской промышленности, mimeo. М.: CEFIR, 2003.*

⁴³ При этом только треть респондентов оказались знакомы с Кодексом корпоративного поведения, и только 4 % знакомы с ним в деталях.

⁴⁴ *Кузнецов П., А. Муравьев. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал ВШЭ, 2000. Т. 4. № 4.*

⁴⁵ *Claessens S., S. Djankov, G. Pohl. Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic. World Bank Policy Research Working Paper № 1737. Washington, 1997.*

⁴⁶ См.: *Capital Market Development in Transition Economies. Country Experience and Policies for the Future. Paris, OECD, 1998.*

⁴⁷ *Johnson S., R. La Porta, F. Lopes de Silanes, A. Shleifer. Tunneling // American Economic Review, 2000. Vol. 90; Coffee J. Institutional Investors in Transitional Economics: Lesson from Czech Experience. In: Corporate Governance in Central Europe and Russia. Vol. 1 Banks, Funds, and Foreign Investors. CEU Press, 1996.*

собственность сконцентрирована у менеджеров и у некоторых типов аутсайдеров на крупных предприятиях (см. ниже), хотя есть и противоположные данные.

В этой связи представляют интерес результаты опроса, проведенного в России по заказу Международной финансовой корпорации осенью 2002 г.⁴⁸ В опросе участвовали 307 ОАО с числом акционеров свыше 50 каждое, из 4 регионов (Санкт-Петербург, Самара и Самарская область, Екатеринбург и Свердловская область, Ростов и Ростовская область). В 40 % компаний крупнейший акционер владеет от 5 до 24,99 % акций. В 19 % компаний есть контролирующий акционер (более 50 % акций), в 23 % – блокирующий акционер (25–49,99 % акций). В тройку крупнейших акционеров входят: в 85 % компаний – члены СД /представленные ими структуры (в 31 % компаний это крупнейший акционер), в 79 % – российские организации (крупнейший в 33 %), в 34 % – менеджеры (крупнейший в 15 %), в 22 % – российские физические лица, в 18 % – федеральные власти (крупнейший в 12 %), в 9 % – иностранные организации, в 5 % – региональные власти. При этом концентрированная собственность позитивно влияет на производительность в компании. Средняя производительность (на 1 занятого) в компаниях, где есть контролирующий акционер (более 50 % акций), превышает среднюю производительность в компаниях с иной (более распыленной) структурой собственности как минимум на 60 % (хотя не учитывались отраслевые особенности). Аналогичный вывод сделан для компаний с блокирующим акционером (производительность ниже высококонцентрированных, но выше прочих).

Авторы проведенного в конце 90-х гг. в Гарварде сопоставления эффективности правовых систем 49 стран мира с точки зрения защищенности интересов инвесторов приходят к выводу, что концентрация владения одновременно является реакцией (адаптацией) на слабую правовую защищенность инвесторов в рамках национальной модели корпоративного управления⁴⁹. В России, тем не менее, ситуация носит двойственный характер. Процесс концентрации собственности в значительной мере связан с деятельностью непосредственно менеджеров (или крупных акционеров, ставших инсайдерами). Соответственно он становится инструментом нарушения прав других акционеров (инвесторов), а не средством адаптации к слабости внешних механизмов корпоративного управления.

10.2.4. Собственность и эффективность

В рамках технологической парадигмы, включая неоклассическую теорию (в терминологии О. Уильямсона⁵⁰), принято считать, что связь между типом собственности и эффективностью (результатами деятельности) предприятия не имеет существенного значения. Предполагается, что рыночная структура и конкуренция в гораздо большей степени важны для эффективности предприятия, чем различия между владельцами активов. При этом, как отмечает Дж. Ярроу, «конкурентная и регулятивная среда более важна, чем вопрос собственности сам по себе»⁵¹.

⁴⁸ Corporate Governance Practices in Russian Regions. Draft Report. IRG по заказу IFC, 2003.

⁴⁹ La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny. Law and Finance // Journal of Political Economy, Dec. 1998. Vol. 106. № 6. P. 1113–1155.

⁵⁰ Williamson O. E. A Comparison of Alternative Approaches to Economic Organisation // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1990. Vol. 146. № 1.

⁵¹ Yarrow G. Privatization in theory and practice. In: Economic policy. Cambridge University Press, April 1986. P. 324–356.

В силу этого отдельным принципиальным вопросом стала оценка *преимуществ частных предприятий* перед государственными. В более узкой постановке это проблема влияния приватизации на эффективность предприятий⁵². Большинство исследователей склонны считать его позитивным, однако (при наличии обширной теоретической и эмпирической литературы) единая точка зрения пока не выработана. Существует, по крайней мере, несколько подходов к проблеме:

– социальный: государственные предприятия представляют собой инструмент «лечения» недостатков рынка с помощью ценовой политики, учитывающей социальные маржинальные цены⁵³. Такие функции и затраты негативно влияют на эффективность предприятий;

– политический: политическое (бюрократическое) вмешательство в деятельность предприятия приводит к излишней занятости, неоптимальному выбору продукции, неоптимальному размещению и нехватке инвестиций, нечетким стимулам для менеджеров. Эти предприятия более подвержены давлению заинтересованных групп в ущерб максимизации прибыли⁵⁴;

– конкурентный: приватизация усиливает конкуренцию, которая заставляет предприятия работать более эффективно. Частные предприятия в большей степени подвержены дисциплине коммерческих финансовых рынков⁵⁵;

– стимулирующий: менеджеры государственных предприятий могут не иметь необходимых стимулов к эффективной работе или их недостаточно контролируют⁵⁶.

Безусловно, по каждому из указанных подходов существуют и противоположные точки зрения. Так, например, политическое вмешательство может в определенный момент оказаться долгосрочным и предпочтительным для улучшения деятельности предприятий, если (1) *ex ante* отсутствует законодательная защита прав собственности и (2) интересы частных собственников в этой связи становятся спекулятивными краткосрочными. Доводы в пользу стимулирующего подхода могут быть несостоятельны в тех случаях, когда правительство как держатель контрольного пакета может жестче контролировать менеджеров, чем распыленные акционеры частных корпораций⁵⁷. Доводы в пользу конкурентного подхода верны только в том случае, если частные фирмы действительно более эффективны, чем государственные.

Применительно к переходной экономике априори было принято считать, что приватизированные компании более эффективны, чем государственные. Даже сама подготовка к приватизации в некоторых случаях (например, в Польше конца 80-х – начала 90-х гг.) связывалась с ростом заинтересованности руководителей фирм в повышении производительности, поскольку возможны более интенсивный

⁵² Подробный обзор по проблеме см., например, в работе: *Перевалов Ю., И. Гримади, В. Добродей. Влияет ли приватизация на деятельность предприятий // Вопросы экономики, 1999. № 6. С. 76–89.*

⁵³ *Shapiro C., R. Willig. Economic Rationales for the Scope of Privatization / The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization. London. Westview Press, 1990.*

⁵⁴ *Shleifer A., R. Vishny. Politicians and Firms // Quarterly Journal of Economics, 1994. Vol. CIX. P. 995–1025.*

⁵⁵ *Kikeri S., Nellis J., Shirley M. Privatization: the Lessons of Experience. Washington: The World Bank, 1992.*

⁵⁶ *Vickers J., G. Yarrow. Privatization: An economic Analysis. The MIT Press, 1988.*

⁵⁷ *Dewenter K., P. Malatesta. State-Owned and Private-Owned Firms: An Empirical Analysis of Profitability, Leverage and Labor Intensity. Financial Economics Network Working Papers, August 1998.*

экономический рост, быстрое наращивание инвестиций⁵⁸. Этот тезис прямо или косвенно доминировал и в отчетах международных организаций о состоянии переходных экономик⁵⁹.

Хотя существуют очевидные отраслевые различия, целый ряд исследований, проводившихся в середине 1990-х – начале 2000 гг., подтверждают (в целом или по отдельным переменным) наличие позитивного влияния приватизации на эффективность российских предприятий:

1. Чем раньше начата приватизация, тем выше эффективность данных предприятий по сравнению с предприятиями, начавшими приватизацию позднее (результат для 12 отраслей, использованы 8 показателей экономической эффективности и финансового состояния)⁶⁰. Тем не менее, исследования ИЭПП 2000–2003 гг. не подтвердили значимость такой взаимосвязи.

2. Как показывают данные ИЭПП, предприятия с меньшей долей государства более приспособлены для ведения хозяйственной деятельности в рыночных условиях – они оказываются более эффективными, нежели предприятия с большей долей государства в структуре акционерного капитала. Наиболее явно эта закономерность проявилась при оценке взаимосвязи доли государства и отношения прибыли к основным фондам – чем ниже доля государства, тем выше доля прибыли (другие проверявшиеся в 2000–2001 гг. взаимосвязи оказались малозначимы)⁶¹.

Аналогичные результаты имеются в исследованиях БЭА. Чем выше доля государственной собственности, тем хуже результаты хозяйственной деятельности⁶². Одновременно, чем больше доля государства в собственности (от 25 до 50 %), тем хуже обстоят дела в области управления и осуществления реорганизационных мероприятий (реструктурирования). Это в значительной мере объясняется тем обстоятельством, что частные акционеры не заинтересованы в проведении реорганизации и инвестировании своих средств, поскольку права собственности на значительную долю акций остаются, по сути, неопределенными.

3. Чем выше доля государственной и муниципальной собственности, тем ниже интерес потенциальных внешних инвесторов к данным предприятиям. В практике консалтинговых и юридических фирм вполне стандартной является рекомендация при принятии инвестиционных решений ориентироваться на предприятия, где отсутствует государственный и/или муниципальный пакет акций.

⁵⁸ *Pinto B., S. Van Wijnbergen. Ownership and Corporate Control in Poland: Why State Firms Defied the Odds. CEPR Discussion Paper № 1273. London, 1995.*

⁵⁹ EBRD. Transition Report 1997. Enterprise Performance and growth. London, 1997; World Bank. From plan to market. World Development Report 1996. Oxford University Press, 1996.

⁶⁰ Сравнительный анализ экономических результатов работы российских предприятий различных форм собственности. Москва, Санкт-Петербург, Международный центр социально-экономических исследований «Леонтьевский центр», 1996.

⁶¹ *Arkhipov S., Radygin A. Ownership structure and financial position of firms in Russia. Russian Economic Trends, 2001. Vol. III; Радыгин А., Энтов Р. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. Серия «Научные труды ИЭПП». М.: ИЭПП, 2001. № 36Р.*

⁶² Проблемы собственности и управления в процессах реструктуризации промышленных предприятий России. М.: БЭА, 2000; Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. М.: БЭА, 2001.

4. Высокая доля государства негативно влияет на обновление и ввод производственных мощностей. Доминирование государства как собственника негативно сказывается (по сравнению с другими предприятиями, где доминируют частные собственники разных типов) на расходах на НИОКР и реализации инвестиционных проектов⁶³.

Следует заметить, что есть и прямо противоположные или, по крайней мере, неопределенные результаты исследований государственных и приватизированных предприятий.

Некоторые исследователи вообще не отмечают устойчивой взаимосвязи между постприватизационной структурой собственности и интенсивностью преобразования по российским предприятиям⁶⁴. Данные по украинским предприятиям также не подтверждают явной связи между структурой собственности и преобразованием (реструктурированием)⁶⁵. В материалах обследования 3000 предприятий в 20 странах с переходной экономикой отмечается, что анализ воздействия приватизации и структуры собственности на реструктурирование и преобразование предприятий не дал четких результатов. В качестве причины называется отсутствие информации о госпредприятиях до приватизации⁶⁶. Данные анализа 7534 промышленных предприятий России показывают, что в среднем в фирмах всех форм собственности преобразования идут слабо, при этом в частных фирмах – хуже, чем в государственных. В итоге авторы делают вывод о негативном влиянии приватизации на экономическую эффективность, хотя и отмечают, что было бы ошибочно объяснять это только приватизацией, поскольку результаты деятельности государственных предприятий не намного лучше остальных⁶⁷.

Многие авторы специально рассматривают влияние моделей приватизации на структуру собственности и последующее развитие предприятий. Ключевым является вывод о существенных межстрановых различиях, вызванных применением различных моделей (в том числе комбинированных) приватизации. Сравнительно новым направлением стало эмпирическое исследование вопросов взаимосвязи собственности (приватизации), преобразований и конкуренции.

Во многих странах по итогам приватизации сформировались инсайдерские модели *корпораций*. Это характерно не только для стран, законодательно избравших продажи инсайдерам (МЕВО) в качестве основного метода приватизации, но и для многих других стран, где формирование инсайдерской модели проходило спонтанно, в том числе под видом продажи активов формальным аутсайдерам. Во всех странах с

⁶³ Долгопятова Т., Кузнецов Б. Факторы адаптации промышленных предприятий. Доклад на IV Международной научной конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация экономики России: социальный контекст», 2–4 апреля 2003 г.

⁶⁴ Linz S., G. Krueger. Enterprise Restructuring in Russia's Transition Economy: Formal and Informal Mechanisms. In: Comparative Economic Studies, 1998. Vol. 40. P. 5–52; Earle J., S. Estrin. After Voucher Privatization: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry, SITE Working Paper 120. Stockholm Institute of Transition Economics, 1997.

⁶⁵ Estrin S., A. Rosevear. Enterprise Performance and Ownership: The Case of Ukraine. European Economic Review, 1999. P. 1125–1136.

⁶⁶ Carlin W., S. Fries, M. Schaffer, P. Seabright. Competition, Soft Budget Constraints and Enterprise Performance in Transition Economies. Warsaw, CASE (International conference «Ten years after. Transition and growth in post-communist countries»), 1999.

⁶⁷ Brown J. D., Earle J. S. Privatization, competition and transition policy strategies: theory and evidence from Russian enterprise panel data, mimeo, November 2000.

переходной экономикой работники-инсайдеры как особый субъект корпоративного контроля практически не являются самостоятельной силой. Их акционерные владения либо контролируются менеджерами, либо сильно «распылены» и формируют аморфную структуру владения акциями предприятия.

Оценка эффективности деятельности менеджеров как субъектов корпоративного контроля в постприватизационный период носит двойственный характер. С одной стороны, эта политика, безусловно, успешна и действенна в том, что касается консервации (консолидации) контроля. С другой – пока она остается предметом дискуссий в той ее части, которая касается эффективности «менеджерской модели» контроля не только для стратегического развития, но и для элементарного выживания предприятия.

Тем не менее, сосредоточение контроля у менеджеров создает возможности для существенного повышения эффективности. Но, по некоторым расчетам, такой тип доминирующего контроля не лишен тех недостатков, которые присущи собственности работников⁶⁸. Все же корпорации, контролируемые менеджерами, характеризовались значительно более высокой эффективностью, чем предприятия, принадлежащие «трудоному коллективу».

Преимущества приватизированных компаний становятся все более отчетливыми по мере сосредоточения собственности у «внешних» частных владельцев. Наиболее эффективными оказываются новые частные фирмы. Среди приватизированных компаний наилучшие результаты имеют те фирмы, в которых установлен прочный контроль «внешних» собственников. Например, данные обследования чешских фирм свидетельствуют о том, что руководители, которых впервые «привели» в приватизированную компанию «внешние» владельцы, действовали намного эффективнее, чем руководители, назначенные государственным ведомством⁶⁹.

Традиционно считается, что именно появление «внешних» собственников придает динамизм постсоциалистической экономике⁷⁰. Однако, как и при оценке взаимосвязи между формой собственности и эффективностью, в ряде исследований отмечается, что собственность аутсайдеров-резидентов не имеет значимой корреляции с реструктурированием⁷¹.

Принято также считать, что «идеальную» форму корпоративного управления обеспечивают компании, принадлежащие иностранным владельцам⁷². Анализ данных по предприятиям Чехии, Венгрии, России и Болгарии показывает, что преобразование

⁶⁸ *Frydman R, Ch.W. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski.* Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. The World Bank. Washington D. C. Working Paper № 1830. September 1997.

⁶⁹ *Claessens S., S. Djankov.* Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic. European Economic Review, 1999. P. 1115–1124.

⁷⁰ *Carlin W., M. Landesmann.* From Theory to Practice? Restructuring and Dynamism in Transition Economies. In: Oxford Review on Economic Policy, 1997. P. 77–105.

⁷¹ *Djankov S.* Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. The World Bank. Washington D. C. Technical Paper № 2047. February 1999.

⁷² *Brada J., I. Singh.* Corporate Governance in East Central Europe: Issues and Summary of Case Studies. In: Corporate Governance in East Central Europe. Case Studies of Firms in Transition, ed. by J. Brada, I. Singh, M. E. Sharpe, 1999.

предприятий, принадлежащих иностранцам, осуществляется наилучшим образом⁷³. Но положительное влияние иностранной собственности на реструктурирование сказывается при ее относительно высоком значении – более 30 % акций⁷⁴.

Тем не менее, имеющиеся данные свидетельствуют, что разница между предприятиями, принадлежащими местным инсайдерам (работники и менеджеры) и доминирующим аутсайдерам, очень невелика⁷⁵. В Чехии, Венгрии и Польше частные фирмы превосходят государственные по уровню преобразования, но фирмы, находящиеся под контролем аутсайдеров, не превосходят фирмы, в которых доминируют инсайдеры⁷⁶. Другие авторы на примере предприятий Словении приходят к выводу, что предприятия с доминированием нерезидентов характеризуются наибольшим ростом добавленной стоимости, однако предприятия инсайдерского типа демонстрируют наивысший средний рост по сравнению с предприятиями, находящимися под контролем местных аутсайдеров⁷⁷.

Авторы упомянутого выше обследования 7534 промышленных предприятий России приходят к выводу, что фирмы с большой долей инсайдеров и держателей акций по итогам ваучерных аукционов преобразуются намного хуже, чем фирмы с долей холдингов, иностранцев и «золотой акцией». Фирмы, приватизированные по 1-му варианту приватизации, преобразуются лучше, чем те, которые избрали 2-й вариант. Эффект деятельности холдингов и нерезидентов с размером пакета не повышается.

Обследование 103 наиболее известных российских эмитентов в 1995–1997 гг. свидетельствует, что чем выше доля аутсайдеров (местных и иностранных), тем эффективнее преобразования в области производительности труда. Напротив, собственность инсайдеров и государства приводит к низкой производительности труда. Собственность государственного холдинга затрудняет повышение производительности, хотя и несколько меньше, чем собственность государства⁷⁸.

В подробном исследовании БЭА 2001 г. основной вывод касательно взаимосвязи «собственность – преобразования» состоит в том, что различия в преобразовании между предприятиями инсайдерского и аутсайдерского типа минимальны (за исключением прибыльности, которая значительно выше у предприятий с инсайдерским (менеджерским) типом собственности)⁷⁹. Видимо, последнее можно объяснить «самодостаточностью» предприятий, принадлежащих менеджерам, тогда как доминирование аутсайдеров (особенно если предприятие входит в вертикально-интегрированную группу) часто ведет к переключению финансовых потоков на другие структуры и хронической (формальной) убыточности предприятия.

⁷³ *Carlin W., J. Van Reenen, T. Wolfe.* Enterprise Restructuring in Early Transition: The Case Study Evidence from Central and Eastern Europe. *Economics of Transition*, 1995, 3: 427–458.

⁷⁴ *Djankov S.* Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. The World Bank. Washington D. C. Technical Paper № 2047. February 1999.

⁷⁵ *Carlin W., J. Van Reenen, T. Wolfe.* Enterprise Restructuring in Early Transition: The Case Study Evidence from Central and Eastern Europe. *Economics of Transition*, 1995, 3: 427–458.

⁷⁶ *Frydman R, Ch.W. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski.* Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. The World Bank. Washington D. C. Working Paper № 1830. September 1997.

⁷⁷ *Smith M., B.-C. Cin, M. Vodopivec.* Privatization Incidence, Ownership Forms, and Firm Performance: Evidence from Slovenia // *Journal of Comparative Economics*, 1997. P. 158–179.

⁷⁸ *Kuznetsov P., A. Muravyov.* Ownership Structure and Firm Performance in Russia (manuscript), EERS, REСEP, 1999.

⁷⁹ Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. М.: БЭА, 2001.

В пользу такой интерпретации говорят и данные о связи концентрации собственности с инвестициями. Данная выборка не подтвердила однозначно позитивной связи. Если для машиностроительных предприятий и предприятий по производству стройматериалов наблюдалась прямая связь уровня консолидации и инвестиционной активности предприятий, то в легкой и пищевой промышленности зависимость обратная. Вероятно, стимулирующий эффект от консолидации присутствует на тех предприятиях, которые захватываются другими промышленными предприятиями – именно в капитале предприятий по производству стройматериалов и машиностроению наиболее велико участие других промышленных предприятий⁸⁰.

Связь результатов деятельности предприятий со структурой собственности наиболее четко выражена для финансовых показателей (рентабельность акционерного капитала, рентабельность продаж). Отмечается наличие прямой связи между долей акционеров-инсайдеров в капитале предприятия и результатами его деятельности, причем не выявлено различий между собственностью менеджеров и рядовых работников предприятий. Между долей внешних акционеров (кроме иностранных, где связь прямая) и результатами деятельности предприятий выявлена обратная связь. Между долей государственной собственности (только региональной и местной) и результатами деятельности, измеряемыми рентабельностью и ростом объема реализации в 1999 г. к 1998 г., выявлена обратная связь⁸¹.

Обследования предприятий, проводившиеся ИЭПП в 1999–2003 гг., также позволяют сделать ряд выводов.

(1) Обследование 1, 1999–2000, 201 предприятие (ОАО) панели ИЭПП:

– Гипотеза: предприятия с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, демонстрируют более высокие показатели эффективности. Результат: для предприятий с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, характерно более высокое отношение выручки к основным фондам и отношение прибыли к выручке.

– Гипотеза: чем выше уровень концентрации собственности, тем выше эффективность деятельности предприятий. Результат: с увеличением концентрации акционерного капитала растет отношение выручки к числу занятых.

– Гипотеза: предприятия с меньшей долей государства оказываются более эффективными. Результат: на минимальном уровне значимости была выявлена зависимость, согласно которой с уменьшением доли государства в акционерном капитале растет отношение прибыли к основным фондам предприятий.

– Гипотеза: чем раньше была проведена приватизация, тем более эффективным является то или иное предприятие. Результат: подтверждена лишь отмеченная в различных исследованиях противоречивость оценок и неоднозначность итогов различных эмпирических исследований влияния государственной собственности на эффективность предприятий.

– Гипотеза: позитивное воздействие приватизационных процессов становится очевидным лишь при заметном увеличении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала предприятий. При увеличении доли иностранных инвесторов

⁸⁰ Симачев Ю. Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001.

⁸¹ Муравьев А. Корпоративное управление и результаты деятельности российских приватизированных предприятий. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001.

позитивное воздействие существенно усиливается. Результат: на минимальном уровне значимости было подтверждено, что при увеличении суммарной доли аутсайдеров отношение выручки к числу занятых возрастает. При увеличении доли иностранных инвесторов предприятий, их финансовая эффективность существенно возрастает⁸².

(2) Обследование 2, использована панель БЭА 1998–2000 для регионального анализа, 400 предприятий:

– в целом нельзя говорить об однородности результатов для различных регионов, а также для выборки в целом;

– 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;

– факт более ранней приватизации не всегда влияет на эффективность деятельности предприятия. 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;

– выявлены заметные региональные различия при анализе проблемы возможного влияния распределения акционерного капитала на эффективность деятельности предприятий. По всей выборке не обнаружено какого-либо влияния на эффективность деятельности предприятий со стороны инсайдеров. Влияние доли аутсайдеров в акционерном капитале фирм на их деятельность значимо в отдельных случаях (регионах);

– влияние инсайдеров в составе совета директоров на эффективность деятельности фирмы оказывается положительным для предприятий Московской области и отрицательным – для нижегородских 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 фирм⁸³.

(3) Обследование 3, 2003, панель ИЭПП, 283 предприятия (ОАО):

– выявлена отрицательная связь между количеством (%) акций, которыми владеют различные группы инсайдеров (соответственно, аутсайдеров), и долями (%) представителей различных групп аутсайдеров (соответственно, инсайдеров) в составе совета директоров;

– концентрация собственности на предприятиях с высокой долей рядовых работников, а также администрации предприятия, в совете директоров довольно низка. На тех же предприятиях, в составе совета директоров которых высока доля представителей российских предприятий и холдингов, концентрация собственности высока;

⁸² Подробно см.: *Радыгин А., Энтов Р.* Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. Серия «Научные труды ИЭПП». М.: ИЭПП, 2001. № 36Р.

⁸³ Подробно см.: *Радыгин А., Энтов Р., Турунцева М. и др.* Проблемы корпоративного управления в России и регионах. М.: ИЭПП, 2002.

– наличие высокой доли (%) администрации в акционерном капитале предприятия, либо иностранных акционеров, либо представителей коммерческих банков в совете директоров снижает вероятность наличия в совете директоров независимого директора;

– на предприятиях с высокой долей инсайдеров (как в целом, так и по подгруппам) в акционерном капитале либо в составе совета директоров концентрация собственности довольно низка;

– на предприятиях с высокой долей (%) акций, принадлежащих трем крупнейшим акционерам, довольно высок уровень корпоративного конфликта;

– вероятность выплат дивидендов по любому типу акций (и по привилегированным, и по обыкновенным) ниже, если на предприятиях высока доля представителей сторонних акционеров (физических лиц) в совете директоров;

– интенсивный корпоративный конфликт наблюдается на предприятиях, в акционерном капитале которых высока доля (%) коммерческих банков и иностранных акционеров, а также высока доля представителей коммерческих банков в совете директоров;

– чем выше индекс интенсивности корпоративного конфликта, тем выше вероятность наличия независимого директора в совете директоров, выплат дивидендов, как по привилегированным, так и по обыкновенным акциям, вхождения предприятия в неформальные стратегические альянсы с партнерами по хозяйственной деятельности или в промышленные группы, а также вероятность того, что предприятие осуществляло открытую торговлю своими акциями на региональном или российском рынке;

– высокий уровень корпоративного конфликта на предприятии скорее свидетельствует о наличии на этом предприятии высокой доли основных фондов моложе 5 лет и низкой доли основных фондов старше 15 лет;

– выявлена положительная связь между показателем доли (%) акций, принадлежащих рядовым работникам предприятий, и долей новых основных фондов;

– наличие большой доли (%) акций, принадлежащих либо администрации предприятия, либо коммерческим банкам, положительно влияет на объем инвестиций, направляемых на создание новых производственных мощностей. Предприятия с высокой долей (%) акций, принадлежащих российским предприятиям и холдингам, а также коммерческим банкам, осуществляют крупные вложения, направляемые на приобретение сторонних производственных мощностей. Предприятия с высокой долей (%) работников в структуре акционерного капитала, а также с высокой долей аутсайдеров в составе Совета директоров, активно инвестируют в оборотные средства;

– наличие высокой доли администрации предприятия в структуре акционерного капитала уменьшает вероятность увеличения реальной прибыли в 2002 г. по отношению к 2001 г.⁸⁴

По данным Б. Кузнецова и Т. Долгопятовой 2001–2002 гг., основные группы предприятий, характеризующие особенности структур собственности, не оказывают практически значимого влияния на проведение мер по реформированию предприятий и используемые на них управленческие технологии⁸⁵. Структура инвестиций – соотношение собственных и внешних источников испытывала влияние таких переменных, как наличие кардинальных изменений в составе собственников и наличие

⁸⁴ Предварительные результаты. Полный текст исследования см. на сайте ИЭПП.

⁸⁵ Долгопятова Т., Кузнецов Б. Факторы адаптации промышленных предприятий. Доклад на IV Международной научной конференции ГУ–ВШЭ «Модернизация экономики России: социальный контекст», 2–4 апреля 2003 г.

акционера с контрольным пакетом акций. В обоих случаях возрастала роль внешних источников финансирования инвестиций. Наибольшее влияние было выявлено по косвенной характеристике корпоративного контроля – факту участия предприятия в объединении, бизнес-группе. Он, во-первых, способствовал проведению ряда важных мер реформирования и их комплексному характеру, повышению внимания к развитию бизнеса, а во-вторых, увеличению доли внешних источников инвестирования, улучшению условий доступа к кредитам. Вместе с тем участие в объединении позитивно отражалось на загрузке мощностей и обеспеченности заказами.

Полученные результаты исследований весьма неоднозначны. Целый ряд не вызывавших сомнения в первой половине 90-х гг. гипотез не нашел подтверждения в ходе эмпирических исследований предприятий России и других стран с переходной экономикой во второй половине 90-х – начале 2000-х гг. Это свидетельствует, в частности, о том, что отнюдь не всегда сложившиеся в 90-е гг. теоретические представления о «правильном» составе акционеров оказываются верными, когда речь идет о реальных взаимосвязях. Вместе с тем уже имеющиеся эмпирические данные дают достаточно обширную картину взаимосвязей, возникающих при анализе доминирующих собственников, представительства в Советах директоров, уровней концентрации, корпоративных конфликтов и инвестиционно-хозяйственных результатов деятельности предприятий.

10.2.5. Корпоративные конфликты: особенности России в 1998–2003 гг.

В период 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 криминальных и государственных силовых структур 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 квазизаконным 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.

Таблица 10.14

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 до 2002 г.)	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 до 2003 г. использовалось в основном как способ поглощения или «вывода» активов)	Практически повсюду
Отношение (поведение) менеджеров	++	Нет (но для 70–80 % компаний характерно отсутствие представлений 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 (но нарушения стали вновь особо актуальны в начале 2000-х гг. через решения судов)	Индия (частично)

Источник: Brunswick Warburg; оценки автора.

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 (*табл. 10.14*). В этой связи важно отметить, что Россия не стала исключением: многие из этих рисков характерны для других стран переходной экономики и для развивающихся рынков (см. также главу 12).

В целом ряде крупнейших компаний стадия консолидации контроля затянулась в силу особенностей приватизации (например, «двойная» приватизация в нефтяной отрасли). Так, последовательность создания и приватизации многих крупнейших холдинговых структур, в первую очередь вертикально интегрированных, оказалась самостоятельным источником конфликтов между акционерами. Например, 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 1999–2003 гг.) 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». Серия конфликтов на этой почве затянулась до начала 2000-х гг.

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 перспективу⁸⁶, 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.

⁸⁶ В качестве аналогичного примера можно привести забастовку работников ОАО «АвтоВАЗ» в ответ на объявленный план реструктуризации и преобразования в холдинг в 2000 г.

Наиболее широко используемым способом избавления от «чужих» акционеров 1990-х – начала 2000-х гг. стало размывание их доли – как в совете директоров, так и в уставном капитале эмитента – в пользу крупнейших акционеров (холдинга). Для этого могли 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 применялись 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 многомесячных невыплатах заработной платы рядовым работникам-акционерам и/или невыплате дивидендов)⁸⁷. Причиной такой активности является прежде всего неустойчивая ситуация в области корпоративного контроля, которая и стимулирует менеджмент к подготовке «золотых парашютов».

С конца 1997 г. 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 состояла 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 – начале 2000-х 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.

Как уже отмечалось выше, с появлением корпоративного законодательства второй половины 90-х гг. и его постоянным развитием в 2000-е 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 квазиправовые – на грани законности – методы (или «дыры» в законодательстве). Методы борьбы, как и ранее, носят в основном процедурный характер: ведение двойного реестра, двоевластие в АО (два собрания, два совета директоров, два генеральных директора), переход на единую акцию, а также скупка акций и долгов, банкротство, подкуп менеджера (не хозяина) и др.

Тем не менее в начале 2000-х гг. вновь обострилась проблема нарушения прав акционеров. В ряде случаев *вооруженный захват* предприятия вновь, как и в «дикие» 1993–1995 гг., становится одним из широко используемых способов установления корпоративного контроля. Чаще всего для такого рода конфликтов характерен правовой нигилизм, когда захватчик власти в корпорации игнорирует реальную структуру акционерного капитала и тонкости процедурных вопросов управления. В целях оказания дополнительного давления очень часто создается напряженная

⁸⁷ 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.

обстановка в «трудовом коллективе» (вплоть до организации демонстраций, пикетов и вооруженного отпора силами работников). Такое обострение ситуации в ряде крупных предприятий было связано со стремлением завершить передел собственности *любыми способами* до президентских выборов 2000 г., чтобы поставить новую федеральную власть уже перед свершившимся фактом. Есть и более глубокие стимулы: расчет корпоративного агрессора на поддержку региональных властей и общая кризисная ситуация в сфере инфорсента.

Среди наиболее известных корпоративных конфликтов этого периода – противостояние СИДАНКО и ТНК, Транснефть, Ломоносовский фарфоровый завод, Выборгский ЦБК (вооруженный захват), Ачинский глиноземный завод (вооруженный захват), Кузнецкий металлургический комбинат, кондитерский концерн «Бабаевский», ОАО «Кристалл», АО «Уралхиммаш», Качканарский ГОК (вооруженный захват), Нижнесалдинский металлургический комбинат (вооруженный захват), угольные разрезы в Красноярском крае и Кузбассе, алюминиевые предприятия, ГУП «Мосхимфармпрепарат» (унитарное предприятие, попытка вооруженного захвата), Орско-Халиловский металлургический комбинат (фактически впервые в корпоративной истории России выпущены альтернативные дополнительные эмиссии). Экзотическим, но вполне действенным методом недопуска «посторонних» акционеров к участию в общем собрании стал прием, примененный в ОАО «Варьганнефть»: представителям владельца 17 % акций, приехавшим на собрание акционеров, было сообщено, что рядом проводятся взрывные работы и доступ невозможен.

Среди примеров попыток «силового» решения корпоративного конфликта 2001 г. – Салдинский металлургический завод (монополист по производству рельсовых стыков, Свердловская область), Усть-Илимский ЛПК (1/3 российской целлюлозы, Иркутская область), Ступинский металлургический комбинат (цветные металлы и жаропрочные стали, Московская область), «Альстом-Свердловский электромеханический завод (энергетическое оборудование, Свердловская область), Псковский завод тяжелого электросварочного оборудования и другие, АО «Карабашский медеплавильный комбинат» – ЗАО «Карабашмедь» (черновая медь, Челябинская область).

К началу 2003 года в нефтяной, угольной, металлургической отраслях *интенсивный процесс перераспределения собственности в значительной степени завершился* (в силу приватизации последних государственных пакетов и раздела сфер влияния между крупнейшими промышленными группами). Дальнейшая динамика перераспределительных процессов в этих секторах обусловлена преимущественно сделками, связанными с реорганизацией крупных холдингов, оптимизацией их активов (вывод непрофильных активов) или межгрупповыми альянсами (см. главу 11).

Так, в черной металлургии контроль осуществляют 7 крупнейших групп, что, тем не менее, не исключает дальнейшего укрупнения. В конце 2002 года о возможности объединения своих компаний заявили руководители Новолипецкого (НЛМК) и Магнитогорского металлургических комбинатов (ММК). Хотя на данном этапе наиболее вероятно «мягкое» объединение в целях совместного инвестирования и экономии ресурсов, возможно и создание единой холдинговой структуры, которая сможет претендовать на место в первой десятке мировых производителей отрасли. Следует также отметить, что различные несостоявшиеся варианты объединений крупнейших металлургических компаний анонсировались и ранее (альянс ОАО «Северсталь» и ММК против НЛМК и «Евразхолдинг» при продаже государственного пакета компании «Кузбассуголь», созданное НЛМК и «Евразхолдингом» некоммерческое партнерство «Русская сталь»). На современном этапе для отрасли в большей степени характерны не слияния, а программы реструктуризации и консолидации активов в рамках уже сложившихся структур, контролирующих отрасль.

В медной промышленности рынок контролируется тремя компаниями, в алюминиевой отрасли в 2002 г. осталось два холдинга. Так, в алюминиевой отрасли в результате присоединения к ОАО СУАЛ (второй по величине в отрасли) алюминиевых активов «Севзаппрома» (управляющая компания Волховского и Волгоградского алюминиевых заводов и Пикалевского ГЗК и ряда др.) группа СУАЛ-холдинг фактически разделила с «Русалом» отраслевой рынок, контролируя 25 % производства алюминия и 60 % глинозема. Владельцы ООО «Управляющая компания «Севзапром» получают 18 % акций ОАО СУАЛ.

Признаком формирования относительно устоявшихся сфер влияния в отрасли может стать и малозначимая на первый взгляд сделка с акциями Надвоицкого алюминиевого завода (НадАЗ), который имеет значение прежде всего для развития СУАЛа. В 2002 г. 65 % акций НадАЗ приобрел СУАЛ-холдинг, 32 % – «Русский алюминий». Достаточно очевидно, что совместное управление предприятием двумя конкурентами в отрасли вряд ли перспективно и чревато затяжной внутрикorporативной конфронтацией, поэтому ситуация цивилизованно разрешилась в конце 2002 г. сделкой по приобретению СУАЛом указанных 32% акций. Хотя условия сделки неизвестны, нетрудно предположить, тем не менее, наличие значительной премии «Русского алюминия» за отказ от «совместного управления».

Вместе с тем определенная стабилизация в сфере имущественных интересов (в определенном смысле – посткризисная фиксация сфер имущественных интересов) создает предпосылки для нового этапа враждебных поглощений. Как дефицит «свободных» объектов для захвата, так и постепенное исчерпание свободных финансовых ресурсов, позволяют предположить, что стиль поглощений в ближайшие годы будет в большей мере «административным» с использованием долговых схем, судебных исков о ничтожности ранее состоявшихся сделок и т.п.

Напротив, в целом ряде отраслей, где имеется значительный потенциал роста и/или активы относительно раздроблены, *продолжаются интенсивные процессы концентрации (поглощений)* и, что традиционно при нестабильной институциональной структуре, острые корпоративные конфликты.

В 2002 г. начался процесс концентрации относительно распыленных активов в мясной промышленности, инициированный в значительной степени аграрными субхолдингами крупных нефтяных и металлургических групп. В целом тенденция к росту интереса крупнейших российских групп к аграрному сектору характерна для последних трех лет, что связано как с перспективами платежеспособного спроса в отрасли, так и с возможностями легализации капитала.

Продолжается «война» в лесной отрасли. Хотя в 2002 г. судебные решения оставили за «Илим Палп Энтерпрайз» права на акции Котласского и Братского ЦБК, его основной соперник «Континенталь Менеджмент» (дочерняя структура «Базового элемента») вряд ли откажется от борьбы и дальнейшей экспансии в отрасли. Очевидно, что и в данном имущественном конфликте двух крупнейших компаний одной из наиболее привлекательных отраслей российской экономики реальное противостояние происходит между крупнейшими добывающими группами, диверсифицирующими активы. По оценкам, наибольшую эффективность в данном конфликте показали традиционные для последних лет методы поглощения – заказное банкротство, манипуляции с реестрами и «административный ресурс». Следует принять во внимание также тот факт, что в отрасли по состоянию на конец 2002 г. присутствуют, по оценкам, в общей сложности 12 самостоятельных структур, формирующих вертикально или горизонтально интегрированные холдинги (структуры Альфа-групп, ОАО «Северсталь» и др.).

Среди других известных конфликтов 2002 г. можно указать неудавшиеся попытки «Альфа-Эко» захватить Таганрогский металлургический завод, обратившийся за

поддержкой к группе МДМ, арест пакета акций Красноярской угольной компании, параллельные собрания акционеров «Дальвостокуголь», иски миноритариев «Роснефти» по поводу трансфертного ценообразования в холдинге, манипуляции с реестрами Нижегородского масложирового завода и Московского НПЗ⁸⁸, многоплановый конфликт вокруг «Северной нефти», столкновение судебных приставов и «трудового коллектива» «Москомплектмебель» и др.

Параллельный процесс избавления от непрофильных активов и диверсификации позволяет говорить о начавшемся в последние два года межотраслевом переливе финансовых ресурсов, который обслуживается рынком поглощений. При этом для отраслей-реципиентов характерны две основные черты: отсутствие стратегических (контролирующих) собственников и приемлемый (выше среднего) уровень рентабельности. При этом сохраняющаяся в большинстве отраслей острота корпоративных конфликтов свидетельствует также о том, что враждебные поглощения (в том числе с их российской спецификой – использованием «административного ресурса») остаются доминирующим методом концентрации акционерного капитала. Для нескольких ближайших лет (с учетом планов корпоратизации и приватизации ГУП) можно прогнозировать также корпоративные конфликты, связанные со сменой контроля в этих предприятиях перед и в ходе приватизационных сделок.

Тем не менее данные 2002–2003 гг. позволяют говорить о некоторых количественных изменениях. Иными словами, после резкого усиления процесса поглощений и смены собственников в 1998–2001 гг. к настоящему времени происходит некоторое сокращение доли российских предприятий, остающихся потенциальным объектом поглощения или сохраняющих «конфликтную» структуру акционерного капитала (т.е. наличие нескольких противоборствующих групп акционеров). Эмпирическим основанием для такого вывода могут служить, в частности, приводившиеся выше данные по смене собственников в российских предприятиях.

10.3. Сдвиги в структуре акционерного капитала и тенденции корпоративного управления в странах с переходной экономикой

10.3.1. Специфика имущественных отношений в переходных экономиках: теоретические подходы

Многочисленные проявления неэффективного функционирования имущественных отношений, обнаруживающихся в посткоммунистических странах после массовой приватизации, порождены отнюдь не особой приверженностью реформаторов каким-либо теоретическим воззрениям, а скорее специфическими проблемами переходной экономики. Речь идет, прежде всего, о глубоком расхождении между формальными правами собственности и реальными возможностями контроля, об отсутствии серьезных санкций, которые неизбежно следовали бы за нарушением контрактных прав и прав собственности, о неэффективности процедур банкротства, существовании легальных и полуправовых форм перераспределения собственности в пользу лиц, принимающих политические решения и др.

⁸⁸ Аналогичным образом (изъятие реестра по решению суда и передача его другому регистратору, с последующими «изменениями» в составе акционеров), насколько известно, происходила смена контроля в Усть-Илимском ЛПК, Таганрогском металлургическом заводе и др.

Как теория прав собственности С. Гроссмана–О. Харта–Дж. Мура⁸⁹, так и новая институциональная теория (Д. Норт, О. Уильямсон и др.) позволяют выявить некоторые источники неэффективности, характеризующей функционирование подобной системы имущественных отношений.

В связи с этим рассмотрим несколько более детально вопрос о последствиях массовой постсоциалистической приватизации. В соответствии с традиционной неоклассической теорией (а также новой институциональной теорией) изменения в структуре имущественных отношений обычно носят эволюционный характер и постепенно осуществляются спонтанным путем. В одной из наиболее известных работ – в статье «К теории прав собственности» Х. Демсица – предлагается, например, следующая схема. Резкие изменения относительных цен, прежде всего цен на природные ресурсы, неизбежно порождает ряд «внешних эффектов» (externalities). В ходе последующих операций, связанных с куплей-продажей корпоративной собственности и личного имущества удается добиться такого изменения структуры собственности, которое обеспечивает «интернализацию» проблем, ранее обнаруживавшихся во «внешних эффектах». Переход к новой структуре собственности обеспечивает более эффективную аллокацию ресурсов. «...Формирование прав собственности можно наилучшим образом понять в том случае, если рассмотреть их связь с появлением новых различных благоприятных или вредоносных эффектов»⁹⁰.

Нетрудно видеть, что при таких изменениях институциональное окружение должно предусматривать достаточно четкие «правила относительно изменения правил», по крайней мере, для предвидимых изменений. Вместе с тем сложившееся институциональное окружение должно включать хозяйственные механизмы (в обычных условиях прежде всего рыночные механизмы), способные осуществить такие изменения.

Теоретические модели С. Гроссмана–О. Харта–Дж. Мура по существу согласуются с указанным подходом. Конечные права контроля не могут быть зафиксированы в контракте и превратиться в обычные контрактные права; в некоторых случаях (например, специфические инвестиции и накопление человеческого капитала) это может приводить к тому, что при заданной структуре собственности оптимальное равновесие просто не может быть достигнуто в результате свободной игры конкурентных сил на рынке готовой продукции. Переход к более эффективному использованию ресурсов может обеспечиваться изменением сложившейся структуры имущественных отношений, скажем, на путях объединения владельцев реальных активов и образования компаний или вертикальной интеграции уже существующих фирм. Тем самым в ходе «интернализации» процессов в рамках единой компании удается решить проблему наиболее эффективного использования ресурсов.

Хорошо известны ограничения, в рамках которых можно рассчитывать на действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза (1960 г.)⁹¹. Тем не менее ее выводы сохраняют особую привлекательность для многих экономистов. Ряд экспертов, выработавших рекомендации по вопросам приватизации в странах Восточной

⁸⁹ См.: *Grossman S., Hart O.* The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration // *Journal of Political Economy*, 1986. Vol. 94. P. 691–719; *Hart O., Moore J.* Property Rights and the Nature of Firm // *Journal of Political Economy*, 1990. Vol. 98. P. 1119–1158; *Hart O.* Firms, Contracts, and Financial Structure. Clarendon Press. Oxford, 1995. Более подробно о данных моделях см. также: *Радыгин А., Энтов Р.* Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП, 1999 (гл. 1).

⁹⁰ *Demsetz H.* Towards a Theory of Property Rights // *American Economic Review*, 1967. Vol. 57. P. 350.

⁹¹ *Coase R. H.* The problem of social costs // *Journal of Law and Economics*, 1960. Vol. 3. № 1. P. 1–44.

Европы, исходил из следующих предположений. На самом деле вопрос о том, кто непосредственно окажется частным владельцем приватизируемого имущества, не столь важен. Цепь рыночных сделок, увеличивающих стоимость приватизируемых активов, в конечном счете, сможет обеспечить наиболее эффективное их использование⁹². В российской науке точка зрения, согласно которой действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза, в конечном счете, обеспечит благотворные последствия приватизации, поддерживалась многими исследователями.

Как показал Г. Демсиц в указанной выше работе, существование четко определенных прав частной собственности является одним из необходимых предварительных условий, делающих возможным эффективное функционирование рыночных отношений. Поэтому результаты действия рыночных сил в начальный период формирования частной собственности могут существенно отличаться от результатов, описываемых теоремой Коуза. Нетрудно видеть, например, что в ситуации, когда система отношений, характеризующих «институциональную упорядоченность», не обеспечивает функционирование обязательств, внушающих доверие, а также более или менее действенный инфорсмент контрактных прав и прав собственности, ссылки на теорему Коуза напоминают скорее благие пожелания, чем прогнозы, основанные на сколько-нибудь строгой логике суждений.

Применительно к постсоциалистической экономике существенной модификации требуют теоретические модели С. Гроссмана–О. Харта–Дж. Мура. В ситуации, когда наблюдается массовое неисполнение контрактных обязательств (просроченные платежи по заработной плате, неплатежи поставщикам, налоговые недоимки и т.п.), не влекущее за собой санкций, а владение акциями не обеспечивает участия в корпоративном управлении и принятии решений, размываются различия между контрактными правами и остаточными правами контроля. Заметим, что неисполнение обязательств может распространяться в полной мере и на компенсационные платежи (*side payments*), которые играют столь важную роль в теоретических моделях Коуза, описывающих эффективное перераспределение прав собственности.

Прежняя социалистическая экономика характеризовалась разительными расхождениями между официально провозглашенными правами собственности («общенародная собственность», «коллективная собственность») и реальными правами контроля. В постсоциалистической переходной экономике, несмотря на действительно имевшие место серьезные изменения в имущественных отношениях, продолжает сохраняться серьезный разрыв между номинальными и реальными правами собственности, причем в некоторых случаях права реального контроля – «силы», по терминологии Р. Рэдждана и Л. Зингалеса, – сохраняются в руках старой (или пришедшей ей на смену новой) номенклатуры.

⁹² См., например: *Rapaczynski A. The Roles of the State and the Market in the Establishing Property Rights // Journal of Economic Perspectives, 1996. P. 87–103.* Отзвуки подобных взглядов можно найти и у представителей новой институциональной теории. Так, Дж. Найт и Д. Норт утверждают: «В краткосрочном плане менеджеры предприятий, ранее принадлежавших государству, могут стремиться к выбору таких схем распределения прав собственности, которые обеспечивают им большие выгоды, даже если такие схемы оказываются неэффективными по критерию Парето. В долгосрочном плане, однако, если они станут упорствовать, пытаясь сохранить неэффективное, по Парето, распределение прав собственности, давление конкурентных процессов приведет к тому, что их сменят участники, использующие более эффективное распределение прав собственности» (*Knight J., North D. Explaining the Complexity of Institutional Change. The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economics. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press, 1997. P. 349–354.*)

В концепции Д. Норта–О. Уильямсона справедливо отмечается, что изменения структуры собственности сами по себе не могут обеспечить повсеместного утверждения обязательств, внушающих доверие. К этому стоит лишь добавить, что лица, осуществляющие реальный контроль над приватизированными реальными активами, во многих случаях отнюдь не заинтересованы в распространении таких обязательств, в появлении жестких санкций за их невыполнение и в реально действующих и свободных от политического вмешательства процедурах банкротства. Поэтому в постприватизационный период реальные права собственности могут постепенно сосредоточиться у тех участников хозяйственного процесса, которые умеют наилучшим образом использовать ситуацию неплатежей, неравного доступа к правительственным финансовым ресурсам, манипулирования корпоративной собственностью, распространения финансовых пирамид, коррупции, и пр.

Из сказанного следует, в частности, что последовательность приватизации, ее формы и темпы проведения оказывают чрезвычайно существенное влияние на структуру складывающихся прав собственности. Опыт развития переходных экономик может служить еще одним подтверждением того, что изменения в структуре имущественных прав в огромной степени зависят от пути, пройденного экономикой (path-dependent).

При этом переход от государственной собственности к частной, в соответствии со стандартными представлениями экономической теории, должен придать приватизированному сектору сравнительно большую динамичность. Реальная задача приватизации, как справедливо отмечает К. Эрроу, состоит не в том, чтобы просто передать ранее существовавшие предприятия и активы в частную собственность, а скорее в том, чтобы постепенно заменить их новыми предприятиями и новыми активами⁹³. Не исключено, что интенсивность реальных преобразований структуры отрасли и технологии производства может находиться в обратной зависимости от скорости «формальной» приватизации. Во всяком случае, если исходить из критерия Эрроу, по-видимому, придется заключить, что лишь в некоторых отраслях экономики подлинная приватизация может осуществиться в короткие сроки. Так, в целом реальное обновление производства в ходе российской приватизации по своим темпам существенно уступало аналогичным процессам, осуществлявшимся, например, на территории бывшей ГДР или в Венгрии.

В большинстве стран с переходной экономикой, в том числе России, после проведения массовой приватизации отсутствие хозяйственных механизмов, которые могли бы обеспечить надежный информент контрактных прав и прав собственности, а вместе с тем внушать доверие к складывающимся обязательствам, конечно, серьезно ограничивало действие «коузианских процессов» – рыночных процессов реаллокации ресурсов и формирования новых более эффективных структур собственности.

10.3.2. Некоторые тенденции в структуре собственности: эмпирический опыт

Современная структура собственности акционерных обществ в странах с переходной экономикой, как правило, имеет ряд типичных характеристик, отражающих историю приватизационных программ⁹⁴. Она характеризуется прежде всего большим

⁹³ Arrow K. Economic Transition: Speed and Scope // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 2000. Vol. 156. P. 9–18.

⁹⁴ Здесь и ниже использованы следующие основные источники: E. Berglöf, A. Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002;

значением собственности инсайдеров, собственности, оставшейся в государственном владении, а также появлением различных институциональных инвесторов, причем в странах Юго-Восточной Европы (ЮВЕ) важное место среди последних занимают бывшие приватизационные фонды.

Особенное значение собственность инсайдеров имеет в странах ЮВЕ, поскольку в ходе приватизации там широко применялся метод МЕВОВ (выкуп акций предприятия менеджерами и работниками). Кроме того, в странах бывшей СФРЮ (Хорватия, Словения) процесс приватизации фактически сохранил главные особенности гибридной югославской модели управления предприятием, отличающейся высокой степенью вовлеченности работников как в управление, так и во владение акционерной собственностью.

По-другому обстоит дело в Польше, хотя в результате процесса приватизации инсайдеры и здесь получили значительную долю в собственности предприятий. Тем не менее к концу 90-х гг. в структуре собственности крупных польских корпораций в результате процесса перераспределения собственности преобладали уже не инсайдеры, а аутсайдеры. Крупными акционерами в польских корпорациях являются иностранные инвесторы. Второй по значимости группой являются польские граждане, третьей – польские корпорации, четвертой – инвестиционные фонды. Роль банков незначительна.

Большую роль в собственности акционерных обществ в странах с переходной экономикой по-прежнему играет государство. Например, в Хорватии государство более или менее прямо контролирует в среднем 40 % акций предприятий. Кроме того, государство в некоторых случаях сохраняет контроль над предприятием, даже не имея контрольного пакета в связи с крайней распыленностью собственности (например, в Румынии). В Польше крупные пакеты акций также по-прежнему находятся в руках государства и, судя по динамике показателей, правительство не спешит продавать свои акции. Впрочем, в некоторых случаях государство просто не может продать свои пакеты, поскольку каждое второе предприятие, доля государства на котором превышает 20 %, нерентабельно и, кроме того, часто уже имеет стратегического инвестора, владеющего контрольным пакетом акций, а следовательно, не заинтересованного в дополнительных акциях.

Как уже было отмечено выше, особенностью стран с переходной экономикой является то, что существенную роль в структуре собственности предприятий продолжают играть различные институциональные инвесторы, прежде всего бывшие приватизационные фонды. Так, в Румынии самыми крупными институциональными инвесторами являются 5 ФИФов (финансовых инвестиционных компаний). В Польше среди фондов наибольшее значение имеют две группы: Национальные инвестиционные фонды, которые были частью массовой программы приватизации, и пенсионные фонды. Инвестиционная деятельность пенсионных фондов жестко регламентирована. Но, несмотря на установленные законодательством ограничения, сформировалась сильная группа из 17 фондов, чьи инвестиции на Варшавской фондовой бирже (WSE) составляют 6 % общей капитализации.

Разумеется, экономика каждой из стран Центральной и Восточной Европы (ЦВЕ) имеет ряд специфических характеристик. В Словении, например, большое

B. Blaszczyk, R. Woodward, I. Hashi. A Review of the Relevant Literature on Corporate Governance and Secondary Ownership Transformation in the Transition. Mimeo, 2003; P. Kozarzewski. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001; P. Kozarzewski. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002; M. Mesnard. A comparative overview of the corporate governance framework in South East Europe. First South East Europe Corporate Governance Roundtable. Bucharest, 20–21 September 2001; EBRD Transition Reports 1997–2002.

распространение получило такое явление, как существенное участие сотрудников предприятия как в собственности, так и в управлении («employeeism»). В Чехии, напротив, работники предприятий редко участвуют в его собственности и работе органов управления. В экономике ряда стран (например, в Польше, Эстонии и Венгрии) иностранные инвесторы играют одну из главных ролей, в отличие от Словении, где их роль очень ограничена и т.д. Тем не менее, существуют и некоторые общие тенденции трансформации отношений собственности в странах с переходной экономикой.

Во-первых, в большинстве компаний, приватизированных через использование схем массовой приватизации, не предусматривающих официальных привилегий для инсайдеров, прошли активные процессы вторичной приватизации, позволившие захватить контроль над предприятием новым собственникам. В то же время переход собственности к новым владельцам в компаниях, контролируемые инсайдерами, в целом не был характерен и наблюдался только на незначительном числе компаний.

Во-вторых, в большинстве компаний активно продолжается рост концентрации акционерной собственности. Тенденция к концентрации собственности особенно заметна в странах, где активно осуществлялись приватизационные программы, поскольку концентрация собственности является своего рода реакцией второго этапа на результаты ранних программ приватизации. При этом концентрация собственности в странах ЦВЕ часто превышает уровень, характерный для континентальной Европы. Причем предоставляемые компаниями данные, скорее всего, даже занижены, поскольку стандарты отчетности в странах с переходной экономикой все еще далеки от совершенства.

Например, в Румынии в результате программы массовой приватизации сложилась чрезвычайно рассеянная структура собственности. Однако сейчас на Бухарестской фондовой бирже подавляющее большинство компаний, исключая крупнейшие финансовые компании (главным образом, ФИФы), имеют высоко концентрированную структуру собственности, где имеется либо собственник пакета, превышающего 50 %, либо контролирующей компанию собственник меньшего по величине пакета. Кроме того, отмечена четкая тенденция, в рамках которой ФИФы концентрируют свои портфели путем сокращения числа компаний в портфеле и увеличения размера пакетов остающихся компаний. Тенденция к концентрации проявляется также и в том, что большинство крупнейших компаний связаны между собой, поскольку их владельцами являются один или несколько инвесторов. Сходным образом процесс концентрации собственности идет и в других странах ЮВЕ.

В Польше уровень концентрации собственности на предприятиях очень высок и продолжает расти: в среднем, один крупнейший акционер владеет контрольным пакетом акций, а на пять крупнейших акционеров приходится более 80 % акций. Кроме того, в 1998–2000 гг. около 90 % компаний имели по крайней мере одного акционера, владеющего 20 % и более акций. При этом наиболее концентрированная собственность характерна для компаний с доминирующим иностранным инвестором, а наименее концентрированная – для компаний, где доминируют инсайдеры: крупнейший акционер там владеет в среднем долей, в два раза меньшей, по сравнению с долей, принадлежащей иностранным инвесторам в контролируемых ими компаниях.

Таблица 10.15

**Доля собственности, принадлежащая трем крупнейшим акционерам
(2000/2001)**

	Год	Крупнейший собственник		Второй по величине собственник		Третий по величине собственник		Размер выборки
		Среднее	Медиана	Среднее	Медиана	Среднее	Медиана	
Болгария	2000	59,5	58,1	12,7	10,1	5,5	0,0	104

Чехия	2000	61,1	52,6	26,1	25,3	13,8	13,8	57
Эстония	2000	56,2	54,4	9,3	6,7	4,2	0,0	21
Венгрия	2000	46,2	43,7	20,2	19,5	10,4	10,3	63
Латвия	2001	57,9	55,0	11,1	7,9	3,3	0,0	60
Литва	2001	54,2	49,9	10,4	9,9	5,4	6,0	45
Польша	2000	44,6	39,5	15,6	10,4	9,4	5,0	210
Румыния	2000	53,4	53,0	16,5	16,0	9,2	8,0	115
Словакия	2000	51,6	45,9					28
Словения	2000	27,4	22,3	13,4	12,1	9,2	9,5	136
Среднее		51,2	47,4	15,0	13,1	7,8	5,8	

Источник: E. Berglöf, A. Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002.

В-третьих, не подтверждается широко распространенный среди экономистов тезис о том, что рост концентрации собственности приводит к росту эффективности деятельности предприятия. Исключением является весьма малое число компаний, принадлежащих главным образом иностранным инвесторам (например, в Польше). Впрочем, отсутствие прямой связи между ростом концентрации собственности и эффективностью может объясняться существованием временного лага между переходом предприятия в руки новых владельцев и ростом эффективности его деятельности.

В-четвертых, как уже отмечалось выше, одним из следствий использования схем массовой приватизации в странах с переходной экономикой является существование инвестиционных фондов. Изначально предполагалось, что они помогут решить проблемы корпоративного управления одним из двух способов. Либо фонды, выступая от имени огромного числа мелких акционеров (практически всего населения), смогут сосредоточить в своих руках управление и контроль на предприятиях, либо, напротив, фонды быстро продадут свои акции в компаниях, что приведет к концентрации собственности в руках новых владельцев и, в конечном итоге, к решению проблем корпоративного управления. Тем не менее инвестиционные фонды, как правило, не оправдали эти ожидания. С одной стороны, они не имели ни возможностей, ни мотивации к активному участию в корпоративном управлении. Но, с другой стороны, они остались крупнейшими собственниками, активно участвуя в схемах по выведению активов из предприятий (особенно активно этот процесс развивался в Чехии).

В-пятых, среди заметных тенденций трансформации структуры собственности в странах с переходной экономикой можно выделить, помимо вышеупомянутых, также: преобразование ОАО в ООО, де-листинг публичных корпораций и формирование холдинговых компаний на базе бывших приватизационных фондов.

Тенденция, в рамках которой большое число ОАО преобразовывается в ООО и осуществляет де-листинг, развивается параллельно с тенденцией к концентрации собственности. В ходе приватизации в странах ЦВЕ автоматически было создано большое количество акционерных обществ. Но для многих предприятий, учитывая их размер, структуру собственности и организационную модель, форма АО является невыгодной. Поэтому существующая тенденция к де-листингу компаний должна поощряться, особенно если речь идет о мелких и средних предприятиях, не имеющих средств для доступа к внешним источникам капитала. Например, для рынка RASDAQ некоторые эксперты дают следующую оценку: около 80 % компаний должны осуществить де-листинг, по крайней мере, по той причине, что они не выполняют требования к прозрачности компании.

Наконец, пока отсутствуют признаки явной связи между имеющейся пост-приватизационной структурой собственности и формирующейся в стране правовой моделью корпоративного управления. Более того, имеются примеры явного

противоречия между структурой собственности *de facto* и заимствованными в странах с развитым законодательством правовыми концепциями корпоративного управления.

По всей видимости, это является следствием другого противоречия: с одной стороны, доминирование идеологии «концентрированной собственности» как средства эффективного корпоративного управления и, с другой стороны, объективно расплывчатая собственность на первом постприватизационном этапе. Даже в тех странах, где по итогам массовой приватизации сложилась концентрированная собственность, ее эффект подрывается пока жесткими и нерегулируемыми (в праве) конфликтами интересов, «абсентеизмом» многих даже крупных аутсайдеров в отношении долгосрочного управления корпорацией, сопротивлением менеджеров, представляющих, как правило, всех инсайдеров, слабыми правовыми нормами защиты прав аутсайдеров (крупных и особенно мелких). Возможно, что игнорирование интересов мелких акционеров в большинстве стран есть следствие идеологии концентрированной собственности.

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

10.3.3. Структура собственности и модель корпоративного управления

Очевидно, что во всех странах важнейшим фактором развития корпоративного управления являются национальные исторические традиции и национальная идеология, своеобразный менталитет и взгляды на социально-экономические отношения. Ни в одной из стран с переходной экономикой модель корпоративного управления пока не носит устойчивых черт. Более того, несмотря на признаки концентрации собственности (или, напротив, дисперсии), ни в одной из стран не формируется в явном виде какая-либо из «стандартных» мировых моделей.

В силу этого трудно однозначно ответить на вопрос о том, какая структура собственности и корпоративного контроля стала доминирующей в странах с переходной экономикой: англосаксонская (доминирование рынков капитала) или континентальная (доминирование банков). Рынки капиталов (за исключением разве что Польши) в странах ЦВЕ недостаточно развиты и недостаточно прозрачны для того, чтобы осуществлять эффективное регулирование в этой сфере. С другой стороны, несмотря на то, что в странах с переходной экономикой большую роль играют крупные финансовые институты, это, как правило, инвестиционные фонды, а не банки, которые являются портфельными инвесторами и почти не заинтересованы в активном участии в корпоративном управлении, поэтому говорить о том, что в странах ЦВЕ представлена континентальная модель, также трудно.

В то же время в большинстве стран с переходной экономикой в качестве цели была принята (в том числе в законодательстве) именно континентальная модель. Это связано с необходимостью обеспечения жесткого контроля со стороны собственников (наблюдательного совета) над исполнительными органами компании в условиях, когда влияние внешнего контроля во многих случаях еще не является достаточно

⁹⁵ Точнее было бы сказать, что это даже не идеология в строгом смысле (т.е. воплощаемая в правовых концепциях, постоянной политике государства), а в большей степени «благое пожелание» и наивное стремление переложить вопросы эффективности на спонтанный процесс концентрации.

эффективным. Кроме того, континентальная модель представляется более приемлемой для стран с переходной экономикой, так как она подразумевает существенную роль стратегических инвесторов, которые, особенно иностранцы, приносят в компанию не только капитал, но также и новую культуру управления, поведения компании в окружающей среде, новые технологии и т.д.

Очевидно, что одним из главных предварительных условий для надлежащего функционирования наблюдательного совета компании является его способность представлять интересы главных групп акционеров. Согласно данным, собранным и проанализированным П. Козаржевски, на польских предприятиях соотношение количества мест в наблюдательном совете в определенной степени коррелирует со структурой собственности компании, хотя инсайдеры, как правило, представлены в наблюдательных советах слишком широко⁹⁶. При этом существует определенная закономерность в том, что в компаниях с более высокой концентрацией собственности доминирование определенной группы собственников не сопровождается доминированием этой группы в наблюдательном совете: инвестор, владеющий большинством акций в компании чаще, чем другие инвесторы, не видит потребности в формальном доминировании в наблюдательном совете.

Другое исследование структуры собственности и управления, выполненное Гданьским институтом рыночной экономики, дало следующие результаты. Разница между собственностью и контролем измерялась как разница между количеством акций и количеством голосов, принадлежащих разным группам акционеров в польских корпорациях. В случае с большими пакетами акций, совокупная разница не была большой (средняя для контроля=39,5 % и средняя для собственности=37,2 %). Тем не менее, в некоторых компаниях такая разница была очень велика. Так, в одной из компаний лицо, владеющее только 47,5 % акций, имело 81,0 % голосов⁹⁷.

Однако при этом собственники в странах ЦВЕ в настоящее время обеспечивают полноценный контроль далеко не во всех компаниях. Хотя формально в странах с переходной экономикой наблюдательный совет имеет широкий круг полномочий, особенно связанных с контролем (как гарантия против оппортунизма менеджеров), на практике роль этого органа в системе корпоративного управления, как правило, невелика, а наиболее влиятельным органом в компании является исполнительный совет.

В странах с переходной экономикой представлены обе существующие структуры органов управления – одноуровневая и двухуровневая. Часто обе модели встречаются в одной стране. В Хорватии существует двухуровневая система, основанная на германской модели. В Болгарии компании имеют право самостоятельно выбрать модель. В целом, порядка 2/3 компаний имеют одноуровневую систему и около 1/3 – двухуровневую. При этом одноуровневая система в целом более типична для промышленных компаний, двухуровневая – для холдингов. В Македонии компании также имеют право самостоятельного выбора между двумя структурами управления. В Румынии формально принята одноуровневая система, но фактическое распространение получила гибридная система с двумя управляющими органами. Крупные компании (особенно, если они контролируются иностранцами) используют эту гибридную модель управления, поскольку это позволяет разделить функции между иностранным партнером и местными специалистами. В Польше старый Коммерческий кодекс предусматривал двухуровневую структуру управления, включающую в себя

⁹⁶ Kozarzewski P. Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw, 2001.

⁹⁷ Kozarzewski P. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002.

наблюдательный совет, совет управляющих и там, где это допускалось, совет аудиторов. Новый кодекс устраняет совет аудиторов в акционерном обществе. Его функции передаются лицензированным аудиторам и наблюдательному совету.

Функции и полномочия правления корпорации (board) обычно не описываются в законодательстве в деталях – чтобы обеспечить гибкость в этой сфере. Фактическое функционирование, влияние и эффективность совета зависит больше от качеств его членов и президента или главного исполнительного директора компании. Процесс назначения членов правления в странах с переходной экономикой не всегда учитывает необходимость представления миноритарных акционеров, особенно если утверждение проходит путем голосования методом сложения голосов по количеству акций.

Относительно злоупотребления служебным положением законодательство стран с переходной экономикой значительно отличается друг от друга. В Румынии членом правления не может быть ни акционер, ни менеджер, ни член правления компании-конкурента, ни лицо, самостоятельно занимающееся тем же видом бизнеса. Член правления должен сообщать другим членам правления, когда он или его родственник имеют специфический интерес в данной сделке. В случае, если он скрыл такую информацию, он становится ответственным за ущерб, понесенный компанией. А в Болгарии, напротив, от членов правления не требуется раскрытия информации о любом материальном интересе, который они могут иметь в данной сделке. В Хорватии члены правления не обязаны информировать о своем материальном интересе при некоторых особых сделках, и им не запрещается участвовать в принятии решений по сделкам с заинтересованностью.

Законодательство Польши почти не принимает во внимание участие заинтересованных лиц в структурах корпоративного управления. Как показывают различные исследования, во многих приватизированных компаниях заинтересованные лица, прежде всего менеджеры и служащие, имеют представительство в этом органе в результате кадровой политики контролирующих акционеров.

Формально правление должно устанавливать вознаграждение для главного исполнительного директора (кроме Хорватии). Однако на практике вознаграждение определяется контролирующим акционером, хотя формально требуется одобрение общего собрания акционеров, причем сведения о вознаграждении директоров обычно не публикуются. Обычно здесь применяются следующие уловки: корректировка за счет инфляции и не оговоренные контрактом бонусы. Пакеты вознаграждений, связывающие вознаграждение правления с деятельностью компании, распространены мало. Иногда использование вознаграждения на основе деятельности компании может быть затруднено законодательством, устанавливающим ограничения на вознаграждение в форме акций (Болгария). Однако в основном эта форма вознаграждения встречает затруднения в связи с низкой ликвидностью рынков капитала.

К настоящему времени детальные эмпирические обследования структуры правления в разных странах ЮВЕ не проводились. Тем не менее основные наблюдения экспертов состоят в следующем:

- состав правления обычно отражает структуру собственности, за исключением государства, которое все еще имеет чрезмерное представительство.
- правление едва ли выполняет функцию независимого контроля за управляющими. Нет никаких установленных законом требований в том, что касается внешних, независимых директоров. Очень часто внешние директора формально существуют, однако фактически они представляют лица, связанные с компанией или контролирующими собственниками.
- некоторые внешние директора назначаются исключительно из политических соображений, и регулярно заменяются после парламентских выборов (особенно это распространено в Румынии).

При этом наблюдается рост разделения функций между председателем наблюдательного совета и исполнительным директором. Однако это разделение, по своей природе все еще кажется скорее формальным. В большинстве советов (в Болгарии – 75 %) нет специализированных комитетов. Более того, правления редко обращаются за помощью к независимым экспертам, которые могли бы их несколько связать в том, что касается выработки стратегии компании или эффективного контроля за менеджментом.

Исследования, проведенные в Польше, показывают, что в компаниях, где доминируют иностранцы, менеджеры имеют в целом самый низкий уровень независимости, а наиболее независимы менеджеры в компаниях, где крупнейшая группа акционеров – частные лица, особенно инсайдеры. При этом независимость менеджеров, очевидно, связана с концентрацией собственности: в компаниях с более низким уровнем концентрации менеджеры более независимы, чем в компаниях, где собственность высоко сконцентрирована.

Сравнение результатов по полномочиям в зависимости от структуры собственности и структуры наблюдательных советов позволяет сформулировать гипотезу: в компаниях, где большинство акций принадлежит частным лицам и, прежде всего, инсайдерам, это большинство часто является достаточно формальным и не гарантирует реального контроля над компанией. В некоторых случаях группы миноритарных акционеров могли оказывать реальное влияние на компании, в других случаях реальный контроль над компанией осуществляют группы заинтересованных лиц.

С точки зрения финансовой системы предприятия важным фактором является значимость коммерческих банков в обеспечении деятельности промышленных корпораций. Одной из особенностей польской модели приватизации является очень скромная роль банков. Тем не менее, общее влияние банков на компании гораздо сильнее, чем об этом можно было бы судить, опираясь только на информацию о структуре собственности. Так, банки широко представлены в наблюдательных советах компаний. Они также оказывают сильное влияние на деятельность компаний через такой инструмент как кредиты. В случае возникновения проблем с возвратом кредита банки чаще всего стараются ее решить путем личных переговоров с менеджерами компании либо прибегают к некоторым другим мерам: судебным процессам, отказам в выдаче нового займа и т.п.

В то же время менеджеры видят четкие каналы влияния банков, среди которых, по мнению менеджеров, наиболее важными являются: отправка счетов в банк, мониторинг долговых соглашений, телефонные контакты и регулярные визиты в компанию. Зато роль представительства банков в наблюдательных советах менеджерами оценивается очень скромно, и даже в компаниях, где банк является акционером, этот канал влияния рассматривается как наименее важный.

В большинстве стран банки (как правило, универсальные) были допущены к участию в приватизации и, соответственно, к процедурам корпоративного управления (прямо или через аффилированные структуры). Вместе с тем ни в одной стране (даже в Чехии и Словении, где проблема была наиболее острой) не были одновременно введены законодательные нормы для урегулирования конфликтов интересов, связанных с участием банков в корпорациях. Это наносило ущерб как вкладчикам банков, так и акционерам соответствующих фондов и предприятий.

10.3.4. Права акционеров

В данный момент основные права акционеров в большинстве стран с переходной экономикой законодательно обеспечены относительно надежно. Тем не менее эта позитивная ситуация сложилась не так давно: в большинстве стран ЦВЕ и

СНГ существенные поправки в законодательство были внесены в 2000–2001 гг., во многом в рамках процесса приведения законодательства стран ЦВЕ в соответствие с требованиями ЕС, и касались в основном торговли ценными бумагами. Так, в ряде стран (Чехия, Венгрия, Польша) были ужесточены требования относительно уведомлений, которые обязаны сделать акционеры, величина пакетов которых достигла определенных пороговых значений, либо о приобретении крупного пакета акций (Польша), а также относительно порогов, при достижении которых акционер должен делать публичную оферту по выкупу всех не принадлежащих ему акций. Вводились также поправки (Чехия, Венгрия), дополнительно защищающие права миноритарных акционеров, в том числе в случае реструктуризации компании по типу слияния и поглощения. В Литве были приняты поправки, ужесточающие требования к минимальному размеру уставного капитала.

Большинство стран ЦВЕ ввели правило о принудительном предложении по скупке всех акций недавно. Одна из немногих стран, имевшая это правило до 1997 г. – Польша. На данный момент это правило работает в большинстве стран и, как правило, порог составляет 50 %. Тем не менее, нередки случаи, когда владелец контрольного пакета, владеющий более 50 % и даже более 75 % акций, не делает такого предложения. Причина этого заключается в слабом инфорсменте. Кроме того, в Эстонии и Румынии проблема заключается еще и в том, что закон предусматривает многочисленные исключения из этого правила. Достаточно неопределенно сформулирована эта норма и в Болгарии. Эксперты полагают, что неопределенность законодательства является, по крайней мере отчасти, преднамеренной, поскольку в ином случае большое число компаний было бы вынуждено осуществить де-листинг.

В связи с высокой концентрацией акционерной собственности, ключевой проблемой в странах с переходной экономикой представляется защита прав миноритарных акционеров, тем более, что управляющие в этих странах часто совпадают с контролирующими акционерами.

Коммерческий кодекс Польши содержит систему гарантий от злоупотребления в отношении миноритарных акционеров. С другой стороны, в польском законодательстве существуют положения, предназначенные для предотвращения злоупотреблением этими гарантиями. На практике в Польше происходит множество случаев злоупотреблением своими правами как миноритарными, так и крупнейшими акционерами, также как и случаев оппортунизма менеджеров. Есть три главных причины, которые делают эти нарушения возможными:

– проблемы формирования корпоративного управления в Польше. В результате приватизации возникли распыленные и с высоким участием инсайдеров структуры собственности с сильными позициями менеджеров и в некоторой степени и других служащих, что препятствует эффективному контролю акционеров над менеджерами и аутсайдеров над инсайдерами. С другой стороны, если компания была продана аутсайдерам и на ней имеется высоко сконцентрированная структура собственности, возникают условия для злоупотреблений по отношению к миноритарным акционерам.

– неадекватность законодательства. Система прав и гарантий, регулирующая корпоративное управление в компаниях, недостаточно эффективна. Например, интересы миноритарных акционеров могут быть нарушены с помощью использования содержащихся в законодательстве положений против сговора акционеров, менеджеры имеют законные возможности для манипуляций с прибылью и др.

– слабый инфорсмент. Ни суды, ни прокуратура не имеют возможностей и навыков, чтобы справиться со случаями нарушения компаниями законов.

Главная проблема в сфере защиты прав миноритарных акционеров – размывание их пакетов акций, несмотря на то, что существующее законодательство содержит положения о преимущественных правах на покупку акций.

Например, в Болгарии приватизационные контракты со стратегическими инвесторами часто влекли за собой последующее, недостаточно прозрачное, увеличение капитала, часто проводимое за счет миноритарных инвесторов. В Румынии, несмотря на то, что обычные преимущественные права на покупку акций в случае увеличения капитала предоставлены всем акционерам, размывание долей акций осуществить очень просто. Во-первых, доли миноритарных акционеров могут автоматически размываться из-за инфляции, если капитал не был должным образом переоценен перед эмиссией новых акций. Во-вторых, в случае возрастания капитала за счет взносов, внесенных в натуральной форме, акционеры не пользуются преимущественным правом на покупку акций и могут страдать от злоупотреблений в связи с оценкой этих взносов. В Хорватии закон о компаниях содержит несколько положений, предоставляющих совету управляющих возможность увеличения капитала без одобрения собрания акционеров. Впрочем, в последнее время был достигнут некоторый прогресс в улучшении законодательных норм в этой сфере. Например, в Болгарии после принятия закона о публичном размещении и ценных бумагах практика непропорционального увеличения капитала стала гораздо менее распространенной.

Проблемой является и представительство миноритарных акционеров в органах управления компанией. Они представлены либо недостаточно, либо никак, что может быть результатом как низкой активности самих миноритариев, так и ограничением возможностей доступа к процессу управления. Миноритарные акционеры также мало вовлечены в обсуждение стратегии развития компании во время годовых собраний акционеров. Кроме того, некоторые положения законодательства могут ограничивать равноправие акционеров в том, что касается их права голоса. Так, в Хорватии закон о компании позволяет накладывать ограничения по праву голоса для некоторых акционеров.

Право участия и голосования на общем собрании акционеров формально предоставляется во всех странах ЦВЕ. На практике, однако, широко распространены методы, препятствующие миноритарным акционерам действительно участвовать в общих собраниях акционеров и голосовать на них, связанные, прежде всего, с предоставлением информации о собрании акционеров, местом и временем его проведения и процедурах голосования. Впрочем, воспрепятствование миноритарным акционерам голосовать на общих собраниях не является самой большой проблемой в большинстве стран ЦВЕ и СНГ, поскольку концентрация акционерной собственности, как правило, такова, что предложениям владельцев контрольного пакета акций гарантировано почти автоматическое одобрение.

Таблица 10.16

Некоторые различия в корпоративном законодательстве стран ЦВЕ и Балтии

	Обязательное требование «одна акция=один голос»	Требование обязательного предложения о покупке акций (mandatory takeover bid) (порог)	Требование обязательного раскрытия информации о крупных пакетах (нижний порог, требующий уведомления)
Болгария	Да. При этом разрешены неголосующие привилегированные акции, имеющие преимущества при выплате дивидендов. Привилегированная акция становится голосующей, если выплата дивидендов на нее просрочена на	50 %, 90 %	5 % (официальный рынок) 10 % (неофициальный рынок)

	один год и не была осуществлена в следующем году вместе с выплатой дивидендов за этот год.		
Венгрия	Нет. Разрешены привилегированные акции с точки зрения прав при голосовании, которые могут иметь право голоса, превышающие номинал акции до десяти раз, а также обеспечивать право вето.	33 %+1. Если акционер владеет по крайней мере 10 % голосов – 25 %	5 %
Латвия	Нет. Разрешена эмиссия акций без права голоса или с ограниченным правом голоса. Акции без права голоса не должны составлять более 40 % капитала.	50 %, 75 %	5 % (первый уровень на бирже – main list) 10 % (прочие публичные корпорации)
Литва	Да. Устав компании может лишить некоторые акции права голоса. Если все голосующие акции одинаковы по стоимости (same par value), каждая акция имеет один голос на собрании акционеров.	50 %	10 %
Польша	Нет. Разрешены акции, предоставляющие привилегии при голосовании. Они должны быть зарегистрированы (в отличие от акций на предъявителя). Ни одна привилегированная акция не может предоставлять более пяти голосов.	50 %	5 %
Румыния	Да.	50 %, 75 %	5 %
Словакия	Нет.	...	5 %
Словения	Также, как в Болгарии.	25 %	5 %
Чехия	Нет. Неголосующие привилегированные акции могут составлять до 50 % капитала. Разрешены акции с различными номиналами, а также ограничения при голосовании (voting caps).	2/3, 3/4	5 %
Эстония	Также, как в Болгарии.	50 %	10 %

Источник: E. Berglöf, A. Pajuste. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Transition. SITE, Stockholm School of Economics, 2002.

В странах ЮВЕ право акционера на получение дивиденда остается весьма теоретическим, поскольку огромное количество крупных и даже имеющих листинг на бирже компаний за последние несколько лет не распределяли дивиденды. В целом можно отметить следующее:

- очень небольшое количество компаний проводит дивидендную политику, ясно связывающую выплату дивидендов с прибылью компании;
- множество компаний систематически трансформируют прибыль в накопленный капитал;
- когда годовое собрание акционеров голосует в пользу выплаты дивидендов, их реальная выплата происходит с большими задержками. Например, в хорватском законодательстве отсутствуют базовые указания относительно того, как и когда следует выплачивать дивиденды;
- в ряде стран существуют либо существовали такие налоговые режимы, которые делают выплату дивидендов маловыгодной.

Другой важной проблемой является широко распространенная практика вывода активов или прибыли в компании, связанные с контролирующими акционерами, а также сделки, совершенные с использованием инсайдерской информации и с участием заинтересованных лиц.

В текущем законодательстве большинства стран ЮВЕ были увеличены базовые требования для одобрения сделок с участием заинтересованных лиц. Тем не менее, эти требования могут быть эффективными только при условии соблюдения, по крайней мере, минимальных стандартов прозрачности и раскрытия информации. Кроме того, для адекватного исполнения положений законов требуются институциональные возможности, затрата человеческих и финансовых ресурсов, что местные фондовые биржи и комиссии по ценным бумагам не всегда себе могут позволить.

Обычно акционеры имеют право возбуждать дело по поводу нарушения их прав, хотя в действительности очень немного случаев дошло до суда, и еще меньшее их количество было решено в пользу акционеров. Так, в Румынии акционеры имеют право подавать иск по поводу решений, принятых на общем собрании акционеров, но это право трудно осуществить на практике в связи со слабостью судебной системы. В Хорватии акционеры могут возбуждать дела в коммерческих судах относительно решений, принятых советом управляющих. Случаи, когда акционеру удавалось выиграть дело, известны, но крайне редки. В Польше акционерам доступно несколько способов защиты их прав: они могут возбудить судебное дело либо от имени компании путем возбуждения производного иска либо от своего имени. Однако такое право имеют только те акционеры, которые голосовали против решения, и в протоколе имеется соответствующая, должным образом исполненная, запись.

10.3.5. Прозрачность корпорации

Опыт развитых стран показывает, что права акционеров могут быть адекватно защищены только при соблюдении двух условий: прозрачности деятельности корпораций и эффективном раскрытии информации, а также эффективной работе управляющих корпорацией органов.

В отличие от развитых стран, где раскрытие информации в корпоративной жизни зависит от различных формальных и неформальных правил, в переходной экономике, как правило, раскрытие информации публичной корпорацией устанавливается системой формальных норм. Такой подход «сверху–вниз» является типичным феноменом для всех переходных экономик. Сами корпорации оценивают его как чрезмерное давление на частный сектор со стороны государства, поскольку прозрачность в переходных экономиках пока еще не воспринимается как преимущество с точки зрения имиджа компании.

В странах ЦВЕ регулярно предпринимаются попытки найти адекватные стимулы и меры для того, чтобы компании работали в условиях открытости. Но при этом игнорируется реальная проблема: открытость корпоративной информации характерна для развитых рынков, а недостаточно развитый рынок не поощряет открытости информации. Именно поэтому прозрачность и открытость информации – область, в которой во всех странах с переходной экономикой наблюдается наибольшее несоответствие между требованиями законодательства, которое в большинстве стран оценивается экспертами как в целом дружелюбное по отношению к инвесторам, и реальной практикой. Причем доступ к информации часто ограничен даже для акционеров-инсайдеров.

В ряде стран не всегда выполняется даже такое базовое требование, как публикация ежегодных отчетов. Но даже если компании выполняют требования законодательства и предоставляют информацию фондовым биржам и комиссиям по ценным бумагам, доступ акционеров к этой информации все равно может быть трудным и дорогим, поскольку:

- финансовая отчетность редко публикуется, либо публикуется в местных и малоизвестных газетах;
- компании не обеспечивают своим акционерам прямого доступа к информации через современные коммуникации, например, через Интернет;
- финансовые документы, после их одобрения общим собранием акционеров, должны быть представлены в местные торговые реестры, однако компании либо вовсе этого не делают, либо делают слишком поздно, а торговые реестры не всегда легко доступны для акционеров. В странах с переходной экономикой акционеры, как правило, могут получить собственные копии финансовой

документации, а также отчеты управляющих органов компании, однако их часто отпугивает слишком высокая цена этой услуги.

Кроме того, финансовая документация не подвергается аудиту систематически. Законодательство обычно требует внешнего аудита для крупных и средних компаний, но он не всегда имеет место, а в Румынии, например, обязательный внешний аудит требуется только для банков.

В Болгарии был проведен ряд исследований с целью проанализировать отношение болгарских корпораций к проблеме раскрытия информации, в ходе которых были выявлены следующие закономерности:

- установленные законом требования по открытости информации исполняют меньше половины всех публичных корпораций, в том числе компании, торгующие своими ценными бумагами на Болгарской фондовой бирже (BSE-Sofia), включая некоторые «голубые фишки», контролируемые как национальными, так и иностранными инвесторами;
- больше половины всех болгарских публичных корпораций не исполняют всех установленных законом требований по открытости информации, в том числе компании, торгующие своими ценными бумагами на BSE-Sofia, некоторые крупнейшие государственные компании, ряд бывших приватизационных фондов, а также некоторые «голубые фишки»;
- наиболее распространенными пробелами в ежегодных финансовых отчетах корпораций являются недостаток информации об имеющихся и будущих активах и о цене акций;
- связь между экономической деятельностью корпораций и деятельностью по раскрытию информации о ней является недостаточной.

10.3.6. Внешние механизмы корпоративного управления

Одновременно с изменениями в структуре собственности в переходных экономиках происходят изменения и во внешних механизмах корпоративного управления, в том числе на рынке корпоративного контроля и рынке ценных бумаг.

По мнению экспертов ЕБРР, самым слабым местом в коммерческом законодательстве стран с переходной экономикой является законодательство, посвященное процедуре банкротства⁹⁸. Особенно это касается эффективности применения этого законодательства. Слушания по делам о банкротстве часто оказываются затянутыми и безрезультатными. Вызывает определенные сомнения и квалификация назначаемых внешних управляющих. Несмотря на то, что в последние годы в странах ЦВЕ, Балтии и СНГ предпринимались серьезные шаги по усовершенствованию как законодательства, так и практики в сфере банкротств компаний, значимых улучшений не наблюдается, за исключением Македонии, где поправки в закон о банкротстве были внесены в июле 2000 г., и Словакия, где изменения в законодательство вносились в августе 2000 г. и в феврале 2001 г., а также в 2002 г. В результате в обеих странах эффективность процедуры банкротства серьезно возросла.

Сейчас важнейшей задачей для переходных экономик ЦВЕ и СНГ является удаление из законодательства о банкротстве всех препятствий для реализации прав должника и его кредиторов. Наиболее важным фактором здесь является способность суда справляться с многочисленными трудностями, которыми обычно сопровождается процедура банкротства предприятия. Для стран с переходной экономикой ключевым

⁹⁸ Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001. P. 36.

вопросом здесь становится выбор суда, занимающегося делами о банкротстве. Некоторые страны сделали выбор в пользу отдельных судов, занимающихся делами о банкротстве, заменяющими в этой сфере прежние арбитражные суды. Другие предпочли, чтобы банкротствами занимались независимые суды в рамках судебной системы по коммерческим вопросам. Например, Литва преобразовала старую систему арбитража в систему судов, занимающихся делами о банкротстве и другими проблемами, попадающими под действие коммерческого законодательства.

Проблемы, которые приносит слишком медленная процедура банкротства, хорошо видны на примере Словакии, где в конце 90-х гг. слушание по делу происходило только через год после того, как был зарегистрирован запрос. Кроме того, в этой стране каждый должник обязан был пройти через процедуру реорганизации вне зависимости от своего финансового состояния. В результате вся процедура банкротства в Словакии по состоянию на 1999 г. обычно занимала от трех до пяти лет. Однако благодаря поправкам, внесенным в законодательство Словакии в 2000–2002 гг., эту проблему удалось решить.

В отношении развития фондового рынка на ранних стадиях переходных процессов страны ЦВЕ и СНГ использовали самую разнообразную политику. Всего можно выделить три основных модели. В Болгарии, Чехии, Словакии, Литве и Румынии после массовой приватизации листинг был принудительным, поэтому фондовые биржи в этих странах характеризуются изначально быстрым ростом числа компаний, имеющих листинг, а затем их постепенным уменьшением. Другая группа стран – Эстония, Венгрия, Латвия, Польша и Словения – предпочли начать с небольшого числа акций, имеющих листинг, которое возрастало по мере развития рынка (впрочем, в Польше все же были некоторые обязательные требования к листингу для приватизированных предприятий и НИФов). Третья группа стран – Россия и Украина – совмещали оба метода, т. е. как добровольное предложение, так и обязательный листинг для пакетов ряда приватизированных предприятий.

Биржи стран с переходной экономикой обычно имеют два или более уровня, в которых предлагаются все более гибкие требования к листингу. Основная часть рыночной капитализации и объемов торгов обычно приходится на самые гибкие сегменты рынка (т. е. на свободный рынок). Например, на BSE-Sofia свободный рынок представляет 89 % от рыночной капитализации и 69 % объема торгов. Очевидным исключением из этого правила является Загребская фондовая биржа, где акции двух наиболее торгуемых компаний находятся на первом уровне и представляют 75 % от объема торгов.

Второй особенностью фондовых рынков стран с переходной экономикой является их высокая концентрированность. Так, на Бухарестской фондовой бирже (BSE) 10 крупнейших компаний представляют около 80 % рыночной капитализации. На Варшавской фондовой бирже (WSE) 15 компаний представляют 80,1 % от общей рыночной капитализации.

Капитализация и объем торгов на фондовых рынках мало зависят от величины экономики. В качестве показателя степени развитости фондового рынка обычно используется соотношение рыночной капитализации и ВВП. В четырех странах – Чехии, Эстонии, Венгрии и Литве – этот показатель превышает 20 %, что можно сравнить с показателями Греции и Португалии в начале 90-х гг. Болгария, Румыния и Украина, с другой стороны, имеют очень низкое значение (ниже 10 %) этого показателя. В прочих странах – Польше, России, Словакии и Словении – этот показатель составляет от 10 до 20 %.

В показателях капитализации в конце 1990-х – начале 2000-х гг. наблюдалась нисходящая тенденция, которая имеет несколько объяснений. Во-первых, всеобщий спад на мировых фондовых рынках. Во-вторых, ужесточение требований к листингу, что заставило многие компании осуществить де-листинг. В-третьих, рост уровня

концентрации собственности: в большинстве стран имеется обязательное требование к владельцу, превысившему определенный порог во владении акциями, сделать оферту по выкупу всех оставшихся акций компании. В результате, эти компании должны уходить с фондовой биржи (одно из требований к листингу – в свободном обращении должно находиться определенное количество акций).

В целом фондовые биржи стран с переходной экономикой остаются достаточно слабо развитыми, с низкой капитализацией и незначительной ликвидностью. Дело в том, что фондовые рынки стран с переходной экономикой были созданы как инструменты приватизации и изначальная торговля на них была связана с перераспределением собственности. Они и сейчас во многом остаются вторичными рынками, исполняющими именно эти функции. Особенно это относится к BSE-Sofia, где регулярно торгуются только 10–15 компаний. Множество сделок во всех странах ЦВЕ и СНГ все еще остаются внебиржевыми, основанных на инсайдерской информации.

Неразвитость фондового рынка стран ЮВЕ – результат прежде всего проблем со стороны предложения. Биржи стран ЮВЕ испытывают недостаток в крупных компаниях с существенным объемом свободно торгуемых акций. С другой стороны, ограниченное предложение «хороших» бумаг усиливается недостатком спроса, поскольку торговля акциями на этих рынках происходит в очень ограниченном кругу участников.

Среди специалистов популярно мнение, что с точки зрения организации и деятельности лучшей биржей в странах с переходной экономикой является WSE. Однако она была основана главным образом для того, чтобы обслуживать первичное общественное предложение в ходе приватизации, что типично для стран с переходной экономикой. Поэтому на бирже по-прежнему доминирует приватизированный сектор, что становится барьером для ее дальнейшего развития, поскольку главная задача приватизации состоит в том, чтобы найти стратегических инвесторов для государственных предприятий, а такие инвесторы не заинтересованы в сохранении публичного статуса этих компаний. Во многих случаях они вынуждены делать это в соответствии с условиями контрактов приватизации и в результате на бирже часто обращается только малая часть акций компании. В результате WSE является очень маленьким рынком, имеющим тенденцию к дальнейшему сжатию.

Регулирование рынка ценных бумаг и защита инвесторов в корпоративном законодательстве сильно отличаются в разных странах. С точки зрения инфорсменты десять стран ЦВЕ могут быть условно разделены на четыре группы. Венгрия и Польша выбрали жесткие регулирующие механизмы с целью защитить инвесторов от злоупотреблений менеджмента и владельцев крупных пакетов акций. По сравнению с Польшей Венгрия имеет более слабое регулирование. Деятельность ее фондового рынка является следствием специфических методов приватизации, в ходе которой контрольные пакеты часто продавались иностранцам, что привело к росту иностранного контроля над местными компаниями и помогло поднять интерес к местному рынку через повышение его ликвидности.

Три государства Балтии и Румыния вначале осуществили довольно строгое регулирование рынка ценных бумаг. Но способность регуляторов фондового рынка эффективно осуществлять свои функции оказалась ограничена недостатком ясных положений законодательства, ресурсов и опыта.

Чехия и Словакия изначально не обращали должного внимания на регулируемую структуру, что привело к злоупотреблениям и существенному застою на местных фондовых рынках. Ситуация улучшилась после принятия новой редакции Коммерческого кодекса (1 января 2001 г.). Похожим образом дело обстоит и в Словакии, где положения, обеспечивающие более жесткое регулирование, вступили в силу только 1 января 2002 г.

Фондовый рынок Болгарии изначально был полностью нерегулируемым. Ситуация немного улучшилась в 1995 г. в связи с принятием закона о ценных бумагах, фондовых биржах и инвестиционных компаниях, хотя закон имел ряд существенных недостатков (так, в нем неоднозначно трактовался термин «заинтересованная сторона»). Законодательство в сфере раскрытия информации и определения заинтересованных сторон улучшилось после принятия в 2000 г. закона о публичной торговле ценными бумагами.

Особым случаем является Словения. Словенский метод приватизации как уже отмечалось выше, породил к жизни такое явление как «employeeism». Кроме того, приватизация здесь шла медленно, оставляя существенные доли собственности в руках правительства, что стало главным препятствием «нормальному» развитию рынка капитала, защищенного к тому же от иностранцев. В результате, несмотря на то, что уровень институционального и технического развития фондового рынка Словении достаточно высок, он остается сегментированным от мирового рынка из-за ограничений и «полусоциалистических» структур корпоративного управления.

10.3.7. Некоторые общие выводы для России

С точки зрения приватизационной модели (которая является отправным пунктом для понимания сдвигов в структуре собственности и формирования модели корпоративного управления в переходной экономике) в России сложилась довольно специфическая ситуация, ибо были объединены несколько возможных подходов: массовая приватизация через ваучеры, модель инсайдеров и стандартные продажи. К положительным отличиям российской модели можно отнести отсутствие проблем реституций и «социально-ориентированной» собственности, относительно быстрое «размывание» собственности инсайдеров-работников. Не стал в России базовым конфликт интересов, связанный с участием банков в инвестиционных фондах. Имеются, безусловно, и свои специфические проблемы, связанные с масштабами корпоративного сектора, сохраняющейся долей в нем государства, сильными позициями инсайдеров-менеджеров, высоким монополизмом и тенденциями к созданию финансово-промышленных альянсов и др.

Тем не менее *Россия не стала каким-либо уникальным исключением из правил, характерных для большинства стран переходной экономики.* Все наиболее характерные тенденции в динамике структуры собственности и становления модели корпоративного контроля и управления в 1990-е – начале 2000-х гг. так или иначе присущи и России. Существует при этом одна общая и вполне тривиальная закономерность: чем раньше страна вступает на путь масштабной и быстрой приватизации, тем раньше она сталкивается и с проблемами корпоративного управления и контроля, тем более развитым к настоящему времени является соответствующее законодательство (в том числе защита прав инвесторов). Россия, на наш взгляд, при всех имеющихся проблемах находится среди первопроходцев, и – на фоне многих других стран с переходной экономикой – прогресс в этой сфере в России значителен.

Применительно к дальнейшим задачам формирования и регулирования национальной модели корпоративного управления вышесказанное означает очень «простую» на первый взгляд вещь: для формирования и становления такой национальной модели не существует ни «особых препятствий», ни «особых рецептов». С большинством из известных проблем сталкиваются все страны с переходной экономикой. Как основные проблемы, так и инструментарий их разрешения хорошо известны в мировой практике. Формирование национальной модели корпоративного

управления предполагает «лишь» осознание следующих необходимых условий (предпосылок):

- понимание особой роли государства в переходной экономике (как «созидательного разрушителя»);
- понимание длительности этого процесса, сопоставимого со всем переходным периодом;
- необходимость политической воли для создания и исполнения эффективного законодательства и «фильтрации» узкогрупповых интересов любого типа (политических, популистских, криминальных и др.);
- наконец, необходимость не радикальных конъюнктурных вмешательств, но ежедневной регулятивной деятельности государства, способного осуществлять жесткую, централизованную политику.