



**Подготовка и проведение опроса предприятий  
по проблемам финансового поведения  
и корпоративного управления  
(включая выборочный анализ и проверку гипотезы  
на примере отдельных групп предприятий)**

**Авторы:**

**А. Радыгин**

**Р. Энтов**

**С. Архипов**

**при участии Ю. Грицуна и**

**Л. Ратновского**

**Москва  
Март 2000**

## Содержание

<b>Введение</b>	4
<b>Часть 1. Эмпирические подходы к исследованию проблем финансового поведения предприятий и корпоративного управления в странах с переходной экономикой</b>	7
1.1. Эмпирический анализ экономических последствий утверждения прав частной собственности	7
1.2. Опыт и результаты имеющихся исследований	11
1.2.1. Краткий обзор исследований динамики структуры собственности в различных странах с переходной экономикой	11
1.2.2. Некоторые проблемы методологии эмпирических исследований финансового поведения предприятий в странах с переходной экономикой	20
1.3. Основные этапы перераспределения собственности и тенденции борьбы за корпоративный контроль в России	25
1.3.1. Предпосылки реформ и приватизация	25
1.3.2. Пост-приватизационное перераспределение прав собственности	31
А. Основные особенности, фазы и инструменты установления корпоративного контроля	31
Б. Структура владения акциями, тенденция к концентрации и мифология “эффективного собственника”	38
1.4. Формулировка основных гипотез, проверяемых в ходе исследования	47
<b>Часть 2. Анализ исходного эмпирического материала, использованного при проверке гипотез</b>	49
2.1. Методология опроса	49
2.2. Описание выборки	52
2.2.1. Основные характеристики выборки	52
- отраслевой разрез	53
- региональный разрез	55
- группировка акционерных обществ по численности занятых	57
- группировка акционерных обществ размеру уставного капитала и основным фондам	59
- группировка по выручке от реализации	60
- группировка по году приватизации	61
- группировка по варианту льгот при приватизации	62
- группировка по стажу действующих руководителей	63
2.2.2. Структура собственности на опрошенных предприятиях: распределение по доминирующим типам собственников и по уровням концентрации собственности	64
- агрегированные данные по выборке	64
- отраслевое распределение	65
- распределение по размеру предприятий (число занятых)	68
- уровень концентрации собственности	71
<b>Часть 3. Проверка выбранных гипотез</b>	76
3.1. Проверка гипотез 1-7	76
Проверка гипотезы 1	76

Проверка гипотезы 2	78
Проверка гипотезы 3	81
Проверка гипотезы 4	86
Проверка гипотезы 5	87
Проверка гипотезы 6	95
Проверка гипотезы 7	98
3.2. Индекс корпоративного конфликта (гипотеза 8)	101
<b>Часть 4. Корпоративное управление и проблемы платежей (предварительные итоги)</b>	113
4.1. Введение	113
4.2. Краткая характеристика механизмов влияния корпоративных факторов на эффективность предприятия	118
4.3. Неплатежи как элемент финансового поведения (на примере Пермской области)	123
4.3.1. Анализ общей динамики уплаты налогов и сборов по предприятиям - неплательщикам Пермской области	125
4.3.2. Исследование состояния кредиторской задолженности на примере некоторых предприятий Пермской области	129
4.3.3. Практика реструктуризации кредиторской задолженности на примере предприятий Пермской области	135
4.4. Заключительные замечания	141
<b>Заключение (резюме основных результатов)</b>	144
<b>Источники</b>	151
Приложение 1	157
Приложение 2	160
Приложение 3	182
Приложение 4	192
Приложение 5	194
Приложение 6	219
Приложение 7 Оценка влияния корпоративных факторов на финансовые показатели предприятий	232
7.1. Проблема выбора показателей финансово – хозяйственной деятельности	232
7.2. Методика анализа	233
7.3. Пример 1: предприятия машиностроения	235
7.4. Пример 2: пищевая промышленность	241
7.5. Пример 3: предприятие – региональный монополист («Пермьэнерго»)	246

## Введение

Настоящая работа подготовлена в рамках исследовательской программы Института экономики переходного периода, которая осуществлялась в 1999 - марте 2000 гг. при поддержке USAID. Настоящий отчет включает в себя предварительные результаты работы, проведенной сотрудниками ИЭПП по двум темам исследовательской программы: «Подготовка и проведение опроса предприятий по проблемам финансового поведения предприятий и корпоративного управления» и «Микроэкономический анализ финансового поведения предприятий».

Основной целью настоящей работы является эмпирическая оценка изменений в структуре собственности и взаимосвязей между различными типами собственников, уровнями концентрации и показателями экономической эффективности (финансового поведения) российских корпораций.

В силу тесной взаимосвязанности проблем, исследуемых в двух темах исследовательской программы, результаты объединены в рамках сводного отчета. Это было признано целесообразным на основе принятой единой концепции анализа проблем взаимосвязи структуры собственности, корпоративного управления и финансового поведения предприятий.

Первая часть данного исследования посвящена теме «Подготовка и проведение опроса предприятий по проблемам финансового поведения предприятий и корпоративного управления». Тенденции, имевшие место в российском корпоративном секторе в течение постприватизационного периода, рассматриваются многими исследователями в качестве одной из характерных черт функционирования экономики переходного периода. Вместе с тем, наблюдавшиеся в российской экономике в течение целого ряда предыдущих лет депрессивные явления и отсутствие реальных внутренних предпосылок для устойчивого экономического роста сфокусировали внимание экономистов на финансовом положении российских компаний.

Так, в первом разделе рассматриваются существующие эмпирические подходы к исследованию проблем финансового поведения предприятий и корпоративного управления в странах с переходной экономикой, дается краткий обзор основных гипотез и выводов, полученных другими исследователями, представлена сводная оценка сложившейся в российском корпоративном секторе

постприватизационной структуры собственности на основе собственных исследований и их результатов авторов настоящей работы.

На основе проводившихся авторами собственных исследований и с учетом опыта других работ формулируются 8 основных гипотез, проверка которых осуществлена в рамках настоящего исследования.

Второй раздел работы посвящен, во-первых, описанию проведенного опроса 200 средних и крупных предприятий (методология опроса, описание выборки в отраслевом и региональном разрезе, группировка акционерных обществ по численности занятых, по размеру уставного капитала и основным фондам, по выручке от реализации, по году приватизации, по варианту льгот при приватизации, по стажу действующих руководителей). Во-вторых, здесь представлено описание структуры собственности на опрошенных предприятиях: распределение по доминирующим типам собственников и по уровням концентрации собственности.

В третьем разделе осуществляется проверка основных гипотез, сформулированных для настоящего исследования.

Завершающий четвертый раздел базируется на анализе конкретных примеров и посвящен микроэкономическому анализу финансового поведения предприятий. Целью данного раздела является прежде всего проверка сформулированных в рамках описанной выше выборки гипотез на примере нескольких групп предприятий машиностроения, пищевой промышленности и энергетики (в последнем случае проблемы монополистов).

В этом разделе также рассматриваются проблемы неплатежей на примере специально избранного региона (Пермская область). Тем не менее необходимо заметить, что общие проблемы неплатежей в российской экономике специально анализируются в самостоятельных исследовательских проектах второго этапа работ, поэтому в рамках настоящего отчета речь идет прежде всего о дополнении как этих проектов, так и проверяемых в настоящем исследовании гипотез.

Безусловно, представленные в рамках настоящего отчета результаты носят предварительный характер. Объем полученных в рамках проведенного опроса данных предполагает продолжение эмпирических исследований как по линии включения в сферу анализа новых массивов первичной информации, так и по линии совершенствования эконометрических приемов их обработки.

Тем не менее, уже на данном этапе можно говорить о некоторых практических итогах работы. В частности, проведенный анализ изменений в структуре собственности и взаимосвязей между различными типами доминирующих собственников и показателями эффективности функционирования предприятий будет полезен для определения (уточнения) ориентиров формирования государственной политики в отношении различных типов корпораций (по типам собственности), модификации госсектора (политики в отношении государственной собственности) и развития национальной модели корпоративного управления в целом.

Потенциальными пользователями результатов исследований являются Государственная Дума Федерального Собрания РФ, Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг, Министерство экономики РФ (департамент реформы предприятий), Министерство государственного имущества РФ.

# **Часть 1. Эмпирические подходы к исследованию проблем собственности, финансового поведения предприятий и корпоративного управления в странах с переходной экономикой**

## **1.1. Эмпирический анализ экономических последствий утверждения прав частной собственности**

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

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

Так, в обычных межстрановых множественных регрессиях удельный вес государственной собственности сам по себе, как свидетельствуют многие расчеты, по-видимому, не оказывает существенного влияния на темпы экономического роста. Дело меняется, если ввести в рассмотрение некоторые характеристики специфических отношений между частной и государственной собственностью в различных странах. Дж. Скалли и Д. Слотье (Scully, Slottje, 1991) рассчитали особый индекс, предназначенный для того, чтобы оценить меру защиты прав частной собственности от посягательств государства. Используя указанный индекс, Й. Торстенссон (Torstensson, 1994) обнаружил четко выраженную отрицательную корреляцию между темпами роста ВВП, рассчитанными на душу населения, и “степенью ненадежности” прав частной собственности.

С. Нэк и Ф. Кифер использовали для аналогичных целей рейтинговые оценки частных агентств, предоставляющих информацию зарубежным

инвесторам. Их расчеты подтвердили наличие достаточно четкой зависимости между надежностью (прочностью) прав частной собственности (а также основанных на них обязательств) и темпами экономического роста (Knack, Keefer, 1995)<sup>1</sup>. В другой работе К. Клейг, Ф. Кифер, С. Нэк и М. Олсон отмечают, что рейтинговые оценки институциональной структуры утрачивают статистическую значимость, если в качестве одной из независимых переменных в уравнения регрессии вводятся инвестиции; для авторов это обстоятельство служит свидетельством того, что институциональные характеристики частной собственности оказывают влияние на темпы экономического роста как раз через механизмы накопления капитала (см. Clague, Keefer, Knack, Olson, 1997, pp. 77-79).

Иной подход к указанной проблеме основан на сравнении эффективности государственных и частных предприятий, функционирующих в различных секторах экономики.

В рамках технологической парадигмы, включая неоклассическую теорию (в терминологии О. Williamson (Williamson, 1990)), 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. Как отмечает Дж. Ярроу, “конкурентная и регулятивная среда более важна чем вопрос собственности сам по себе.” (Yarrow, 1986).

В силу этого отдельным принципиальным вопросом стала оценка преимуществ частных предприятий перед государственными. При этом используются критерии эффективности, которые, разумеется, существенно отличаются от рассматривавшихся выше: такие сопоставления могут в лучшем случае выявить преимущества индивидуальных фирм в снижении своих издержек или в повышении нормы чистого дохода.

В более узкой постановке это проблема позитивного влияния приватизации на эффективность предприятий. Большинство исследователей склонны ответить на вопрос утвердительно, однако (при наличии обширной теоретической и эмпирической литературы) единая точка зрения пока не

---

<sup>1</sup> Косвенным подтверждением указанных тенденций могут служить также расчеты множественных регрессий, в которых темпы экономического роста обнаруживают существенную положительную корреляцию с различными индексами либерализации экономики, используемыми в качестве независимой переменной (см., например, de Melo, Denizer, Gelb, 1997; Leblang, 1994).



выработана<sup>2</sup>. Существует по крайней мере несколько подходов в пользу частных предприятий:

- социальный: государственные предприятия представляют собой инструмент «лечения» недостатков рынка с помощью ценовой политики, учитывающей социальные маргинальные цены (Shapiro, Willig, 1988). 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 прибыли (Shleifer, Vishny, 1994);

- конкурентный: приватизация усиливает конкуренцию, которая заставляет предприятия работать более эффективно. Частные предприятия в большей степени подвержены дисциплине коммерческих финансовых рынков (Kikeri, Nellis, Shirley, 1992);

- стимулирующий: менеджеры государственных предприятий могут не иметь необходимых стимулов к эффективной работе или их недостаточно контролируют (Vickers, Yarrow, 1988).

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 корпораций (Dewenter, Malatesta, 1998). Доводы в пользу конкурентного подхода верны только в том случае, если частные фирмы действительно более эффективны, чем государственные.

Исследования, проводившиеся на протяжении последних десятилетий, охватывают довольно широкий круг отраслей: авиационный транспорт (Davies,

---

<sup>2</sup> Подробный обзор литературы по данному вопросу см.: Перевалов, Гимади, Добродей, 1999.

1977), автотранспорт (Palmer, Quin, Resendes, 1983; Pashigian, 1976); энергоснабжение (De Alessi, 1977; Peltzman, 1971), водоснабжение (Crain, Zardkoohi, 1980; Morgan, 1977); здравоохранение (Schlesinger, Dorwart, 1984; Wilson, Jadow, 1982). Подробное сравнение эффективности частных и государственных учреждений проведено также на материалах австралийской банковской системы (Davies, 1981). Различия в эффективности функционирования частных и государственных предприятий исследовались и в развивающихся странах (см., например, Funkhouser, McAvoy, 1979). Из всех этих расчетов следовал более или менее категоричный вывод о сравнительно большей эффективности частных предприятий.

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

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

## 1.2. Опыт и результаты имеющихся исследований

### 1.2.1. Краткий обзор исследований динамики структуры собственности в различных странах с переходной экономикой

В настоящее время существует уже целый ряд эмпирических исследований о структуре собственности в различных странах с переходной экономикой. Практически все они достаточно условны для межстрановых сравнений (в силу проблем выборки, различных размеров предприятий, закрытости респондентов, невозможности выявить аффилированные структуры и реальные полюса контроля). Тем не менее, они позволяют с высокой долей достоверности оценить наиболее общие тенденции, характерные для стран с переходной экономикой. Во второй половине 90-х гг. также предпринимались попытки оценить взаимосвязь между структурой собственности и сдвигами на микроуровне (enterprise (restructuring) performance) после приватизации<sup>3</sup>. На основе полученных в этих исследованиях результатов можно сделать следующие (иногда противоречивые) обобщенные выводы.

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

В итоге наиболее острая борьба развернулась там, где доминировала “распыленная” собственность как итог массовой приватизации или инсайдерской модели (в рамках или независимо от массовой приватизации). Крупные акционеры, в том числе инсайдеры-менеджеры, продолжают скупать акции у мелких. В Албании — при минимальных льготах инсайдерам — немедленно вслед за массовой приватизацией началась волна перепродаж акций мелкими акционерами более крупным, причем преимущественно неофициально

---

<sup>3</sup> См: Афанасьев М., П.Кузнецов, А.Фоминых (1997); ИМЭМО и др., 1999; Клепач А., П.Кузнецов, П.Крючкова (1996); Леонтьевский центр (1996); Радыгин А., В.Гутник, Г.Мальгинов (1995); Aukutsionek S., R.Kapeliushnikov, V.Zhukov (1998); Blasi J., M.Kroumova, D.Kruse (1997); Carlin W., S.Fries, M.Schaffer, P.Seabright (1999); Classens S., S.Djankov, G.Pohl (1997); Djankov S. (1999); Earl J., S.Estrin, L.Leshchenko (1995); Frydman R, Ch.W.Gray, M.Hessel, A.Rapaczynski (1997); Pohl G., R.E.Anderson, S.Classens, S.Djankov (1997); Radygin A., Entov R. (1999) и другие (см. источники).

(минуя Центр регистрации акций). В Македонии борьба за контроль и, соответственно, концентрация собственности, наиболее быстрыми темпами происходит в АО, где структура владения не является “аморфной”, а тяготеет к менеджерам (их “командам”). В Польше в тех 853 компаниях, которые были созданы занятыми в рамках “прямых продаж”, доминирующей тенденцией является концентрация капитала в руках менеджеров. В Словении менеджеры развернули поистине войну против аутсайдеров, вплоть до внесения в уставы АО различного рода ограничений их прав.

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

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

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

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

Многие авторы (например, Djankov, 1999) 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.

(2) Во многих странах по итогам приватизации сформировались инсайдерские модели корпораций. Это стало характерным не только для стран, законодательно избравших МЕВО в качестве основного метода приватизации. Во многих других странах формирование инсайдерской модели проходило спонтанно, в том числе под видом продажи активов формальным аутсайдерам. В России в 1993-1994 гг. инсайдеры получили в среднем около 55-65% акций приватизированных предприятий. К 1998 году их совокупная доля снизилась до 50-60%.

Работники-инсайдеры во всех странах с переходной экономикой, как правило, не представляют собой самостоятельной силы как особого субъекта корпоративного контроля. Их акционерные владения либо контролируются

менеджерами, либо сильно “распылены” и формируют аморфную структуру владения акциями предприятия.

Что касается эффективности деятельности менеджеров как субъектов корпоративного контроля в постприватизационный период, то оценка может быть только двойственной:

- с одной стороны, эта политика безусловно успешна и эффективна в том, что касается консервации (консолидации) контроля в АО;

- с другой стороны, эта деятельность пока остается предметом дискуссий в той ее части, которая касается оценок эффективности “менеджерской модели” контроля не только для стратегического развития, но и для элементарного выживания предприятия.

Сосредоточение контроля у менеджеров обеспечивает возможности значительного повышения эффективности. Но, согласно некоторым расчетам (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997), доминирующий контроль менеджеров разделяет некоторые “слабости”, присущие собственности работников. Все же корпорации, контролируемые менеджерами, характеризовались значительно более высокой эффективностью, чем предприятия, принадлежащие “трудовому коллективу”.

Рассматриваемые проблемы характерны не только для России, но и для других стран переходной экономикой на постсоветском пространстве (см. таблицу 1.1).

**Таблица 1.1. Изменения в структуре собственности, %**

	Грузия		Казахстан		Киргизстан		Молдова		Россия		Украина	
	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997	1995	1997
Менеджеры	41,5	53,6	23,1	29,4	28,1	34,4	7,2	18,3	25,4	36,3	14,6	46,2
Работники	9,4	10,4	10,7	8,2	38,3	36,4	21,6	19,7	26,0	23,3	23,6	15,3
Государство	41,0	23,3	34,8	16,1	12,4	5,6	38,6	23,8	23,5	14,7	42,6	15,4
Аутсайдеры-резиденты*	4,9	8,0	23,6	30,2	16,8	18,9	24,7	22,6	23,4	21,5	18,9	17,7
Аутсайдеры-нерезиденты	1,0	2,2	4,4	6,8	2,2	2,3	0,3	2,1	1,6	3,8	0,3	0,9
Частные лица	2,0	2,2	3,4	9,3	2,2	2,4	7,6	13,5	0,1	0,4	0,2	4,5

\* (вкл. инвестиционные фонды)

Источник: Djankov, 1999.

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

В Чехии, Венгрии и Польше в середине 90-х гг. 98% обследованных компаний среднего размера имели доминирующего акционера (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997). При этом средняя величина доли акционерного капитала, находящейся в собственности основного акционера, колебалась в пределах 50-85% (кроме государства и чешских инвестиционных фондов). В странах бывшего СССР также отмечается тенденция к концентрации. Имеющиеся данные по 6 странам позволяют говорить, прежде всего, об устойчивом росте доли менеджеров в акционерном капитале (Djankov, 1999).

(4) Принято считать, что приватизированные компании более эффективны, чем государственные. К таким выводам приходят, в частности, исследователи ЕБРР (EBRD, 1997). Даже сама подготовка к приватизации в некоторых случаях (Польша конца 80-х - начала 90-х годов) может вызвать заинтересованность руководителей фирм в повышении производительности (Pinto, van Wijnbergen, 1995). Они обнаруживают более интенсивный экономический рост, быстрее увеличивают свои инвестиции.

Имеющиеся данные Леонтьевского центра (Санкт-Петербург) позволяют говорить о более высоком уровне эффективности деятельности приватизированных предприятий в промышленности России. При этом прослеживаются следующие закономерности: (1) “глубокоприватизированные предприятия” эффективнее “среднеприватизированных”, а обе группы приватизированных предприятий эффективнее государственных предприятий; (2) показатели эффективности предприятий, приватизированных в 1993 г., выше, чем у предприятий, которые были вовлечены в этот процесс в 1994-1995 гг.

Чем выше доля государства в уставном капитале АО (от 25 до 50%), тем хуже обстоят дела в области управления и финансового состояния АО (оценка Мингосимущества РФ 1998 г.). В определенной мере это связано с нежеланием частных акционеров проводить реорганизацию и инвестировать в такие АО в ситуации, когда права собственности на значительную долю акций остаются по сути неопределенными.

Среди работ, не обнаруживших устойчивой зависимости между постприватизационными структурами собственности и интенсивностью

преобразования, можно указать: Linz, Krueger, 1998; Earle, Estrin, 1997 (обследования проводились по российским предприятиям). Данные по украинским предприятиям (Estrin, Rosevear, 1998) также не подтвердили явной связи между структурой собственности и преобразованием (реструктурированием).

(Carlin, Fries, Schaffer, Seabright, 1999), исследовавшие 3000 предприятий в 20 странах с переходной экономикой, указывают, что анализ воздействия приватизации и типа и структуры собственности на реструктурирование и преобразование предприятий не дает никакого ясного ответа (в качестве объяснения выдвигается отсутствие информации о госпредприятиях до приватизации).

(Brown, Earle, 1999, draft), претендующие на максимально полную базу данных по российским предприятиям (7534 промышленных предприятия России)<sup>4</sup>, приходят к выводу, что в среднем фирмы всех форм собственности преобразуются слабо, но частные фирмы при этом преобразуются хуже, чем государственные. В итоге авторы делают вывод о негативном влиянии приватизации на экономическую эффективность, хотя и отмечают, что было бы ошибочно винить в этом только приватизацию (в силу неамного лучших результатов государственных предприятий).

(5) 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 обнаруживают те фирмы, в которых установлен прочный контроль "внешних" собственников.

Изучение данных об обороте руководителей чешских фирм может свидетельствовать: руководители, которых впервые "привели" в приватизированную компанию "внешние" владельцы, действовали намного эффективней, чем руководители, назначенные государственным ведомством (Claessens, Djankov, 1999).

---

<sup>4</sup> Ключевым недостатком данного исследования является учет только официально зарегистрированных первичных приватизационных сделок при оценке структуры собственности. Если принять во внимание последующее перераспределение акций (типичное для подавляющего большинства российских компаний), залог, траст и т.д., то картина будет существенно иной. В то же время «срез» реальной структуры собственности очевидно затруднен как для такого количества предприятий, так и с точки зрения информационных проблем.

Именно появление "внешних" собственников придает динамизм постсоциалистической экономике (Carlin, Landesmann, 1997). В то же время (как и при оценке взаимосвязи между формой собственности и эффективностью) есть исследования, в которых собственность аутсайдеров-резидентов не имеет значимой корреляции с реструктурированием (Djankov, 1999).

Принято также считать, что "идеальную" форму корпоративного управления обеспечивают компании, принадлежащие иностранным владельцам (Brada, Singh, 1999, p.14). Данные (Carlin et al., 1995) на примере предприятий Чехии, Венгрии, России и Болгарии показывают, что преобразование предприятий, принадлежащих иностранцам, осуществляется наилучшим образом. При этом иностранная собственность позитивно сказывается на реструктурировании при ее относительно высоком значении - более 30% акций (Djankov, 1999).

Тем не менее указанные данные (Carlin et al., 1995) свидетельствуют, что разница между предприятиями, принадлежащими местным инсайдерами (работники и менеджеры) и доминирующим аутсайдерам, очень невелика. (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997) на основе данных по предприятиям Чехии, Венгрии и Польши находят, что частные фирмы превосходят государственные по уровню преобразования, но фирмы с доминированием аутсайдеров не превосходят фирмы, в которых доминируют инсайдеры. (Smith et al, 1997) приходят к выводу, что в Словении предприятия с доминированием нерезидентов показывают наибольший рост в плане добавленной стоимости, однако предприятия инсайдеровского типа демонстрируют наивысший средний рост при сравнении с предприятиями, находящимися под контролем местных аутсайдеров.

(Brown, Earle, 1999, draft) приходят к выводу, что фирмы с большой долей инсайдеров и держателей акций по итогам ваучерных аукционов преобразуются значительно хуже, тогда как фирмы с долей холдингов, иностранцев и "золотой акцией" преобразуются лучше (тем не менее влияние ваучеров, холдингов и нерезидентов не устойчиво). Фирмы, приватизированные по 1 варианту, преобразуются лучше, чем те, которые избрали 2 вариант приватизации. Позитивный эффект холдингов и нерезидентов не возрастает с размером пакета.



(б) Концентрация собственности в постприватизационный период (у менеджеров или аутсайдеров) создает определенные преимущества для эффективного корпоративного управления и реструктурирования.

Существует, в частности, точка зрения, подкрепленная статистическим анализом. На примере деятельности 706 чешских предприятий в 1991-1995 гг. доказывалось, что концентрированная собственность приводит к повышению рыночной стоимости предприятия и, следовательно, к его более высокой рентабельности. При этом авторы делают вывод о наличии позитивного влияния, которое оказывает на предприятие его основной банк через косвенный контроль инвестиционного фонда (Claessens, Djankov, Pohl, 1996). Теоретическим косвенным подтверждением такой точки зрения является общемировая тенденция 70-90-х гг. сокращения числа индивидуальных и роста институциональных акционеров<sup>5</sup>.

Если предположить (с учетом выводов Леонтьевского центра), что уровень концентрации владения акциями выше на тех предприятиях, которые были вовлечены в приватизационный процесс раньше (что в целом соответствует общероссийской тенденции), то с некоторой долей условности можно говорить и большей эффективности предприятий с концентрированной собственностью.

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

Многочисленные факты деятельности мажоритарных собственников (как менеджеров, так и аутсайдеров) в ущерб интересам развития корпораций также хорошо известны. Набор обвинений достаточно стандартен и может быть в равной степени применен к собственникам предприятий в других странах с переходной

---

<sup>5</sup> Тем не менее следует заметить, что в ходе мирового финансового кризиса октября-декабря 1997 г. при резком падении в США индекса Dow Jones Industrial Average число индивидуальных акционеров возросло, а доля институциональных инвесторов уменьшилась.

экономикой: стремление контролировать только финансовые потоки и экспортные операции, неоправданное раздробление предприятия, распродажа или сдача в аренду активов в ущерб акционерам и предприятию, позиция “free rider” при решении стратегических задач, отношение к своему пакету акций как объекту спекуляции, использование пакета как залога под кредиты и т.д. В особенности это касалось финансовых институтов, ставших акционерами в ходе и после приватизации.

В контексте рассматриваемой проблемы интересны также результаты проведенного в Гарварде сопоставления эффективности правовых систем 49 стран мира с точки зрения защиты интересов инвесторов (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997, pp. 32-35, 40-43). Авторы приходят к выводу, что концентрация владения есть в то же время реакция (адаптация) на слабую правовую защищенность инвесторов в рамках национальной модели корпоративного управления. Высокие стандарты бухгалтерского учета, правовые механизмы защиты инвесторов и уровень исполнения законодательства имеют отрицательную корреляцию с концентрацией собственности<sup>6</sup>. В то же время высокий уровень концентрации свидетельствует о слабом функционировании рынка капиталов. С точки зрения проведенного анализа это связано с тем, что слабая правовая защищенность мелких инвесторов лишает компании возможности мобилизовать необходимые капиталы.

Применительно к России, тем не менее, ситуация носит двойственный характер. Процесс концентрации собственности в значительной степени связан с деятельностью непосредственно менеджеров (или крупных акционеров, ставших инсайдерами). Соответственно, процесс концентрации собственности становится отнюдь не средством адаптации к слабости внешних механизмов корпоративного управления. Напротив, именно концентрация собственности становится инструментом нарушения прав других акционеров (инвесторов).

(Djankov, 1999) справедливо отмечает, что в дальнейших эмпирических исследованиях целесообразно разграничивать (выделять) эффекты собственности в зависимости от различных уровней концентрации.

(7) Важно также обратить внимание еще на одну принципиальную тенденцию. Для второй половины 90-х гг. характерен специфический процесс

---

<sup>6</sup> Безусловно, следует принять во внимание и некоторые ограничения данного исследования: анализ только 5-10 крупнейших по капитализации компаний в каждой стране, учет только номинального владения акциями, а не всей совокупности механизмов контроля и др.

слияния функций менеджеров и аутсайдеров в российских корпорациях. Менеджеры постепенно становятся и акционерами в корпорации, аутсайдеры по мере консолидации контроля начинают функционировать в качестве менеджеров. Этот процесс носит конфликтный характер и пока не играет решающей роли, однако в перспективе имеет важнейшее значение для сглаживания пока острейших корпоративных конфликтов и дальнейшей стабилизации прав собственности в корпорациях.

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

(8) Наличие острых корпоративных конфликтов негативно влияет на финансовое состояние и перспективы развития предприятия. Инвестиционная привлекательность предприятия для аутсайдеров в значительной степени (гораздо более высокой, чем в развитых моделях КУ) определяется наличием внутрикорпоративных рисков (Brunswick, 1999).

(9) В постсоциалистической экономике со сравнительно более развитыми рынками капитала (Чехия, Словакия) концентрация акционерной собственности у крупных владельцев сопровождается повышением рыночного курса соответствующих акций (Claessens 1997).

(10) Приспособление фирмы к требованиям рынка осуществляется тем энергичней, чем лучше обеспечиваются права частной собственности (Barberis, Boycko, Shleifer, Tsukanova, 1996) и чем последовательней в хозяйственной практике корпораций реализуется принцип жесткого бюджетного ограничения (Classens, Djankov, 1998).

### 1.2.2. Некоторые проблемы методологии эмпирических исследований финансового поведения предприятий в странах с переходной экономикой

Авторы таких исследований сталкиваются с рядом специфических проблем, связанных с выбором соответствующих статистических показателей и эконометрических методов. Сошлемся в этой связи лишь на две группы вопросов: отыскание характеристик эффективности (выступающих в качестве зависимой переменной) и учет не только прямых, но и обратных зависимостей ("endogeneity problem").

При исследовании эффективности западных компаний чаще всего используются показатели рентабельности.

Аналогичные характеристики фигурируют и в ряде исследований, относящихся к постсоциалистическим странам - см. Aghion, Blanchard, Burgess 1994; Djankov, Pohl 1997<sup>7</sup>. Отчетные данные о прибыли, официально предоставляемые российскими компаниями, требуют, по-видимому, более тщательного анализа: необходимо учитывать, в частности, особенности расчетов в условиях нарастающих неплатежей и бартера, а также широкое распространение двойной бухгалтерии<sup>8</sup>. Некоторые исследователи – (Claessens, Djankov, Pohl, 1997; Claessens, Djankov, 1998) - в качестве эндогенной переменной наряду с показателями рентабельности используют также коэффициент Тобина ( $q$  - ratio). Этот показатель с успехом применяется при анализе эффективности фирм в развитых странах (Morck, Shleifer, Vishny 1988; McConnel, Servaes 1990; Holderness a.o. 1999), но возможности его использования при изучении постсоциалистической экономики не столь очевидны. Дело в том, что характеристики равновесия, используемые в базовой теоретической модели Тобина (Tobin 1969; Sargent 1987, Chapter 3) вряд ли применимы к узким малоликвидным рынкам капитала в большинстве постсоциалистических стран; в этих случаях на движении курсов акций непосредственно отражаются процессы, порождаемые серьезным макроэкономическим неравновесием и конъюнктурными поворотами в движении иностранного капитала. Так, отношение совокупной

---

<sup>7</sup> Р. Фридман, С. Грэй, М. Хессел, А. Рапачинский (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997) пользуются несколько модифицированными характеристиками рентабельности - средним доходом на работника и средними издержками, приходящимися на единицу валового дохода.

<sup>8</sup> Кроме того, в условиях постсоциалистической экономики цены, на базе которых формируется чистый доход фирмы, могут в наибольшей степени отклоняться от того уровня

рыночной цены бумаг, эмитированных отдельными российскими корпорациями, к восстановительной стоимости их реального капитала испытывало сильные колебания, определявшиеся не столько эффективностью соответствующих компаний, сколько спекулятивным бумом и последующими потрясениями фондового рынка, перепадами в темпах инфляции, валютным кризисом и т.п.

Учитывая серьезные трудности, возникающие при интерпретации стоимостных характеристик эффективности, многие авторы прибегают к рассмотрению "реальных" показателей - совокупной производительности факторов производства – (см. Claessens, Djankov, 1998) - или производительности труда (см. Earle, Estrin, 1998). Эти показатели, по-видимому, в меньшей степени испытывают влияние отмеченных выше искажающих факторов. Вместе с тем такие расчеты опираются на недостаточно надежную статистику труда и особенно капитала отдельных фирм. Для того, чтобы "обойти" неизбежно возникающие проблемы, некоторые исследователи прибегают к косвенному измерению затрат факторов производства<sup>9</sup>.

В ряде работ используются показатели, в той или иной степени характеризующие интенсивность перестройки всей хозяйственной деятельности. Так, в получившей широкую известность публикации, изучавшей воздействие приватизации на деятельность российских торговых учреждений, рассматриваются такие показатели как проведение капитального ремонта торговых помещений, радикальное изменение контингента поставщиков, увеличение времени работы магазина и интенсивность оборота работников (см. Barberis, Boycko, Shleifer, Tsukanova, 1996). Дж. Эрл, С. Эстрин и Л. Лещенко вводят в качестве одной из характеристик перестройки изменение доли экспортируемой продукции (Earle, Estrin, Leschenko, 1996). В другом исследовании для того, чтобы избежать смещений, связанных с использованием какой-либо одной характеристики, Эрл и Эстрин прибегают к использованию составного индекса реорганизации<sup>10</sup> (Earle, Estrin, 1997).

---

долгосрочного равновесия, на котором они должны были бы установиться в условиях существования развитой системы рынков.

<sup>9</sup> Следуя методике (Burnside, Eichenbaum, Rebelo, 1995), Claessens, Djankov, 1998, например, характеризуют "интенсивность" использования капитала с помощью изменений в производственном потреблении электроэнергии.

<sup>10</sup> Индекс рассчитывается как среднее из показателей, характеризующих степень обновления производства и сбыта, изменения занятости, перехода к новой организационной структуре предприятия, движения инвестиций и изменения выплат работникам.

(Djankov, 1999) справедливо указывает, что в настоящее время при обследовании поведения предприятий используется очень широкий набор показателей реструктурирования, как на основе финансовой отчетности, так и качественного характера. При этом нет преобладающей методологии, так как концепции реструктурирования заметно различаются от работы к работе. Для целей своего исследования (связи между структурой собственности и преобразованием предприятий в 6 государствах СНГ) указанный автор применяет определение (Ericson, 1998), где реструктурирование определено как «изменения в операциях, взаимодействиях (взаимосвязях) и мотивациях в направлении достижения успеха в меняющейся рыночной среде». (Djankov, 1999) применяет уже широко использовавшиеся в других работах следующие показатели для «измерения» реструктурирования:

- рост производительности труда (рост продаж на 1 работника). Здесь различается «пассивное» или «оборонительное» реструктурирование (т.е. сокращение излишней занятости) и «активное» реструктурирование (т.е. увеличение объема продаж);

- продажа или сдача в аренду активов (оборудование, здания);

- «реновации» на предприятии в целях улучшения производственных условий<sup>11</sup>.

(Carlin, Fries, Schaffer, Seabright, 1999) при обследовании предприятий в 20 странах с переходной экономикой (выборка явно нерепрезентативна для ряда стран) используют следующие показатели реструктурирования: рост продаж, производительность труда, динамика занятости, внедрение новых продуктов, обновление существующей продукции, смена поставщиков, давление конкуренции на товарном рынке (количество конкурентов по основному продукту), источники финансирования (самофинансирование, государство, банковские кредиты, продажа ценных бумаг), неплатежи (налоги, счета), смена менеджеров, общий инвестиционный климат и ряд других внешних (макроэкономических, политических) факторов.

(Kuznetsov, Muravyov, 1999) при обследовании 103 российских «голубых фишек» в 1995-1997 гг. при оценке влияния собственности используют показатели производительности труда, рентабельности и коэффициент Тобина ( $q$  - ratio).

---

<sup>11</sup> Доля бартера как индикатор реструктурирования, использовавшаяся ранее, снята автором как спорная (в силу отсутствия общей позиции в литературе и наличия позитивных и негативных оценок бартера с точки зрения реструктурирования).

Авторы отмечают, что чем выше доля аутсайдеров (местных и иностранных), тем лучше преобразования в плане производительности. Напротив, собственность инсайдеров и государства связана с низкой производительностью труда. Собственность госхолдинга оказывает негативный эффект на производительность (немного меньший, чем собственность государства).

В отношении рентабельности государственная собственность не имеет влияния, собственность и концентрация собственности у аутсайдеров дают негативный эффект, тогда как собственность инсайдеров имеет позитивный эффект. Авторы не дают интерпретации этих результатов. В отношении влияния собственности на преобразование предприятия, измеряемое через коэффициент Тобина, авторы не обнаруживают статистически значимого эффекта.

Немало трудностей в указанных исследованиях возникают в связи с решением одной из классических эконометрических задач - учетом роли обратных причинно-следственных связей. Дело в том, что сам выбор объектов приватизации трудно считать случайным. Так, теория приватизации чаще всего исходит из того, что в частную собственность приходится (следует) переводить предприятия, оказывающиеся в кризисном положении и демонстрирующие недостаточную эффективность (Vickers, Yarrow 1988; Drazen, Grilli, 1993). С другой стороны, если у инвесторов существует выбор, они предпочтут акции тех компаний, которые демонстрируют более высокую эффективность (это соображение, по-видимому, играло существенную роль и в ходе постсоциалистической приватизации (см. Carlin, van Reenen, Wolfe, 1994)<sup>12</sup> . Но если для какого-либо из таких предположений существуют реальные основания, это неизбежно означает неравные исходные условия в функционировании приватизированных и остальных компаний.

Учитывая существование подобной проблемы, (Earle, Estrin, Leschenko, 1996) просто дополнительно включили в уравнение множественной регрессии лаговое значение эндогенной переменной. Такой прием, по-видимому, все же не может служить ни необходимым, ни достаточным условием учета эндогенного влияния, оказываемого, например, методами приватизации. Более строгий подход предполагает использование в ходе анализа системы инструментальных

---

<sup>12</sup> Выбор объектов покупки в Словении иностранными инвесторами также подтверждает справедливость подобных наблюдений. Как свидетельствуют расчеты, фирмы, демонстрировавшие особую прибыльность, повышенную долю экспорта и крупные долгосрочные кредиты, оказывались более вероятным объектом вложений иностранного капитала - см. Smith, Cin, Vodopivec, 1997.

переменных и двухшагового метода наименьших квадратов<sup>13</sup>. Так, при анализе реорганизации, последовавшей за приватизацией торговой сети в России (Barberis, Boycko, Shleifer, Tsukanova, 1996) в качестве инструментальных использовались условные переменные, характеризовавшие конкурентные (или неконкурентные) методы приватизации и продажу торгового предприятия без соответствующих помещений (или с помещением). Эконометрический анализ показал: в тех случаях, когда магазин приобретался вместе с торговым помещением, вероятность его перехода к внешнему собственнику и последующего радикального сокращения персонала была существенно больше, чем в остальных случаях. Это согласуется с отмеченной рыночной тенденцией к упрочению экономической базы для специализированных инвестиций и особенно - с наблюдаемым в постсоциалистической экономике стремлением владельцев к упрочению прав собственности на приобретаемые активы.

Пробит-модели, используемые (Claessens, Djankov, 1998), могут свидетельствовать о том, что в Чехии и Словакии объектом приватизации чаще всего становились сравнительно более эффективные предприятия, тогда как в Польше и Словении - менее эффективные<sup>14</sup>.

(Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997) прибегли к группировке компаний по тем владельцам, в собственности которых они оказались в результате приватизации. Их расчеты могут свидетельствовать о существенных "смещениях" выборки в рассматриваемых странах (Чехия, Польша, Венгрия): инсайдеры сумели заполучить сравнительно более эффективные (на начальный момент - год осуществления приватизации) предприятия.

---

<sup>13</sup> (Claessens, Djankov, 1998), сталкиваясь с "проблемой эндогенности", использовали несколько более формализованную двухступенчатую процедуру Хекмана (на первом этапе используется обычный метод наименьших квадратов). Тот факт, что в расчетах (Claessens, Djankov) коэффициент регрессии при обратном отношении Миллса (см. Amemiya 1974) на первом этапе оценки неизменно оказывался статистически существенным, по-видимому, мог свидетельствовать о наличии эндогенной обратной зависимости; на втором этапе влияние этих факторов удавалось в основном устранить.

<sup>14</sup> Доказательность этих расчетов (Claessens, Djankov) несколько уменьшается в связи с тем, что в качестве одной из главных характеристик эффективности используется удельный вес переменных издержек к началу изучаемого периода (1991 г.). Между тем эта доля может сильно меняться при переходе от одной отрасли к другой, а также при инфляции и особенно при увеличении дисперсии в движении цен.



### **1.3. Основные этапы перераспределения собственности и тенденции борьбы за корпоративный контроль в России**

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

- спонтанный приватизационный процесс (1987-1991 гг.);
- массовая приватизация 1992-1994 гг.;

- постприватизационное перераспределение собственности (концентрация распыленных акций приватизированных предприятий с 1993 г. как наиболее общий процесс, залоговые аукционы 1995 г., войны “олигархов” 1997 г., переход от наиболее диких к легальным процедурным технологиям корпоративного контроля и перераспределения акционерного капитала в 1996-1998 гг.).

Общим позитивным итогом сложного и противоречивого процесса формирования постприватизационной структуры собственности в России стала прежде всего постепенная стабилизация (упорядочивание структуры) прав собственности: от аморфной и дисперсной структуры к появлению явных (формальных, основанных на праве собственности) или скрытых (неформальных, основанных на реальной власти в корпорации) полюсов корпоративного контроля. По оценкам ФКЦБ, в 1996 г. борьба за контроль завершилась в 25% российских корпораций, в начале 1998 г. - в 50%. Хотя даже в 1997-1998 гг. еще не приходится говорить о реальном экономическом эффекте такой стабилизации (тем более что перераспределение продолжалось, и система в целом оставалась нестабильной), тем не менее, на наш взгляд, предпосылки уже имели место. Финансовый кризис 1998 г. существенно изменил ситуацию.

#### **1.3.1. Предпосылки реформ и приватизация**

Если 1985-1989 гг. можно охарактеризовать как период косметических изменений действовавшей системы, когда любые альтернативные формы собственности рассматривались лишь в контексте "многоукладной социалистической экономики" с доминирующим госсектором, то 1990-1991 гг. - это годы более систематических реформ или, что точнее, более систематических концепций прорыночных преобразований. Заметный сдвиг произошел в идеологических подходах к вопросам собственности в целом и реформирования

соответствующих отношений в частности. Последнее проявлялось и в содержании рассматривавшихся программ, и в принятом в этот период законодательстве.

Одновременно - на фоне продолжающихся дискуссий о допустимости альтернативных форм собственности и методах приватизации - резко активизировался спонтанный процесс: номенклатурно- бюрократический, номенклатурно-территориальный, "коллективный", "менеджеральный" и др. (см. Radygin, 1996). Это было связано с появлением с арендного и кооперативного законодательства, правом полного хозяйственного ведения на госпредприятиях, отсутствием единых и легальных приватизационных процедур.

Вне зависимости от содержательных оценок рассматриваемого процесса, 1992 год войдет в историю России как год старта крупномасштабной реформы в сфере отношений собственности на основе разработанного приватизационного законодательства. Если годы 1993-1994 стали годами интенсивного наращивания "критической массы" соответствующих количественных преобразований, то для 1995-1998 гг. были характерны в сущности неудачные попытки перехода к новой - "денежной" - приватизационной модели.<sup>15</sup>

Как известно, стержнем российской приватизационной программы стала модель массовой приватизации, которая объединила широкомасштабную корпоратизацию (сторона предложения) и распределение приватизационных чеков среди граждан России (сторона спроса). Важными элементами этой модели стали закрытая подписка на акции среди инсайдеров, система чековых аукционов и система посредников - чековых инвестиционных фондов. Его важнейшим итогом - с точки зрения перспектив развития новой системы прав собственности - стало формирование новых институтов: корпоративный сектор экономики (более 30 000 АО), рынок корпоративных ценных бумаг, система институциональных инвесторов, около 40 млн. формальных акционеров по итогам массовой приватизации.

Нерешенные в рамках модели 1992-1994 гг. задачи - прежде всего реструктурирование предприятий и привлечение инвестиций - требовали формирования такой приватизационной модели, которая хотя бы частично могла компенсировать предприятиям по сути внеэкономические методы продаж на первом этапе. Одновременно в результате массовой приватизации 1992-1994 гг. в

---

<sup>15</sup> О первом (чековом) этапе российской приватизации подробно см.: Radygin, 1994; Boyko, Shleifer, Vishny, 1995; Radygin, 1995a-b; Vassilyev, 1995; ИЭППП / ИЕТ, 1998b. О втором (денежном) этапе подробно см.: Bohm, ed., 1997, Radygin, 1996a; ИЕТ, 1992-1999.

распоряжении государства осталось беспрецедентное количество пакетов акций предприятий, проблема продажи которых стала ключевой как для собственно приватизационной политики 1995-1998 гг., так и для интенсивного лоббирования в этой сфере. К началу 1998 г. в собственности государства оставалось около 11 000 непроданных по разным причинам пакетов акций (от наиболее мелких до контрольных) и около 5000 пакетов акций (включая "золотую акцию"), закрепленных в федеральной собственности.

Тем не менее с началом "денежного" этапа доминирующей стала задача максимизации доходов федерального бюджета, поэтому дилемма "инвестиции - бюджет" в 1995-1998 гг. была решена в пользу последнего. В целом применительно к 1995-1998 гг. непосредственно в сфере приватизации можно говорить о трансформации единой приватизационной политики в спонтанный процесс "сброса" остаточных пакетов акций, который переходит на региональный уровень. Для этого периода стало характерным также использование квази-приватизационных инструментов для привлечения политических союзников среди региональной элиты и крупнейших финансовых группировок. Продолжался и процесс консолидации и интенсивного дальнейшего перераспределения собственности между крупнейшими финансовыми альянсами и компаниями - естественными монополиями.

Некоторые наблюдатели связывают начало третьего - после "чекового" и "денежного" - этапа приватизации, с понятием "индивидуальный проект". Хотя этот термин и не был легализован в новом законе о приватизации, формальная заинтересованность правительства в "индивидуальных проектах" была оформлена в Постановлении N 363 от 1 апреля 1997 г. "О порядке реализации индивидуальных проектов приватизации федерального имущества (с изменениями Постановления Правительства РФ N 564 от 12.05.97). Согласно этому документу, индивидуальным проектом приватизации федерального имущества является комплекс мероприятий, направленных на приватизацию особо важного для страны, региона или отрасли федерального имущества и предусматривающих проведение предпродажной подготовки этого имущества с привлечением независимого финансового консультанта. Опыт крупнейших сделок и в целом практики приватизации 1997-2000 гг., тем не менее, не дает оснований для выводов о радикальных новациях.

В 2000 г. приватизация как элемент экономических реформ становится все менее актуальной. Это касается как системообразующей ее роли (актуальной для первой половины 90-х гг.), так и бюджетной ориентации приватизационных продаж (с разной степенью успеха доминирующей во второй половине 90-х гг.). Этот процесс падения роли приватизации в развитии переходной экономики проявился, в частности, в возросшей в 1999 г. активности критиков применявшихся моделей (объектом жестких нападков 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 выходят 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 в 1999-2000 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 являлись мотивы установления (завершения консолидации) контроля, типичные для пост-приватизационного 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 совершавшихся сделок.

Следует заметить также, что в регионах существует две сдерживающие приватизационный процесс тенденции: с одной стороны, невыполнение 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 г., 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.

Принятие нового закона "О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества РФ" не стало весомым стимулом для ускорения приватизации в 1998-1999 гг. Одним из сдерживающих факторов является непринятие Государственной Думой проекта закона "Об утверждении государственной программы приватизации государственного имущества в РФ".

Существенно также, что в 1999 г. впервые доходы от приватизации не включены в доходную часть федерального бюджета, а отнесены к источникам финансирования бюджетного дефицита. Это позволяет избегать жесткой бюджетной ориентации при принятии решений о сделках, в большей степени учитывая реальную конъюнктуру.

Два последних соображения (одобрение списков предприятий в обход Государственной Думы и обеспечение возможности финансового маневра в отношении конкретных объектов) привели к появлению сразу 3 списков потенциальных объектов продаж в 1999 г. В первом списке оказались некоторые крупнейшие АО ("ЛУКОЙЛ", "Газпром", "Аэрофлот"), во втором – пакеты перспективных предприятий, которые в совокупности могут внести весомый вклад в бюджет (около 60 предприятий, включая нефть и металлургию), в третьем – порядка 1200 остаточных пакетов акций мелких и средних предприятий для продажи региональными отделениями РФФИ.

В 1999 г. фактический совокупный доход от приватизации составил (при плановом 18,5 млрд. рублей) 17,3 млрд. рублей. Доход от продажи предприятий (акций) оказался почти в 2 раза ниже запланированного: 8,33 млрд. против 15 млрд. в плане на 1999 г. Формально эта сумма оказалась существенно меньше в

силу отказа правительства от продажи ряда пакетов (25% + 1 акция «Роснефти», 19,68% акций «Славнефти», мелкие пакеты акций «Газпрома» и РАО «ЕЭС России», 25% - 2 акции «Связьинвеста»). Указанные несостоявшиеся продажи могут быть перенесены на 2000 г. В итоге полученные от продаж средства были обеспечены (как и в прошлые годы) несколькими состоявшимися индивидуальными сделками.

Другие доходы от государственной собственности, тем не менее, оказались существенно выше запланированных (8,99 млрд. рублей против 3,5 млрд.). Так, в соответствии с федеральным бюджетом на 1999 г., дивиденды по акциям в государственной собственности должны были составить 1,5 млрд., фактически получено 6,15 млрд. рублей. Поступления от аренды федеральной недвижимости составили 2,165 млрд. рублей (при плане 2 млрд.). Доход от использования собственности РФ за рубежом составил 315 млн. рублей (против 200 млн. по плану). Очевидно, вместе с тем, что успехи по получению дивидендов связаны с возможностью целевого давления на крупнейшие компании. В 1999 г., в частности, была расширена и база для данного источника: дивиденды государству пришлось выплатить 600 АО против 200 в 1998 г. Рационализировать доходы от федеральной недвижимости в России и за рубежом гораздо труднее, хотя бы в силу ее распыленности и трудностей учета фактических бенефициаров.

Очевидно, что указанные процессы, равно как и начавшийся уже в 1993 г. процесс борьбы за контроль и пост-приватизационного перераспределения собственности, имеют принципиальное значение для формирования национальной модели корпоративного управления.

### 1.3.2. Постприватизационное перераспределение прав собственности

#### А. Основные особенности, фазы и инструменты установления корпоративного контроля

Прежде всего необходимо выделить наиболее общие направления постприватизационного перераспределения собственности, которые выявились в 90-е гг.<sup>16</sup>:

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

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

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

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

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

---

<sup>16</sup> Подробно см.: Радыгин, Гутник, Мальгинов, 1995; Радыгин, Энтов, 1999; Радыгин, 1999а, 1999b, 1999с; Radygin, 1995b; Radygin, 1996; Radygin, 1999а; 1999b. См. также отчеты ИЭПП по первому этапу работ в рамках контракта с US AID.

<sup>17</sup> Приведем некоторые примеры нарушения прав акционеров, типичные для менеджеров российский АО в 1994-1996 гг.: устанавливается минимальная величина пакета акций, позволяющая претендовать на избрание в управляющие органы АО; информация об общем собрании утаивается или умышленно задерживается; устанавливаются разнообразные высокие

продолжала пассивное существование, мало интересуясь дальнейшей судьбой АО, то перспективами АО могли стать в лучшем случае - поглощение аутсайдером, в худшем - использование активов АО дирекцией для личных нужд.

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

В России борьба менеджеров за контроль (помимо чисто криминальных методов) осуществлялась с помощью следующих методов<sup>18</sup>:

- опциона на 5% акций и закрытой подписки (1 вариант льгот) или закрытой подписки (2 вариант льгот) в процессе приватизации;

- покупки акций АО на приватизационных конкурсах и аукционах;

- покупки акций принадлежащими менеджменту фирмами (фондами);

- выкупа акций АО самим АО, в том числе с последующей продажей выкупленных акций работникам и администрации (ее компаниям) для увеличения доли “инсайдеров” в ущерб внешним акционерам;<sup>19</sup>

- контроля части или всех акций работников (через коллективный траст в форме закрытого АО и др.);

- траста на управление госпакетом акций;

---

сборы и комиссионные (за участие в собрании, за регистрацию сделок по купле/продаже акций, за предоставление копий документов и т.п.); вводится голосование поднятием рук вместо голосования по принципу “одна акция - один голос”; выпускаются “особые” (отличные от предусмотренных законодательством привилегированных) акции, дающих право на “особые” дивиденды; формируются “карманные” советы директоров, состоящих из директора, главного бухгалтера и некоторых других руководителей АО; препятствия продаже акций предприятия на сторону; скупка этих акций за счет АО по заниженной цене у мелких акционеров; эмиссия и размещение новых выпусков акций подставным лицам без ведома акционеров по заниженной цене; манипуляции с реестром акционеров накануне собраний; отказ в регистрации; продажа имущества АО по заниженной стоимости через подставных лиц (фирмы) без ведома акционеров и т.д.

<sup>18</sup> Следует иметь в виду, что некоторые из этих методов утратили актуальность с завершением приватизационных процедур, другие стали невозможны в 1996-1999 гг. в силу появления правовых ограничений.

<sup>19</sup> Так, по данным одного из опросов ФКЦБ (ФКЦБ, 1996б), в 1995 г. из 172 опрошенных АО 41 % респондентов отметил факт скупки своих акций. При этом 62 % из компаний, которые скупала свои акции, указывали, что акции были проданы затем работникам и администрации. По официальным данным Госкомстата РФ, на 1 января 1997 г. 5474 обследованных АО (только с государственным участием, включая РАО “ЕЭС России” и “Ростелеком”) эмитировали 67,6 млрд. акций, из которых 0,02 % (или 16,8 млн. штук) были выкуплены обществом у акционеров, 1 % (656 млн. штук) передан в траст или в холдинг, 0,005 % (3,5 млн.) передано в залог (Кобринская, 1997).



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

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

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

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

- скупки акций работников;

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

- альянсов менеджеров-акционеров с “дружественными” аутсайдерами;

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

- судебных исков, “поддерживаемых” местными властями;

- введения ограничений (квот) владения акциями в уставе;

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

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

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

- осуществления фиктивных банкротств с последующей скупкой продаваемых активов.

Очевидно, что стратегия и мотивы существенно различаются в зависимости от субъекта, заинтересованного в конкретном пакете. Так, например, даже для узкого круга крупнейших российских нефтегазовых компаний первоначальная стратегия отсекающая чужих акционеров была совершенно различной: у НК

“ЛУКойл” - максимальное распыление выпущенных акций и последующая скупка через дочерние и дружественные компании, у РАО “Газпром” - установление жестких административных лимитов для аутсайдеров и организация двойного рынка (внутреннего и зарубежного) своих акций, у НК “Сургутнефтегаз” - использование собственного пенсионного фонда для “самовыкупа” акций и попытки размывания доли аутсайдеров через новые эмиссии, у НК “ЮКОС” - “дружественное” поглощение банком, затем легализованное размывание государственной доли с использованием схем реструктуризации задолженности федеральному бюджету.

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

- установление контроля над конкретным перспективным приватизируемым предприятием (чаще всего для ведения счетов, контроля финансовых потоков, экспортной выручки и т.п.);
- покупка акций для создания определенных плацдармов экспансии в те или иные отрасли;
- скупка акций приватизированных предприятий в пользу крупных иностранных и отечественных инвесторов (комиссионный доход или курсовая разница при перепродаже пакета акций);
- политика поглощений для последующей минимальной реструктуризации и перепродажи;
- получение пакета акций в качестве компенсации за долги;
- перераспределение в свою пользу части доходов от продажи акций, принадлежащих государству;
- обладание своеобразным "страховым фондом" (учитывая, что государство не допустит банкротства промышленных гигантов и, скорее всего, пойдет даже на субсидии или какие-то льготы, которыми может воспользоваться и внешний акционер);

- владение акциями крупнейших промышленных АО для создания имиджа серьезного инвестора.<sup>20</sup>

Что касается других институциональных инвесторов, то корпоративные ценные бумаги были слабо представлены в структуре их инвестиционных портфелей.<sup>21</sup> Страховые компании и пенсионные фонды (за исключением дочерних структур некоторых крупных корпораций) традиционно ориентировались на государственные ценные бумаги. Некоторым исключением являлись чековые инвестиционные фонды, которые в силу своего происхождения стали держателями относительно крупных пакетов акций приватизированных предприятий. Чаще всего эти фонды выполняли брокерские функции: перепродавали акции целенаправленно менеджерам предприятий или передавали последним акции в траст, составляли портфели для иностранных инвесторов. Некоторые фонды действовали как портфельные инвесторы спекулятивной направленности. Только очень небольшая часть этих фондов, созданных опять же крупными корпорациями, являлась долгосрочным держателем пакета акций материнской корпорации в интересах консервации контроля. Паевые инвестиционные фонды и общие фонды банковского управления как сравнительно новая разновидность коллективных инвесторов пока вряд ли могут рассматриваться как серьезный институт в контексте процессов перераспределения собственности.

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

Во-первых, для конца 1995-1997 гг. характерна специфическая фаза пост-приватизационного перераспределения собственности, связанная с завершением передела собственности в ряде ключевых компаний России. В некоторых из них уже была достигнута договоренность между основными центрами влияния, и консолидация контроля носила безболезненный характер (НК «ЛУКОЙЛ», НК «Сургутнефтегаз»). В других компаниях финальная стадия консолидации контроля затянулась в силу продолжавшегося противостояния заинтересованных сторон

---

<sup>20</sup> Подробно см.: Radygin, 1997. По данным Центрального банка России, в начале 1998 г. в корпоративные ценные бумаги и уставные капиталы других организаций было вложено 3,9 % активов коммерческих банков. Инвестиции через дочерние компании банковских холдингов не поддаются точной оценке (первые попытки ввести консолидированную отчетность предприняты в июле 1998 г.). Наибольшие проблемы при этом возникают тогда, когда банк не является материнской компанией холдинга, а лишь входит в финансово-промышленную группу на одном из уровней контроля.

<sup>21</sup> Подробно см.: ФКЦБ, 1997.

(федеральные и региональные власти, естественные монополии, крупнейшие банки и промышленные предприятия), интенсивного лоббирования, а также сохранения в государственной собственности крупных пакетов акций. В силу этого целый ряд крупнейших сделок этого периода сопровождался громкими скандалами (“Связьинвест”, “Норильский никель”, крупные нефтяные компании).

Практическим воплощением этого процесса стали залоговые аукционы 1995 г. и выкуп заложенных пакетов в 1997-1998 гг., войны “олигархов” 1997 г., легализованное размывание государственных долей, конвертация долгов в ценные бумаги, продажа дебиторской задолженности, доверительные схемы, скупка векселей, манипулирование дивидендами по привилегированным акциям и др.<sup>22</sup> Катализаторами данных процессов выступали как президентские выборы (1996 и 2000 гг.), так и более долгосрочные финансово-экономические интересы соперничающих группировок.

Во-вторых, со вступлением в силу закона “Об акционерных обществах”, появлением целого ряда других нормативно-правовых документов, некоторым улучшением ситуации в сфере исполнения законодательства<sup>23</sup> в 1996-1999 гг. все чаще используются и чисто процедурные приемы, в том числе с нарушением корпоративного законодательства:

- акционеры не уведомляются вообще, либо уведомляются не в установленный законом срок о собраниях акционеров, либо не уведомляются о существенных вопросах повестки дня собраний;
- советы директоров не переизбираются на общем собрании, как этого требует законодательство;
- внешние инвесторы под различными предлогами не допускаются в советы директоров, которые носят “закрытый” для чужих характер;
- осуществляется противодействие независимому аудиту финансовой деятельности АО, на котором настаивают внешние акционеры;
- не соблюдаются процедурные требования голосования на общих собраниях;
- ущемляются права мелких акционеров при распределении дивидендов;

---

<sup>22</sup> Подробно см.: ИЕТ, 1998; Radygin, 1997.

<sup>23</sup> В данном случае речь идет даже не столько о реальных успехах в сфере инфорсменты или положительных сдвигах в судебной системе, сколько о декларативном ужесточении мер к нарушителям и использовании методов показательно-демонстрационного характера (в силу объективной невозможности контролировать все нарушения).

- нарушаются права акционеров при обмене акций (введении единых акций холдинга).

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

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

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

## **Б. Структура владения акциями, тенденция к концентрации и мифология “эффективного собственника”**

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

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

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

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

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

С точки зрения динамики структуры акционерного капитала необходимо выделить следующие ключевые тенденции (таблица 1.2):

- сокращение доли работников, темпы которого замедлились в 1995-1998 гг.;<sup>24</sup>

- стабилизация или рост доли администрации (менеджмента);<sup>25</sup>

---

<sup>24</sup> Отмеченное в опросе (3) (таблица 1.2) увеличение доли работников в 1995-1996 гг. связано, видимо, прежде всего, с сознательной политикой дирекции, направленной на распыление акций дополнительных эмиссий среди работников в целях предотвращения установления внешнего контроля.

<sup>25</sup> По всей видимости, отмеченная в опросе (1) (таблица 1.2) тенденция к формальному сокращению доли менеджеров также связана с распылением акционерного капитала в 1995-1996 гг. Также можно предположить, что часть акций, полученных менеджерам в рамках закрытой подписки и на вторичном рынке, была “переведена” в другие компании во избежание социальной

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

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

- последовательное сокращение доли государства.

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

**Таблица 1.2. Структура владения акциями в российских АО в 1994-1999 гг. (данные различных обследований), %\***

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

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

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

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

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

\* В строгом смысле многие приведенные данные несопоставимы с точки зрения анализа ежегодных изменений структуры собственности, так как даже ежегодные данные основаны на разных (в опросе (1)), или мало пересекающихся (в опросах (2) и (4)) базах данных. В отношении опросов (3) нет точной информации об использованных ежегодных базах.

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

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

Структура владения акциями в крупнейших российских АО, безусловно, отличается от “ типовой ” (см. таблицу 1.3). Для них характерны:

- высокие доли участия ФПГ и холдингов, включая государственные;
- существенно меньшая (против “ типовой ”) доля занятых всех типов;
- относительно высокая доля нерезидентов различных типов.

**Таблица 1.3. Структура владения акциями в 100 крупнейших российских компаниях в 1997 г., %\***

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

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

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



Конечно, любая количественная оценка будет достаточно условной, если учесть значительное присутствие среди формальных внешних акционеров компаний, прямо или косвенно принадлежащим менеджерам АО или дружественным по отношению к ним. Косвенным подтверждением этому может служить высокая доля коммерческих предприятий и холдингов среди держателей крупных или контрольных пакетов АО. На практике такие коммерческие предприятия (холдинги) часто представляют собой не что иное, как созданного дирекцией торгового посредника для мобилизации прибыли АО, которая в том числе используется и для выкупа акций АО при приватизации и на вторичном рынке. Аналогичные механизмы хорошо известны, например, в Словении и других странах.

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

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

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

Некоторым косвенным подтверждением этому являются данные о смене менеджеров в 100 крупнейших российских АО (Хорошев, 1998). Так, 50% генеральных директоров этих АО вступили в должность после 1992 г., причем 25% - в 1997 г. До вступления в должность они в 36,4% случаев вообще не

работали в данных компаниях, в 45,5% случаев - занимали должность заместителя генерального директора и в 18,2% случаев - иную должность в данной компании. При этом средний возраст генеральных директоров составлял 50-65 лет, 19% из них были моложе 40 лет.

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

Примером согласованного использования государства как акционера в корпоративном конфликте негосударственных субъектов может быть случай дополнительной эмиссии акций Саянского алюминиевого завода (СаАЗ). Хотя проблемы корпоративного контроля в алюминиевой отрасли имеют многогранный финансово-политический характер, представляет интерес собственно технология. Так, увеличение весной 1998 г. уставного капитала СаАЗ в 2,5 раза (открытая подписка) привело к снижению доли государства с 15 до 6,15% и доли частной Trans-World Group (TWG) ниже блокирующего пакета.<sup>26</sup> Дополнительная эмиссия была выкуплена компаниями группы “Сибирский алюминий”, куда входит и СаАЗ. Хакасский фонд имущества выступил на стороне группы, проголосовав своим пакетом за эмиссию. Инициированное TWG судебное разбирательство не изменило ситуации, так как СаАЗ затем безвозмездно передал государству часть акций для восстановления 15-процентной доли государства (6,15% из которых затем проданы на приватизационном конкурсе).

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

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

---

<sup>26</sup> По имеющимся экспертным оценкам, реальной целью этой эмиссии было размывание именно доли государства и TWG. Менеджеры СаАЗ были первоначально назначены самой TWG (контролировавшей в совокупности более 50% акций), но пошли также против TWG, хотя и, видимо, также выкупили (не “размыли”) часть акций группы.

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. Большинству стран с переходной экономикой - с разной степенью успеха, законодательно или на уровне идеологии, через обязательные схемы или спонтанным путем - ориентировались на модель концентрированной собственности. На уровне гипотезы предполагалось, что модель корпоративных отношений, которая базируется на более концентрированной структуре собственности и незначительной роли инсайдеров (как работников, так и менеджеров), будет благоприятствовать и прогрессу в области финансов и экономической эффективности. Эта гипотеза фактически устанавливала связь между моделью корпоративного управления (контроля), эффективностью такого управления и эффективностью предприятия.

Как показывает практика<sup>27</sup>, результаты реализации этой идеологии оказались крайне противоречивы, а предварительные оценки не могут быть достоверными на уровне обобщений.

С одной стороны, имеющиеся данные Леонтьевского центра (Санкт-Петербург) позволяют говорить о более высоком уровне эффективности деятельности приватизированных предприятий в промышленности России (таблица 1.4). При этом прослеживаются следующие закономерности: (1) “глубокоприватизированные предприятия” эффективнее

---

<sup>27</sup> Теория, в свою очередь, не дает однозначного ответа на этот вопрос. По некоторым имеющимся оценкам, результаты исследования корреляции между концентрацией собственности, контролем за управлением и ростом курсовой стоимости акций компании даже в странах со стабильной рыночной экономикой весьма неоднозначны (Грэй, Хэнсон, 1994). Некоторые из них подтверждают, что концентрация собственности приводит к улучшению работы корпораций в развитых отраслях с несложной технологией. Другие исследователи, изучающие предполагаемые теорией причинно-следственные связи, выдвигают гипотезу о том, что структура владения скорее зависимая, чем независимая переменная. Есть также предположение о том, что в некоторых отраслях промышленности высококонцентрированное владение полезно, тогда как в других наоборот, но рынок всегда подтолкнет фирму к оптимальному решению. Некоторые нюансы существуют также в зависимости от размера корпорации (Demsetz, Lehn, 1985). Вместе с тем концентрация собственности в корпорации имеет и издержки, связанные с возможными конфликтами интересов между крупными и мелкими акционерами (описанная в литературе проблема общего и частного интереса). Таким образом, вряд ли возможен какой-либо однозначный вывод, тем более применительно к нестабильной переходной экономике.

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

**Таблица 1.4. Сравнение финансово-экономических интегральных показателей эффективности государственных и приватизированных предприятий промышленности в России по отраслям за 1995 г.\***

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

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

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

Источник: Леонтьевский центр, 1996.

Другим косвенным подтверждением большей эффективности предприятий с высоконцентрированной собственностью могут быть приводимые целым рядом исследователей сравнительные данные за 1995-1997 гг. о деятельности предприятий с разными типами доминирующих собственников. Во многих случаях наилучшие показатели хозяйственной деятельности свойственны тем предприятиям, где собственность сконцентрирована у менеджеров на небольших и средних предприятиях и некоторых типов аутсайдеров на крупных предприятиях, хотя есть и противоположные данные (см.: Aukutsionek,

Капелиушников, Zhukov, 1998; Клепач, Кузнецов, Крючкова, 1996; Earl, Estrin, Leshchenko, 1995).

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

Одним из объяснений такой ситуации, по крайней мере в России, могут быть следующие соображения. Если “аморфная” система корпоративного контроля (т.е. отсутствие видимых признаков контроля даже при наличии контроля неформального) консервируется, то это чревато для предприятия потерей ориентиров даже среднесрочного развития и отсутствием инвесторов. Проблема состоит в том, что при аморфной системе - хотя бы и с реальной концентрацией контроля у какого-либо субъекта - исчезают как ответственность за состояние дел в корпорации, так и контроль за “ответственными” со стороны акционеров. Одновременно нет и внешних механизмов контроля (правовых и рыночных) для обеспечения такой ответственности. Отсутствуют и столь важные для привлечения инвестиций отработанные механизмы защиты прав инвесторов.

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

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

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

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

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

#### **1.4. Формулировка основных гипотез, проверяемых в ходе исследования**

В итоге для целей настоящего исследования – и с учетом опыта нашего анализа в разделе 1.3 - мы сформулировали 8 основных гипотез, которые далее проверяются на основе сформированной базы данных.

Большинство проверяемых гипотез касается взаимосвязи приватизационных процессов, распределения собственности и эффективности деятельности предприятий. С учетом неоднозначных (иногда противоположных) эмпирических результатов, которые имелись у других исследователей (см. раздел 1.2), было признано целесообразным проверить некоторые принципиальные взаимосвязи по имеющейся у нас базе данных.

Как видно из обзора в разделе 1.2., в настоящее время не существует еще специальных эмпирических исследований, в которых предпринимались бы попытки проследить статистическую взаимосвязь между проблемами корпоративного управления российских предприятий и эффективностью их функционирования. В связи с этим мы разработали по оригинальной методике «индекс корпоративного конфликта», на основе ряда косвенных данных обобщающий практику корпоративных взаимоотношений в конкретном предприятии, и попытались проследить его связь с финансовыми показателями.

В итоге на выборке из 201 предприятия проверяются следующие гипотезы:

1. После массовой приватизации 1992 – 1994 гг., реализовавшей инсайдеровскую модель перераспределения собственности, в структуре российских корпораций произошли существенные изменения, заключающиеся преимущественно в увеличении доли аутсайдеров.

2. Предприятия с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, демонстрируют более высокие показатели эффективности.

3. Реализованная в 1992 – 1994 гг. приватизация привела к формированию тенденции на увеличение концентрации собственности в структуре акционерного капитала российских корпораций. Вместе с тем, чем выше уровень концентрации собственности (с некоторыми ограничениями), тем выше эффективность деятельности предприятий.

4. Предприятия с меньшей долей государства оказываются более эффективными, нежели предприятия с большей долей государства в структуре акционерного капитала. Иными словами, «глубоко приватизированные» предприятия оказываются более приспособленными для ведения хозяйственной деятельности в рыночных условиях.

5. Чем раньше была проведена приватизация, тем более эффективной является та или иная корпорация.

6. Позитивное воздействие приватизационных процессов становится очевидным лишь при заметном увеличении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала предприятий. При увеличении доли иностранных инвесторов позитивное воздействие существенно усиливается.

7. Срок работы руководителя связан с уровнем эффективности работы предприятия.

8. Наличие острых корпоративных конфликтов взаимосвязано с уровнем концентрации собственности и результатами финансовой деятельности предприятия.



## **Часть 2. Анализ исходного эмпирического материала, использованного при проверке гипотез**

### **2.1. Метод опроса**

Для целей настоящего исследования ИЭПП провел единовременный опрос, целью которого являлась оценка существующих тенденций в формировании российского корпоративного сектора. Для проведения опросов была использована панель руководителей промышленных предприятий России, сформированная и поддерживаемая в ходе ежемесячных конъюнктурных опросов ИЭПП. Панель построена по принципу: одно предприятие - один респондент. Среди респондентов 41% - директора предприятий, 35% - заместители директоров, 18% - руководители экономических подразделений.

Анкета, состоящая из 65 вопросов<sup>28</sup>, была разослана на 872 российских акционерных общества. Из них прислали обратно анкету по большей части с выборочными ответами 201 предприятие, т.е. примерно 23% опрашиваемых АО. В таблице 2.1 приведено содержание разосланной анкеты.

Заданные вопросы можно условно разделить на два блока. Первый блок касается особенностей приватизации опрашиваемых акционерных обществ, состава руководящих органов, корпоративной политики и текущего распределения собственности. В частности, была запрошена детальная структура собственности ОАО по 16 категориям владельцев, что позволило в дальнейшем использовать группировки собственников, относимых к доле инсайдеров, аутсайдеров и государства.

Второй блок вопросов посвящен текущим финансовым результатам на опрашиваемых предприятиях. Среди них можно выделить размер выручки от реализации и прибыли, размер основных фондов, изменение различных видов кредиторской и дебиторской задолженности. В ходе дальнейшего анализа ответы по вопросам второго блока позволили использовать нормированные переменные, отражающие эффективность работы акционерных обществ.

Таким образом, полученные ответы позволили проверить ряд гипотез о взаимосвязи распределения собственности, особенностям корпоративного управления и результатам финансовой деятельности на открытых акционерных обществах, относящимся к различным регионам и отраслям экономики.

**Таблица 2.1.**

номер вопроса	
1	Год начала приватизации (преобразование в АО)
2	Вариант льгот для трудового коллектива при приватизации
	Распределение собственности в АО:
3	Рядовые работники АО
4	в т.ч. коллективный траст
5	Дирекция (администрация)
6	в т.ч. генеральный директор
7	На балансе самого АО
8	Поставщики и потребители
9	Другие предприятия
10	Холдинги и ФПГ
11	Коммерческие банки
12	Инвестиционные фонды
13	Пенсионные фонды
14	Страховые компании
15	Сторонние физические лица
16	Иностранцы акционеры
17	Государство
18	в т.ч. РФ
19	Выплачивались ли в АО дивиденды по прив. акциям в 97-98 гг.
20	Существует ли у АО независимый регистратор
21	Осуществляло ли АО выкуп своих акций
22	Осуществляло ли АО продажу (передачу) акций работникам в 96-99 гг.
23	Осуществлялись ли в 96-99 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов
24	Осуществлялась ли в 96-99 гг. открытая (публичная) торговля акциями АО
25	Выпускало ли АО корпоративные облигации
26	Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%
27	Существует ли акционер, владеющий более 50% акций
28	Существует ли акционер, владеющий более 75% акций
29	Считаете ли Вы, что увеличение доли региональной администрации или местных властей в уставном капитале АО благоприятно скажется на деятельности АО
30	С какого года Гендиректор вашего АО работает в этой должности
31	Сколько за последние 2 года было общих собраний акционеров
32	Из скольких членов состоит Совет директоров вашего АО
33	в т.ч. сотрудников АО
34	в т.ч. сотрудников дочерних компаний
35	в т.ч. представителей крупных частных акционеров
36	в т.ч. представителей государства
37	Сколько членов СД имеют стаж работы в вашем АО более 5 лет
38	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит 5 крупнейшим акционерам
39	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит 10 крупнейшим акционерам
40	Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций
41	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более чем 5% акций
42	Общее количество занятых, человек
43	в т.ч. промышленно-производственный персонал
44	Общее количество акционеров
45	Размер уставного капитала, рублей
46	Доля обыкновенных акций в уставном капитале АО, %
47	Выручка от реализации в 1998 г., рублей

<sup>28</sup> Формально в анкете было задано 33 вопроса, однако некоторые из них содержат по несколько пунктов.

48	Прибыль в 1998 г., рублей
49	Стоимость основных фондов на конец 1998 г., рублей
50	Изменение просроченной кредиторской задолженности поставщикам в 1998 г.
51	Изменение просроченной кредиторской задолженности поставщикам в 1999 г.
52	Изменение просроченной кредиторской задолженности в бюджет в 1998 г.
53	Изменение просроченной кредиторской задолженности в бюджет в 1999 г.
54	Изменение просроченной кредиторской задолженности банкам в 1998 г.
55	Изменение просроченной кредиторской задолженности банкам в 1999 г.
56	Изменение дебиторской задолженности бюджета в 1998 г.
57	Изменение дебиторской задолженности бюджета в 1999 г.
58	Изменение дебиторской задолженности покупателей в 1998 г.
59	Изменение дебиторской задолженности покупателей в 1999 г.
	Какие мероприятия позволят сократить кредиторскую задолженность предприятий вашей отрасли:
60	Техническое перевооружение и повышение качества продукции
61	Сокращение числа занятых
62	Привлечение новых акционеров
63	в т.ч. иностранных
64	Банкротство
65	Иные меры

Использование в опросе, проведенном ИЭПП, интервальных оценок относительно распределения пакетов акций на опрашиваемых акционерных обществах (вопросы 3 – 18) было продиктовано желанием получить возможно большее число ответов. Говоря о результатах данного опроса следует отметить, что избранный подход, по всей видимости, оказался разумным, поскольку предприятия более охотно отвечали на вопросы, в которых не требовалось привести конкретную цифру. В частности, в вопросах о структуре распределения пакетов акций была использована интервальная шкала с шагом в пять процентных пунктов (0%; 0 – 5%, 5 – 10% и т.д.).

Исследование зависимости распределения пакетов акций от финансовых результатов акционерных обществ, также запрашиваемых в анкете, и других расчетных показателей требует сделать ряд оговорок о корректности использования интервальных оценок. В большинстве экономических исследований используются уже агрегированные данные, что аналогично группированию с большим числом интервалов. В принципе, переход от негруппированных к группированным данным может давать некоторое увеличение коэффициента множественной детерминации  $R^2$ . Однако это может стать заметным лишь при переходе к небольшому числу интервалов.

Следует отметить, что если внутри рассматриваемых интервалов значения расположены так, что их средние арифметические близки к середине интервала (первоначальные значения равномерно рассеяны внутри интервалов), то регрессии от группированных данных и регрессии от середин интервалов должны давать

близкие значения коэффициентов и уровни значимости. Кроме того, в том случае, если число интервалов велико, т.е. когда интервалы группирования достаточно узки (в вопросах о структуре распределения собственности АО их 19) изменение  $R^2$  и коэффициентов регрессии оказывается незначимым.

## **2.2. Описание выборки**

### **2.2.1 Основные характеристики выборки**

Ответы, полученные ИЭПП в результате проведения опроса российских акционерных обществ, позволили сформировать базу данных. Данная база содержит информацию о финансовых показателях, структуре акционерного капитала и корпоративных отношениях в акционерных обществах, приславших анкету с ответами.

Для проведения опроса по вопросам корпоративного управления из 1400 предприятий всех форм собственности, входящих в общую панель конъюнктурных опросов ИЭПП, были выделены открытые акционерные общества – всего 872. Формирование панели шло по отраслевому признаку. В состав панели входят предприятия основных обрабатывающих отраслей и подотраслей промышленности Российской Федерации (см. таблицу 1 приложения 1). Региональный разрез представлен в таблице 2 приложения 1. Источником данных для панели и таблицы является открытый регистр промышленных предприятий Госкомстата РФ. В таблице использованы данные регистра за 1995 г. В целом панель представляет 22% занятых в промышленности.

По адресам 872 акционерных обществ были высланы анкеты. В ответах на вопросы не требовалось раскрыть конкретные данные об акционерах компаний, что гарантировало их анонимность. Однако специфика вопросов определила достаточно низкий процент возврата анкет (23%). Анкету с ответами прислали лишь 201 предприятие. Вместе с тем, полученные данные позволили провести как качественный, так и эконометрический анализ структуры распределения собственности в опрошенных российских компаниях, особенностей корпоративного управления и их влияния на финансовые результаты.

Первый вопрос, на который необходимо ответить перед началом анализа полученных данных состоит в том, насколько выборка из 201 предприятия может представлять тенденции, характерные для всего российского корпоративного

сектора или, по крайней мере, тенденции, характерные для выборки из 872 акционерных обществ, на которые была разослана анкета. Анализируя различия между выборкой предприятий, на которые была разослана анкета (выборка «872»), и выборкой, представляющей 23% ответивших предприятий (выборка «201»), следует выделить два разреза: отраслевой и региональный.

**Отраслевой разрез.** Как видно из таблицы 2.2, наибольший процент ответов по выборке «201» был получен от предприятий машиностроения и металлообработки – около 44% от общего числа ответов. Доля предприятий других отраслей оказалась существенно меньше: на предприятия легкой промышленности приходится 16,5%, пищевой промышленности – 14,5%, промышленности строительных материалов – 11,5%. Таким образом, в выборке «201» на долю акционерных обществ первых четырех отраслей приходится около 85,1% общей численности предприятий выборки.

**Таблица 2.2. Отраслевой разрез выборки «201» и «872»**

	выборка «201»	число предприятий отрасли	место среди «201»	выборка «872»	число предприятий отрасли	место среди «872»
МАШИНОСТРОЕНИЕ И МЕТАЛЛООБРАБОТКА	44,00%	88	1	41,40%	361	1
ЛЕГКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	16,50%	33	2	14,33%	125	2
ПИЩЕВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	14,50%	29	3	13,65%	119	3
ПРОМЫШЛЕННОСТЬ СТРОИТЕЛЬНЫХ МАТЕРИАЛОВ	11,50%	23	4	7,11%	62	4
ЛЕСНАЯ, ДЕРЕВООБРАБАТЫВАЮЩАЯ И ЦЕЛЛЮЛОЗНО-БУМ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	4,50%	9	5	6,77%	59	5
ХИМИЧЕСКАЯ И НЕФТЕХИМИЧЕСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	3,00%	6	6	5,50%	48	6
ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА	2,00%	4	7	2,41%	21	8
ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ	1,50%	3	8	1,49%	13	10
ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ	1,00%	2	9	4,36%	38	7
МУКОМОЛЬНО-КРУПЯНАЯ И КОМБИКОРМОВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	1,00%	2	10	0,34%	3	12
СТЕКОЛЬНАЯ И ФАРФОР-ФАЯНСОВАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	0,50%	1	11	0,34%	3	11
ТОПЛИВНАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	0,00%	0	12	2,06%	18	9
МИКРОБИОЛОГИЧЕСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	0,00%	0	13	0,00%	0	14
МЕДИЦИНСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	0,00%	0	14	0,00%	0	15
ПОЛИГРАФИЧЕСКАЯ ПРОМЫШЛЕННОСТЬ	0,00%	0	15	0,23%	2	13
ДРУГИЕ ПРОМЫШЛЕННЫЕ ПРОИЗВОДСТВА	0,00%	0	16	0,00%	0	16

Сходная картина наблюдается и в отраслевом разрезе по выборке «872». Среди акционерных обществ, на которые была разослана анкета, доля

предприятий, представляющих машиностроение и металлообработку, составляет 41,4%. На предприятия легкой промышленности приходится 14,33%, пищевой промышленности – 13,65%, промышленности строительных материалов – 7,11%. В выборке «872» суммарная доля предприятий первых четырех отраслей составляет около 76,49% общей численности предприятий выборки.

**График 2.1.**



Таким образом, отраслевое распределение по малой выборке предприятий (201 ОАО, давших ответы) мало отличается от распределения по большой выборке (872 ОАО, составляющих общую панель). В частности, доли предприятий, принадлежащих к соответствующим отраслям в малой и большой выборке отличаются незначительно (см. графики 2.1 и 2.2). Это позволяет говорить о репрезентативности выборки, состоящей из 201 акционерного общества. Сходный отраслевой разрез по двум выборкам позволяет экстерполировать выводы, сделанные по 201 предприятию, на выборку из 872 АО.

**График 2.2.**



**Региональный разрез.** В то же время, региональная структура малой (201 предприятие) и большой выборки (872 предприятия) несколько различаются. Как видно из таблицы 2.3, регионы – лидеры по числу опрашиваемых предприятий в большой и малой выборке, достаточно часто меняются местами. Кроме того, распределение долей регионов-лидеров на малой выборке оказалось более сглаженным по сравнению с большой выборкой (см. таблицу 2.3, графики 2.3 и 2.4). Всего на первые десять регионов в выборке «201» приходится 44,5% предприятий, а в выборке «872» – 34,2%.

**Таблица 2.3. Региональный разрез выборки «201» и «872»**

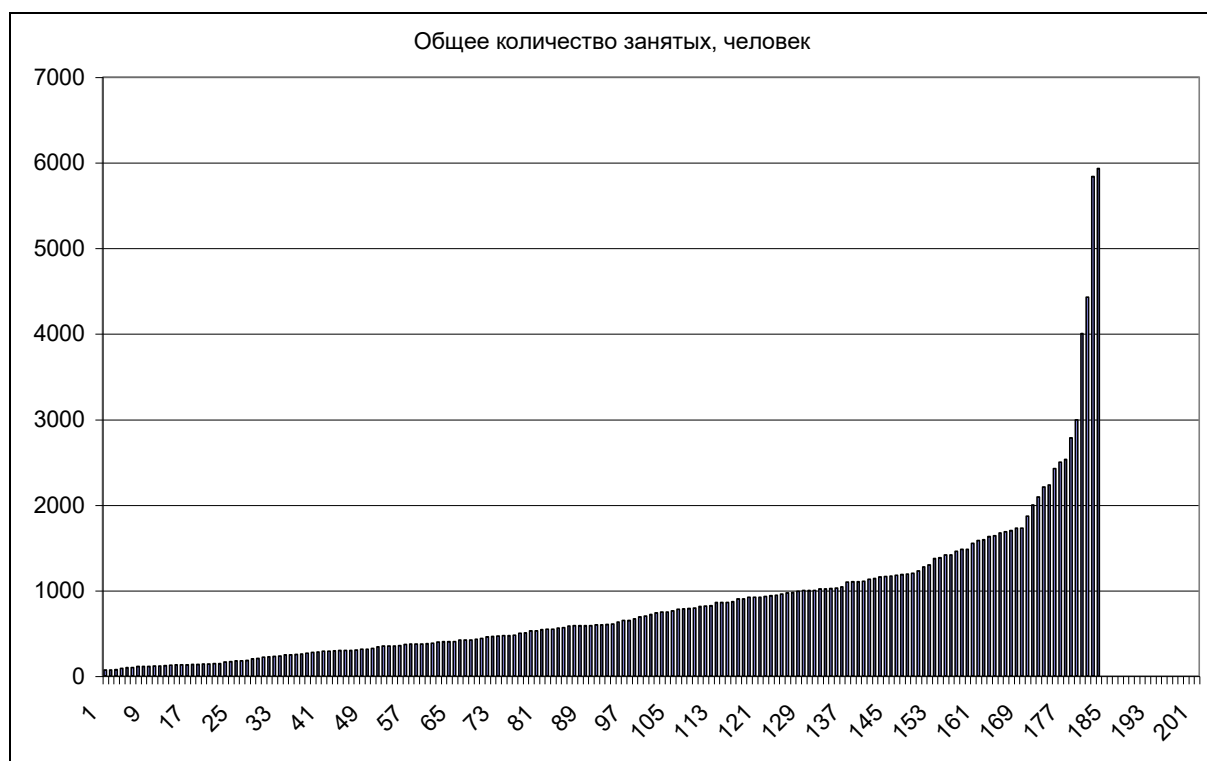
	выборка «201»	число предприятий региона	место среди «201»	выборка «872»	число предприятий региона	место среди «872»
МОСКОВСКАЯ ОБЛ.	8,50%	17	1	9,17%	80	1
СТАВРОПОЛЬСКИЙ КРАЙ	5,50%	11	2	2,64%	23	5
МОСКВА	5,00%	10	3	5,39%	47	2
СВЕРДЛОВСКАЯ ОБЛ.	5,00%	10	4	4,93%	43	3
БАШКИРСКАЯ РЕСП.	4,50%	9	5	2,18%	19	11
НИЖЕГОРОДСКАЯ ОБЛ.	4,00%	8	6	3,21%	28	4
ТАМБОВСКАЯ ОБЛ.	3,50%	7	7	1,15%	10	39
САНКТ-ПЕТЕРБУРГ	3,00%	6	8	1,61%	14	22
ЛЕНИНГРАДСКАЯ ОБЛ.	3,00%	6	9	2,18%	19	10
БРЯНСКАЯ ОБЛ.	2,50%	5	10	1,72%	15	17







**График 2.5.**



**Таблица 2.4. Вопрос 42. Общее количество занятых, чел.**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<100	5	2,5%	2,7%
100 - 200	22	10,9%	12,0%
200 - 300	16	8,0%	8,7%
300 - 400	19	9,5%	10,4%
400 - 500	14	7,0%	7,7%
500 - 600	14	7,0%	7,7%
600 - 700	9	4,5%	4,9%
700 - 800	10	5,0%	5,5%
800 - 900	7	3,5%	3,8%
900 - 1000	12	6,0%	6,6%
1000 - 1100	9	4,5%	4,9%
1100 - 1200	11	5,5%	6,0%
1200 - 1300	3	1,5%	1,6%
1300 - 1400	3	1,5%	1,6%
1400 - 1500	5	2,5%	2,7%
1500 - 1600	3	1,5%	1,6%
1600 - 1700	4	2,0%	2,2%
1700 - 2000	5	2,5%	2,7%
>2000	12	6,0%	6,6%
нет ответа	18	9,0%	-

максимальное значение: 5929 человек

Сгруппированные по численности занятых данные представлены также в таблице 2.4. Доля предприятий с численностью занятых менее 100 человек

составила всего 2,5%, а больше 2000 человек – 12 (см. таблицу 2.4)<sup>30</sup>. Таким образом, выборка представляет преимущественно средние и крупные акционерные общества.

*Группировка акционерных обществ размеру уставного капитала и основным фондам* может иметь лишь весьма условное значение. Проведенные увеличения уставного капитала и переоценки основных фондов предприятий затрудняют использование данного показателя в качестве характеристики размеров акционерных обществ. Нередки случаи, когда то или иное российское предприятие обладает фондами, формальная стоимость которых составляет миллиарды рублей, а реальная стоимость, учитывающая конкурентоспособность и уровень морального износа оборудования, – существенно меньшую величину. Тем не менее, размер уставного капитала и величина основных фондов может иметь значение при расчете относительных показателей, характеризующих финансовое положение АО. В таблице 2.5. приведено распределение акционерных обществ по размеру уставного капитала, а в таблице 2.6 – по величине основных фондов.

**Таблица 2.5. Вопрос 45. Размер уставного капитала (тыс. рублей)**

тыс. рублей	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<25	29	14,4%	15,5%
25 – 50	19	9,5%	10,2%
50 – 75	13	6,5%	7,0%
75 – 100	18	9,0%	9,6%
100 – 150	8	4,0%	4,3%
150 – 200	8	4,0%	4,3%
200 – 500	18	9,0%	9,6%
500 – 1000	5	2,5%	2,7%
1000 – 2000	9	4,5%	4,8%
2000 – 3000	7	3,5%	3,7%
3000 – 4000	6	3,0%	3,2%
4000 – 5000	2	1,0%	1,1%
5000 – 10000	5	2,5%	2,7%
10000 – 15000	6	3,0%	3,2%
15000 – 20000	3	1,5%	1,6%
20000 – 25000	5	2,5%	2,7%
25000 – 30000	4	2,0%	2,1%
30000 – 50000	8	4,0%	4,3%
>50000	14	7,0%	7,5%
нет ответа	14	7,0%	-

максимальное значение: 4,05 млрд. рублей

<sup>30</sup> В приложении 2 приведена также численность промышленно-производственного персонала на рассматриваемых 201 АО.

**Таблица 2.6. Вопрос 49. Стоимость основных фондов на конец 1998 г., рублей**

тыс. рублей	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
до 10	2	1,0%	1,3%
10 – 20	4	2,0%	2,6%
20 – 50	10	5,0%	6,4%
50 – 1000	18	9,0%	11,5%
1000 – 5000	4	2,0%	2,6%
5000 – 10000	6	3,0%	3,8%
10000 – 15000	10	5,0%	6,4%
15000 – 20000	7	3,5%	4,5%
20000 – 30000	10	5,0%	6,4%
30000 – 40000	7	3,5%	4,5%
40000 – 50000	8	4,0%	5,1%
50000 – 70000	12	6,0%	7,7%
70000 – 100000	20	10,0%	12,8%
100000 – 150000	9	4,5%	5,8%
150000 – 200000	10	5,0%	6,4%
200000 – 300000	4	2,0%	2,6%
300000 – 500000	11	5,5%	7,1%
500000 – 600000	2	1,0%	1,3%
более 600000	2	1,0%	1,3%
нет ответа	45	22,4%	-

максимальное значение: 5,747 млрд. рублей

**Группировка по выручке от реализации.** Перед тем как рассматривать данную группировку, необходимо отметить, что, благодаря некоторым особенностям отечественного налогового законодательства, величина прибыли в российских предприятиях весьма часто стремится к нулю. Тем самым, руководство предприятий решает задачу снижения величины уплачиваемых налогов. В российском частном секторе высокие размеры бухгалтерской прибыли свидетельствуют, скорее, о низкой квалификации главного бухгалтера и слабости отдела финансового планирования. В этом состоит важное отличие российских корпораций от западных, где величина прибыли и, соответственно, дивидендов имеют ключевое значение в создании репутации и привлечении внешних инвестиций.

Таким образом, основным показателем, характеризующим масштаб финансовой деятельности рассматриваемых акционерных обществ, становится выручка от реализации. В таблице 47 представлено распределение данного показателя<sup>31</sup>. Ответ на данный вопрос дали 164 АО (81,6%). Среднее значение прибыли в 1998 г. для давших ответ предприятий составило 47,554 млн. рублей

<sup>31</sup> См. также приложение 2, где приведена таблица распределения величины прибыли для 201 АО.

или 2,306 млн. долларов США<sup>32</sup>. Таким образом, в 1998 г. на рассматриваемых предприятиях на одного занятого в среднем пришлось 55,981 тыс. рублей выручки (около 2715 долларов).

**Таблица 2.7. Вопрос 47. Выручка от реализации в 1998 г., рублей**

тыс. рублей	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
до 10	7	3,5%	4,3%
10 – 20	11	5,5%	6,7%
20 – 50	10	5,0%	6,1%
50 – 1000	11	5,5%	6,7%
1000 – 5000	8	4,0%	4,9%
5000 – 10000	19	9,5%	11,6%
10000 – 15000	16	8,0%	9,8%
15000 – 20000	12	6,0%	7,3%
20000 – 30000	12	6,0%	7,3%
30000 – 40000	8	4,0%	4,9%
40000 – 50000	7	3,5%	4,3%
50000 – 70000	10	5,0%	6,1%
70000 – 100000	14	7,0%	8,5%
100000 – 150000	8	4,0%	4,9%
150000 – 200000	3	1,5%	1,8%
200000 – 300000	3	1,5%	1,8%
300000 – 500000	3	1,5%	1,8%
500000 – 600000	1	0,5%	0,6%
более 600000	1	0,5%	0,6%
нет ответа	37	18,4%	

максимальное значение: 747,81 млн. рублей

**Группировка по году приватизации.** На данный вопрос ответило 94% предприятий, приславших анкету. Среди них подавляющее большинство (93,6%) было приватизировано в ходе массовой приватизации 1992 – 1994 гг. Таким образом, большинство предприятий было приватизировано с использованием одного из трех вариантов льгот для трудового коллектива.

**Таблица 2.8. Вопрос 1. Год начала приватизации (преобразование в АО)<sup>33</sup>**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
1991	3	1,5%	1,6%
1992	85	42,3%	45,0%
1993	67	33,3%	35,4%
1994	25	12,4%	13,2%
1995	4	2,0%	2,1%
1996	3	1,5%	1,6%
1997	1	0,5%	0,5%
1998	1	0,5%	0,5%
нет ответа	12	6,0%	-

<sup>32</sup> При переводе в долларовый эквивалент использовался официальный курс доллара на конец 1998 г, составивший 20,62 руб./доллар.

<sup>33</sup> См. также график 1 приложения 3.

**Группировка по варианту льгот при приватизации.** На данный вопрос ответило около 86% из 201 АО. Данная группировка подтверждает доминирование первого (37,6% от числа ответивших АО) и второго (57,8%) варианта льгот для трудового коллектива при проведении массовой приватизации 1992 – 1994 гг. в России.

**Таблица 2.9. Вопрос 2. Вариант льгот для трудового коллектива при приватизации<sup>34</sup>**

вариант льгот	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
1	65	32,3%	37,6%
2	100	49,8%	57,8%
3	8	4,0%	4,6%
нет ответа	28	13,9%	-

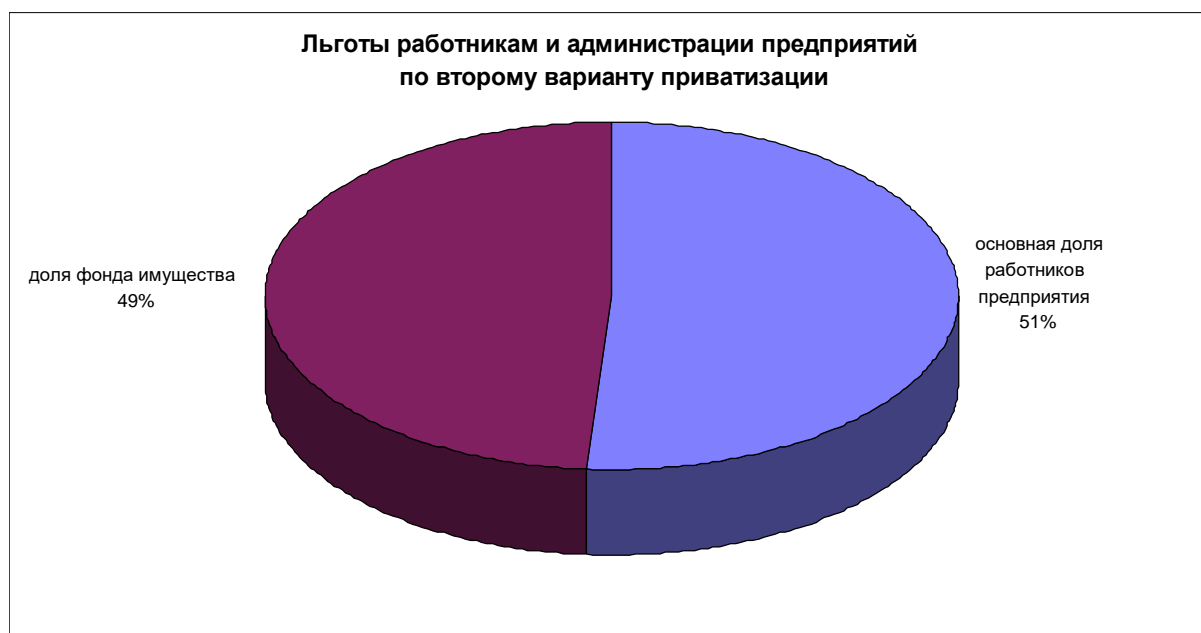
На графиках 2.6 и 2.7. представлена схема распределения акций после приватизации по первому и второму варианту льгот для трудового коллектива. Так или иначе, первоначальная величина долей трудового коллектива, руководства предприятий и фонда имущества определили дальнейший ход процесса перераспределения акций от инсайдеров к аутсайдерам, характерный для постприватизационного периода 1995 – 1999 гг.

**График 2.6.**



<sup>34</sup> См. также график 2 приложения 3.

**График 2.7.**



**Группировка по стажу действующих руководителей.** Данная группировка показывает степень устойчивости позиций менеджмента в процессе перераспределения контроля от инсайдеров к аутсайдерам в российском корпоративном секторе. Как видно из таблицы 2.10, доля руководителей, работающих в своей должности еще с 80-х гг., оказалась весьма высока – 22,4% от числа ответивших на данный вопрос. В процессе приватизации 1992 – 1994 гг. руководитель сменился в 27,5% предприятий также из числа ответивших. После окончания массовой приватизации, каждый год старый руководитель менялся в среднем на 9,6% предприятий, что свидетельствует о весьма интенсивных процессах борьбы за контроль в рассматриваемых акционерных обществах.

**Таблица 2.10. Вопрос 30. С какого года Гендиректор вашего АО работает в этой должности**

год	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<90	43	21,4%	22,4%
90	4	2,0%	2,1%
91	0	0,0%	0,0%
92	16	8,0%	8,3%
93	16	8,0%	8,3%
94	21	10,4%	10,9%
95	8	4,0%	4,2%
96	24	11,9%	12,5%
97	23	11,4%	12,0%
98	21	10,4%	10,9%
99	16	8,0%	8,3%
нет ответа	9	4,5%	-

### **2.2.2. Структура собственности на опрошенных предприятиях: распределение по доминирующим типам собственников и по уровням концентрации собственности**

Группировка акционерных обществ по уровню концентрации владения и типу доминирующего собственника требует особенного внимания, поскольку, с одной стороны, является результатом борьбы за контроль, а, с другой, – фактором, влияющим на эффективность работы акционерного общества.

*Агрегированные данные по выборке.* Особенности вариантов приватизации, реализованных в 1992 – 1994 гг., определили весьма высокую долю работников и дирекции в акционерном капитале предприятий. В целом по выборке из 201 предприятия, средняя доля трудового коллектива в акционерном капитале составила 28,9%, а дирекции – 10,2% (см. таблицу 2.11). Для расчета суммарной доли инсайдеров в капитале российских АО, определим группу собственников, принадлежащих к данной категории. Среди них следует выделить дирекцию предприятия, трудовой коллектив и, наконец, само предприятие как юридическое лицо. Средняя доля инсайдеров по рассматриваемой выборке составила 44,7% от акционерного капитала.

Активные процессы перераспределения собственности в российских акционерных обществах привели к быстрому увеличению доли аутсайдеров. Согласно использованной в анкете классификации, среди аутсайдеров были выделены поставщики и потребители, другие предприятия, холдинги и ФПГ, коммерческие банки, инвестиционные и пенсионные фонды, страховые компании, сторонние физические лица, иностранные акционеры. Среди аутсайдеров наиболее весомыми долями в акционерном капитале обладают «другие предприятия» (23,1%) и сторонние физические лица (21,6%). Доля крайне важного аутсайдера – иностранных акционеров оказалась существенно ниже – 6,6% (см. таблицу 2.11). В целом по выборке средняя доля аутсайдеров составила около 79%, что на 34,7 процентных пункта выше суммарной доли инсайдеров. Кроме того, суммарная доля аутсайдеров в 201 акционерном обществе оказалась более, чем в четыре раза выше доли государства (18,2%).



**Таблица 2.11. Средняя доля владельца в акционерном капитале по отраслям**

	в целом по выборке	Машиностроение	Легкая промышленность	Пищевая промышленность	Пром-ть строит. материалов
Рядовые работники АО	28,9%	30,9%	37,9%	20,6%	28,3%
в т.ч. коллективный траст	7,9%	6,8%	13,5%	9,6%	9,4%
Дирекция (администрация)	10,2%	9,6%	10,0%	14,2%	10,8%
в т.ч. генеральный директор	5,3%	4,8%	5,5%	7,9%	4,3%
На балансе самого АО	5,6%	5,7%	7,8%	1,3%	6,8%
Поставщики и потребители	9,3%	1,7%	3,0%	21,4%	9,6%
Другие предприятия	23,1%	22,7%	22,5%	17,3%	29,5%
Холдинги и ФПГ	8,9%	4,2%	0,0%	9,2%	26,3%
Коммерческие банки	3,1%	3,4%	0,0%	2,8%	4,5%
Инвестиционные фонды	6,2%	6,6%	8,0%	1,1%	5,0%
Пенсионные фонды	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%
Страховые компании	0,1%	0,2%	0,0%	0,0%	0,0%
Сторонние физические лица	21,6%	19,4%	26,8%	17,9%	30,9%
Иностранные акционеры	6,6%	6,2%	0,0%	0,0%	1,9%
Государство	18,2%	18,4%	12,8%	16,3%	6,9%
в т.ч. РФ	13,7%	14,3%	11,7%	0,9%	7,9%

Итак, в рассматриваемой выборке:

- средняя доля государства по выборке: 18,2%;
- средняя доля аутсайдеров по выборке: 79,0%;
- средняя доля инсайдеров по выборке: 44,7%.

Сумма этих средних дает 141,9%, что связано как с ошибками респондентов при заполнении анкет, так и с возможными изъянами использованной классификации акционеров. Иными словами, факт превышения суммой долей различных групп акционеров 100% означает то, что одного и того же акционера респонденты учли в анкете более одного раза. Тем не менее, для настоящего исследования основной задачей является не столько выяснение точной структуры акционерного капитала на конкретных АО, сколько выявление тенденций, связанных с доминированием различных групп собственников. Таким образом, полученные средние доли инсайдеров, аутсайдеров и государства являются, скорее, качественным индикатором, позволяющим сделать выводы о структуре собственности на всей выборке и ее частях.

**Отраслевое распределение.** Неоднородность выборки по специализации деятельности акционерных обществ и их размеру (в данном случае в качестве критерия, определяющего размер АО, служит число занятых на предприятии) требует более детального анализа структуры акционерного капитала в наиболее

весомых подгруппах предприятий. Как отмечалось выше, 85,1% предприятий рассматриваемой выборки относится к четырем крупнейшим отраслям: машиностроение и металлообработка (43,8% от общей выборки), легкая промышленность (16,4%), пищевая промышленность (14,4%) и промышленность строительных материалов (10,4%) (см. таблицу 2.2). Различия в структуре акционерного капитала между предприятиями, относящимся к этим отраслям заслуживают отдельного внимания.

Как видно из таблицы 2.11, наибольшая доля работников предприятия в акционерном капитале свойственна для предприятий легкой промышленности (37,9%), наибольшая доля дирекции – для предприятий пищевой промышленности (14,2%). Специфика акционерных обществ, работающих в пищевой промышленности, состоит в высокой зависимости от поставщиков и потребителей. Доля данных акционеров для предприятий пищевой промышленности по сравнению со средним показателем, характерным для всей выборки (9,3%), оказалась весьма высокой (21,4%). Различие долей «других предприятий» в акционерном капитале предприятий различных отраслей оказалось относительно небольшим (данный показатель колеблется от 17,3% для пищевой промышленности до 29,5% для промышленности строительных материалов).

Доля холдингов и финансово-промышленных групп наиболее существенна на предприятиях промышленности строительных материалов (26,3%). Данный показатель по всей выборке составил лишь 8,9%, а в машиностроении – 4,2%. По всей видимости, столь заметное различие между долями холдингов и ФПГ в акционерных обществах, относящихся к машиностроению и промышленности строительных материалов, связано, в первую очередь, с меньшей конкурентоспособностью продукции предприятий машиностроения и его высокой капиталоемкостью.

Доли коммерческих банков, страховых компаний, инвестиционных и пенсионных фондов в акционерном капитале 201 предприятия оказались крайне низки. Особенно слабо в данной выборке представлены пенсионные фонды и страховые компании. Скорее всего, это связано с жесткой регламентацией уровня ликвидности активов данных финансовых институтов. Среди четырех рассматриваемых типов аутсайдеров максимальное среднее значение доли

свойственно для инвестиционных фондов на предприятиях легкой промышленности (около 8% акционерного капитала).

Доля сторонних физических лиц оказалась весьма высокой как в целом для всей выборки, так и для четырех наиболее важных отраслей. Наибольшие средние доли сторонних физических лиц характерны для предприятий промышленности строительных материалов (30,9%) и предприятий легкой промышленности (26,8%). По-видимому, респонденты рассматривали данный пункт классификации как некое собирательное понятие. Например, в том случае, если предприятие-поставщик имеет долю в акционерном капитале опрашиваемого АО, то респонденты рассматривали данную долю не как собственность юридического лица, а как собственность его менеджера или владельца. Кроме того, вне зависимости от формальной принадлежности прав собственности, возможно, что доли в акционерном капитале предприятий отождествлялись с конкретными персонами, входящими в Совет директоров АО.

Доли иностранных акционеров в акционерном капитале 201 АО оказались крайне невысоки. Средняя доля иностранных акционеров для промышленности строительных материалов составила 1,9%, предприятий машиностроения – 6,2%, предприятий легкой и пищевой промышленности – 0% (см. таблицу 2.11). Данный результат означает низкую привлекательность среднего российского бизнеса для прямых зарубежных инвестиций. Кроме того, ни одно из опрошенных акционерных обществ не котировало свои акции на фондовом рынке. По существу, это означает то, что руководство предприятий не стремилось пойти на привлечение внешнего финансирования путем продажи соответствующего пакета акций.

Доля государства в акционерном капитале предприятий является объективной характеристикой глубины проведенной приватизации. С этой точки зрения, процессы разгосударствления наиболее активно проходили на предприятиях, относящихся к промышленности строительных материалов (доля государства составила здесь всего 6,9%). Наибольшая доля государства характерна для предприятий, относящихся к машиностроению (18,4%). Более медленные темпы приватизации в машиностроении могли быть связаны со стремлением государства сохранить за собой контроль за технологически сложными производствами, сохранить наиболее важные производственные цепочки, недопустить монополизацию рынка. В то же время, предприятия

промышленности строительных материалов, легкой и пищевой промышленности крайне редко используют технологии, представляющие особый интерес для государства, или монополизируют тот или иной рынок. Таким образом, темпы приватизации на предприятиях, относящихся к данным отраслям, оказались несколько выше.

*Распределение по размеру предприятий (число занятых).* Анализ структуры акционерного капитала в зависимости от принадлежности предприятий к той или иной отрасли без учета численности занятых был бы неполным. Возможности получения контроля за счет покупки акций крупных и мелких акционерных обществ могут существенно различаться. Вот почему представляет особенный интерес различие между структурой акционерного капитала по крупным и мелким АО как по всей выборке, так и по четырем важнейшим отраслям.

В таблицах 2.12 и 2.13 приведены данные о средней доле владельца в акционерном капитале предприятий с разбивкой предприятий различных отраслей по численности занятых. В частности, в данных таблицах рассмотрены предприятия с численностью занятых до и свыше одной тысячи человек (см. также график 2.5). В целом по выборке, число предприятий с численностью занятых до 1000 человек составляет 128 единиц (64%), с численностью в 1000 человек и более – 55 единиц (27%). Не дали ответа на данный вопрос 18 предприятий (9%).

Как видно из таблицы 2.12, в целом по выборке доли работников в акционерном капитале на предприятиях с численностью занятых до 1000 человек (28,7%) и свыше 1000 человек (29,3%) различаются несущественно. Вместе с тем, в структуре акционерного капитала по данным группам предприятий наблюдаются некоторые существенные различия. В частности, доля поставщиков и потребителей на предприятиях с численностью менее 1000 человек (будем называть их условно «малыми» предприятиями) составила 11,3%, а на предприятиях с численностью занятых более 1000 человек («крупных» предприятиях) – всего 1,8%. Доля сторонних физических лиц на малых предприятиях (23,5%) также оказывается выше, чем на крупных предприятиях (17,0%). Тем не менее, доля холдингов и ФПГ в структуре акционерного капитала на крупных предприятиях (13,1%) оказалась более, чем в два раза выше

соответствующей доли на мелких предприятиях (6,3%). Кроме того, на крупных предприятиях доля государства (21%) и доля иностранных акционеров (7,7%) заметно выше соответствующих долей на мелких предприятиях (16,3% и 4,4%).

**Таблица 2.12. Средняя доля владельца в акционерном капитале с разбивкой предприятий по численности занятых**

	Предприятия с численностью занятых менее 1000 человек	Предприятия с численностью занятых более* 1000 человек	Машиностроение (в целом)	Машиностроение (<1000 чел.)	Машиностроение (=>1000 чел.)
Рядовые работники АО	28,7%	29,3%	30,9%	32,4%	29,4%
в т.ч. коллективный траст	10,6%	0,9%	6,8%	11,4%	1,1%
Дирекция (администрация)	11,7%	7,6%	9,6%	10,4%	9,1%
в т.ч. генеральный директор	6,1%	2,8%	4,8%	6,1%	3,0%
На балансе самого АО	6,9%	2,1%	5,7%	10,2%	1,3%
Поставщики и потребители	11,3%	1,8%	1,7%	1,7%	0,8%
Другие предприятия	24,0%	19,7%	22,7%	24,6%	20,8%
Холдинги и ФПГ	6,3%	13,1%	4,2%	6,0%	2,8%
Коммерческие банки	2,6%	3,5%	3,4%	5,4%	2,3%
Инвестиционные фонды	5,5%	6,9%	6,6%	4,9%	7,5%
Пенсионные фонды	0,1%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Страховые компании	0,1%	0,1%	0,2%	0,2%	0,2%
Сторонние физические лица	23,5%	17,0%	19,4%	21,0%	17,3%
Иностранные акционеры	4,4%	7,7%	6,2%	4,2%	4,1%
Государство	16,3%	21,0%	18,4%	18,6%	17,2%
в т.ч. РФ	10,3%	16,8%	14,3%	12,3%	14,2%
Число предприятий	128	55	88	44	37
Доля данных предприятий в общей выборке	63,7%	27,4%	43,8%	21,9%	18,4%

\* – включая предприятия, давшие ответ о численности занятых, составляющей ровно 1000 человек

Отдельного внимания заслуживают различия в группах предприятий, относящихся к различным отраслям. Рассмотрим выборку предприятий машиностроения и металлообработки, представляющую около 43,8% опрошенных акционерных обществ. Доля работников предприятий в структуре акционерного капитала на малых (32,4%) и крупных предприятиях машиностроения (29,4%) меняется слабо (см. таблицу 2.12). Доля администрации на малых предприятиях составляет 10,4%, а на крупных – 9,1%. Средняя доля государства на малых предприятиях (18,6%) оказалась незначительно выше соответствующей доли на крупных акционерных обществах (17,2%). Также невелики различия между долями иностранных акционеров: на малых предприятиях она составляет 4,2%, а на крупных – 4,1%.

Вместе с тем, в структуре акционерного капитала малых и крупных предприятий машиностроения и металлообработки существует и ряд заметных различий. В частности, средняя доля акций на балансе малых предприятий

составляет около 10,2% в то время как соответствующая доля для крупных предприятий – всего 1,3%. Вполне закономерно выглядит более высокая доля сторонних физических лиц на малых предприятиях машиностроения (около 21%) по сравнению с соответствующей долей на крупных предприятиях (17,3%). Доля коммерческих банков в акционерном капитале малых предприятий (5,4%) оказалась более чем в два раза выше соответствующей доли в крупных акционерных обществах (2,3%). Однако средняя доля инвестиционных фондов на крупных предприятиях (7,5%) оказалась выше соответствующей доли на малых предприятиях (4,9%).

В таблице 2.13 представлены данные по структуре акционерного капитала на предприятиях легкой и пищевой промышленности, а также промышленности строительных материалов. Интересная особенность группировки предприятий легкой промышленности по малым (23 предприятия) и крупным акционерным обществам (всего 7 предприятий) состоит в следующем. Доля работников в акционерном капитале на предприятиях с численностью более 1000 человек составляет 50,5%, в то время как данный показатель для малых акционерных обществ не превышает 34%. На малых предприятиях легкой промышленности существенно более высокой оказалась доля дирекции в акционерном капитале (10,8% против 3,5% на крупных предприятиях). Точно также на малых предприятиях доля акций на балансе самого АО составляет 9,8% против 1,7% соответствующей доли на крупных предприятиях. Кроме того, доля инвестиционных фондов в структуре акционерного капитала на мелких предприятиях составляет 9,6%, а на крупных – 4,2% (см. таблицу 2.13). Вместе с тем, доля сторонних физических лиц на малых (26,3%) и крупных предприятиях (24,2%) различаются несущественно. Доля государства на крупных предприятиях легкой промышленности (16,3%) оказалась несколько выше соответствующей доли на малых предприятиях (11%).

Группировка предприятий пищевой промышленности на акционерные общества с численностью до и более 1000 человек не представляется возможной, поскольку все предприятия данной отрасли относятся к категории «малые». Сходная ситуация наблюдается и по предприятиям промышленности строительных материалов. Число акционерных обществ данной отрасли с численностью более одной тысячи человек составляет лишь 1% от общей выборки (всего 2 предприятия). Таким образом, обоснование выводов о различиях в

структуре акционерного капитала по малым и крупным предприятиям представляется крайне затруднительным.

**Таблица 2.13. Средняя доля владельца в акционерном капитале с разбивкой предприятий по численности занятых**

	Легкая промышленность (<1000 чел.)	Легкая промышленность (=>1000 чел.)	Пищевая промышленность (<1000 чел.)	Промышленность строительных материалов (<1000 чел.)	Промышленность строительных материалов (=>1000 чел.)
Рядовые работники АО	33,8%	50,5%	21,4%	29,9%	15,0%
в т.ч. коллективный траст	13,5%	–	9,6%	9,4%	–
Дирекция (администрация)	10,8%	3,5%	14,7%	11,3%	7,5%
в т.ч. генеральный директор	5,3%	2,5%	8,2%	4,5%	2,5%
На балансе самого АО	9,8%	1,7%	1,3%	4,2%	22,5%
Поставщики и потребители	3,2%	0,0%	21,4%	7,0%	22,5%
Другие предприятия	21,1%	28,1%	15,0%	32,3%	12,5%
Холдинги и ФПГ	0,0%	0,0%	9,2%	16,0%	77,5%
Коммерческие банки	0,0%	0,0%	2,8%	0,0%	22,5%
Инвестиционные фонды	9,6%	4,2%	1,1%	5,0%	–
Пенсионные фонды	0,0%	0,0%	0,0%	0,5%	–
Страховые компании	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	–
Сторонние физические лица	26,3%	24,2%	17,9%	30,9%	–
Иностранные акционеры	0,0%	0,0%	0,0%	1,9%	–
Государство	11,0%	16,3%	16,9%	6,8%	7,5%
в т.ч. РФ	9,8%	21,3%	0,9%	8,0%	7,5%
Число предприятий	23	7	27	19	2
Доля данных предприятий в общей выборке	11,4%	3,5%	13,4%	9,5%	1%

**Уровень концентрации собственности.** Состав и доминирование того или иного типа собственника в структуре акционерного капитала российских корпораций, безусловно, представляется крайне важным. Однако не менее важен факт наличия одного или нескольких крупных собственников, значительная доля акций которых позволяет эффективно влиять на принимаемые акционерным обществом решения. Наличие одного доминирующего собственника из числа аутсайдеров и инсайдеров (за исключением трудового коллектива в виду частого отсутствия единой позиции по тому или иному вопросу) подразумевает меньшую вероятность возникновения корпоративных конфликтов на предприятии. В том случае, если в структуре акционерного капитала имеет место наличие двух и более крупных долей аутсайдеров и/или инсайдеров, вероятность корпоративного конфликта резко возрастает. Наличие острого корпоративного конфликта (более подробно см. пункт 3.3, посвященный индексу корпоративного конфликта)

способно серьезно затруднить процесс принятия управленческих решений, вызвать частую смену менеджеров, ухудшить общий психологический климат на предприятии. Тем самым создаются условия для снижения эффективности деятельности компании.

В разосланной на предприятия анкете был целый ряд вопросов, касающихся концентрации собственности. Среди них можно выделить следующие.

1. Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%?
2. Существует ли акционер, владеющий более 50% акций?
3. Существует ли акционер, владеющий более 75% акций?
4. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 5 крупнейшим акционерам?
5. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 10 крупнейшим акционерам?
6. Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций?
7. Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более, чем 5% акций?

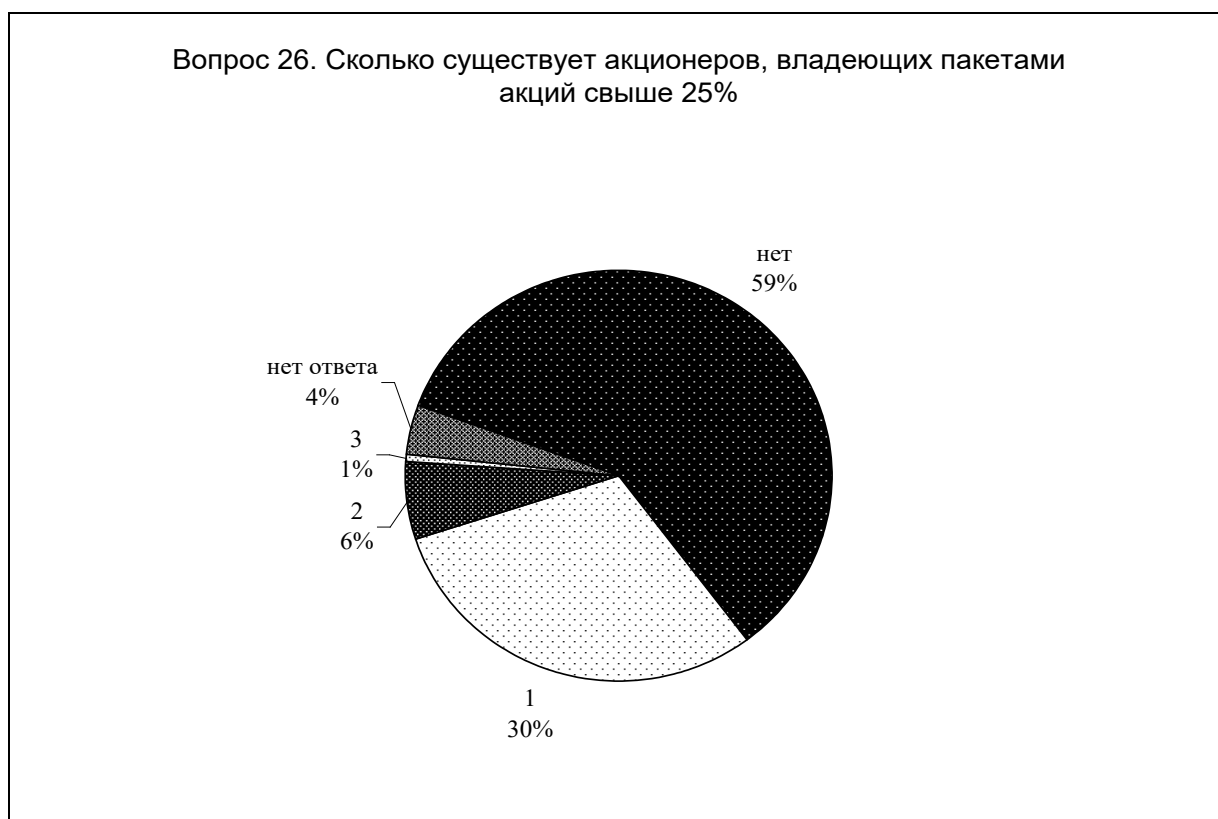
Как видно из таблицы 2.14 и графика 2.8, в большинстве акционерных обществ, входящих в выборку из 201 предприятия, не существует акционера, имеющего более 25% акций (61,7% от числа данных ответов). В 31,6% акционерных обществ, давших ответ на данный вопрос, существует лишь один акционер с блокирующим пакетом акций. Существенно меньшая доля (6,2%) приходится на предприятия, где существует два таких акционера. Тем не менее, с учетом оговорки о доле государства, можно сделать вывод о том, что более, чем на трети опрошенных АО появился аутсайдер с более чем 25% от акционерного капитала.

**Таблица 2.14. Вопрос 26. Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
нет	119	59,2%	61,7%
1	61	30,3%	31,6%
2	12	6,0%	6,2%
3	1	0,5%	0,5%
нет ответа	8	4,0%	-



**График 2.8.**



**Таблица 2.15. Вопрос 27. Существует ли акционер, владеющий более 50% акций**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	25	12,4%	12,8%
нет	170	84,6%	87,2%
нет ответа	6	3,0%	-

**Таблица 2.16. Вопрос 28. Существует ли акционер, владеющий более 75% акций**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	8	4,0%	4,1%
нет	185	92,0%	95,9%
нет ответа	8	4,0%	-

Таблицы 2.15 и 2.16 дают ответ о наличии на опрашиваемых АО акционера, владеющего более чем 50% и 75% акций. В первом случае наличие такого акционера отметили 12,8% ответивших предприятий, во втором – 4,1%. Это означает, что по меньшей мере на 12,8% предприятий рассматриваемой выборки наличие острого корпоративного конфликта наименее вероятно.

Таблицы 2.17 – 2.20 дают различные варианты представления уровня концентрации акционерного капитала. Эти данные будут использованы при

проверке гипотез о взаимосвязи структуры акционерного капитала и эффективности деятельности рассматриваемых предприятий.

**Таблица 2.17. Вопрос 38. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 5 крупнейшим акционерам**

% от УК	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	15	7,5%	8,3%
<5	4	2,0%	2,2%
5-10	9	4,5%	5,0%
10-15	6	3,0%	3,3%
15-20	9	4,5%	5,0%
20-25	8	4,0%	4,4%
25-30	9	4,5%	5,0%
30-35	12	6,0%	6,7%
35-40	9	4,5%	5,0%
40-45	8	4,0%	4,4%
45-50	11	5,5%	6,1%
50-55	10	5,0%	5,6%
55-60	13	6,5%	7,2%
60-65	13	6,5%	7,2%
65-70	11	5,5%	6,1%
70-75	15	7,5%	8,3%
75-80	5	2,5%	2,8%
80-85	5	2,5%	2,8%
>85	8	4,0%	4,4%
нет ответа	21	10,4%	-

**Таблица 2.18. Вопрос 39. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 10 крупнейшим акционерам**

% от УК	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	25	12,4%	14,9%
<5	1	0,5%	0,6%
5-10	4	2,0%	2,4%
10-15	9	4,5%	5,4%
15-20	2	1,0%	1,2%
20-25	6	3,0%	3,6%
25-30	6	3,0%	3,6%
30-35	7	3,5%	4,2%
35-40	8	4,0%	4,8%
40-45	8	4,0%	4,8%
45-50	10	5,0%	6,0%
50-55	9	4,5%	5,4%
55-60	3	1,5%	1,8%
60-65	19	9,5%	11,3%
65-70	8	4,0%	4,8%
70-75	16	8,0%	9,5%
75-80	8	4,0%	4,8%
80-85	6	3,0%	3,6%
>85	13	6,5%	7,7%
нет ответа	33	16,4%	-

**Таблица 2.19. Вопрос 40. Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	30	14,9%	16,5%
1	31	15,4%	17,0%
2	35	17,4%	19,2%
3	28	13,9%	15,4%
4	24	11,9%	13,2%
5	15	7,5%	8,2%
6	12	6,0%	6,6%
7	6	3,0%	3,3%
10	1	0,5%	0,5%
нет ответа	19	9,5%	-

**Таблица 2.20. Вопрос 41. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более, чем 5% акций**

% от УК	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	31	15,4%	18,5%
<5	3	1,5%	1,8%
5-10	6	3,0%	3,6%
10-15	6	3,0%	3,6%
15-20	7	3,5%	4,2%
20-25	8	4,0%	4,8%
25-30	8	4,0%	4,8%
30-35	4	2,0%	2,4%
35-40	11	5,5%	6,5%
40-45	5	2,5%	3,0%
45-50	10	5,0%	6,0%
50-55	11	5,5%	6,5%
55-60	8	4,0%	4,8%
60-65	13	6,5%	7,7%
65-70	10	5,0%	6,0%
70-75	10	5,0%	6,0%
75-80	4	2,0%	2,4%
80-85	4	2,0%	2,4%
>85	9	4,5%	5,4%
нет ответа	33	16,4%	-

## Часть 3. Проверка выбранных гипотез

### 3.1. Проверка гипотез 1-7

#### *Проверка гипотезы 1*

Первая гипотеза может быть сформулирована в следующем виде: после массовой приватизации 1992 – 1994 гг., реализовавшей инсайдеровскую модель перераспределения собственности, в структуре российских корпораций произошли существенные изменения, заключающиеся преимущественно в увеличении доли аутсайдеров.

Как отмечалось в пункте 2 данного исследования, в ходе массовой приватизации 1992 – 1994 гг. наиболее распространенными являлись первый и второй вариант льгот для трудового коллектива (см. таблицу 2.9). Согласно первому варианту льгот трудовой коллектив имел право получить 35% акционерного капитала, а дирекция – 5%. По второму варианту льгот работники получали 51% акций. Таким образом, в ходе массовой приватизации в России была реализована инсайдеровская модель перераспределения собственности.

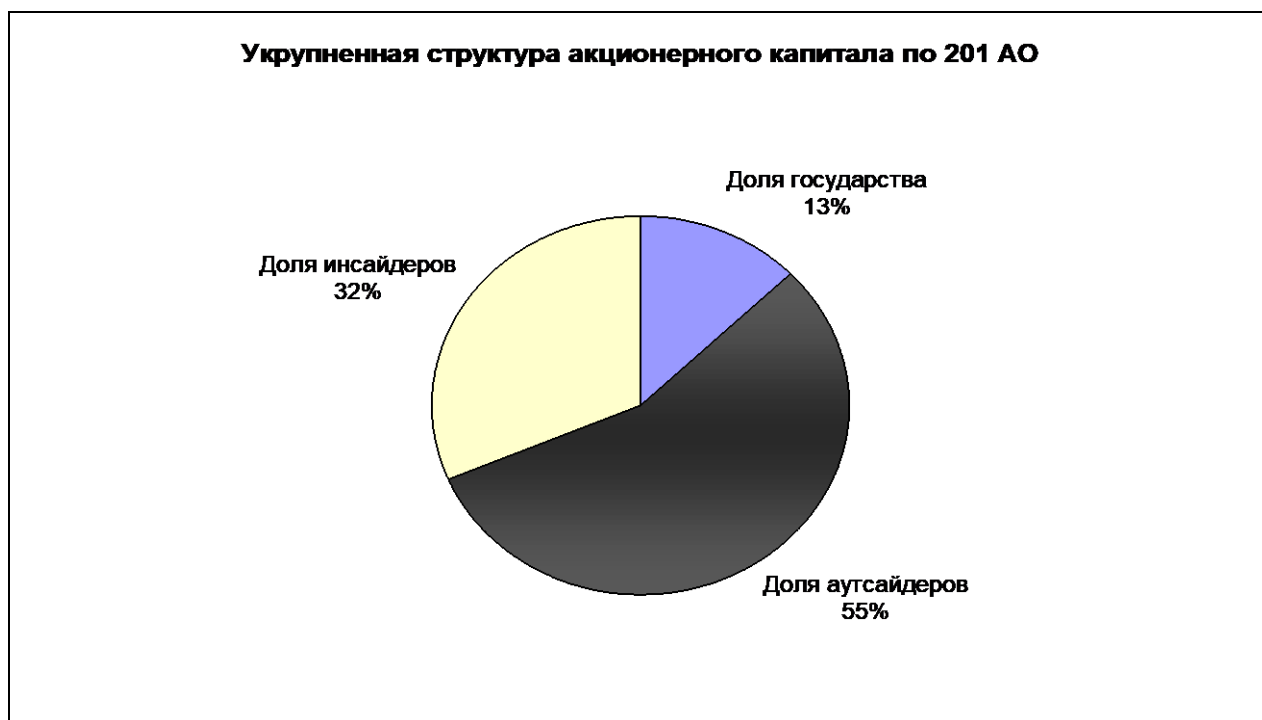
Полученные в результате анкетирования российских акционерных обществ данные свидетельствуют о существенном изменении в структуре акционерного капитала российских предприятий, произошедшем к моменту проведения опроса. Группировка доминирующих собственников на российских АО приведена в таблице 2.11. Учитывая потенциальные ошибки в ответах респондентов и возможное несовершенство классификации, следует отметить, что к концу 1999 г. в структуре акционерного капитала опрошенных предприятий средняя доля государства составила 18,2%, средняя доля аутсайдеров – 79,0%, средняя доля инсайдеров – 44,7%.

Если пронормировать данные ответы так, чтобы сумма данных долей составила 100%, мы получаем следующие данные: доля государства – 12,8%, средняя доля аутсайдеров – 55,7%, средняя доля инсайдеров – 31,5% (см. график 3.1). Конечно, подобное нормирование не вполне корректно, поскольку ошибки в ответах предприятий в наибольшей степени касались доли аутсайдеров (именно по данной категории наиболее вероятно неоднократное включение того или иного

собственника). Тем самым, приведение суммарных долей аутсайдеров, инсайдеров и государства к 100% может приводить к соответствующему уменьшению доли государства и доли инсайдеров.

Однако, учитывая данную оговорку, следует отметить, что доля аутсайдеров в структуре акционерного капитала российских АО явно доминирует. Вопрос может заключаться лишь в том, превышает ли доля аутсайдеров сумму долей инсайдеров и государства. Сделанная нами оговорка не позволяет утвердительно ответить на данный вопрос. Тем не менее, результаты проведенного анализа с высокой долей вероятности свидетельствуют о подтверждении первой гипотезы, т.е. о том, что после массовой приватизации 1992 – 1994 гг., реализовавшей инсайдеровскую модель перераспределения собственности, в структуре российских корпораций произошли существенные изменения, заключающиеся преимущественно в увеличении доли аутсайдеров.

**График 3.1.**



## ***Проверка гипотезы 2***

Вторая гипотеза состоит в том, что предприятия с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, демонстрируют более высокие показатели эффективности. Для проверки данной гипотезы необходимо определить, какие показатели эффективности работы предприятий будут использоваться для дальнейшего анализа. Полученные в результате анкетирования данные позволили рассчитать ряд относительных показателей, характеризующих финансовое состояние и эффективность работы акционерных обществ.

В частности, в анкете было запрошено общее число занятых на предприятии (вопрос 42, см. приложение 2), в т.ч. промышленно-производственный персонал (вопрос 43), выручка от реализации в 1998 г. (вопрос 47), прибыль в 1998 г. (вопрос 48) и стоимость основных фондов на конец 1998 г. (вопрос 49). Среди относительных показателей, рассчитанных с использованием этих данных, следует выделить отношение выручки к числу занятых (в таблицах с результатами регрессионного анализа данная переменная будет фигурировать как GAINEMPL), отношение прибыли к основным фондам (PROFASSET), отношение прибыли к выручке (PROFGAIN), отношение выручки к промышленно-производственному персоналу (GAINEMPL2) и отношение выручки к основным фондам (GAINASSET).

Для проверки второй гипотезы, для общей выборки (201 предприятие) была проведена процедура двойной сортировки акционерных обществ. В результате первой сортировки были выделены группы АО с возрастающей долей руководства в структуре акционерного капитала (см. таблицу 3.1). При этом число предприятий с долей дирекции свыше 20% от акционерного капитала составило 22 (или 10,9% от общего числа АО в выборке). Вторая сортировка ранжировала каждую из полученных подгрупп предприятий по уменьшению доли, принадлежащей работникам АО (см. таблицу 3.2). Таким образом, все предприятия выборки были последовательно ранжированы по двум критериям. После этого для каждого из предприятий были рассчитаны перечисленные выше относительные показатели, характеризующие эффективность работы и финансовую устойчивость акционерных обществ.

**Таблица 3.1. Вопрос 5. Доля дирекции (администрации) в акционерном капитале (%)**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	5	2,5%	3,0%
<5%	72	35,8%	43,6%
5 – 10%	33	16,4%	20,0%
10 – 15%	20	10,0%	12,1%
15 – 20%	13	6,5%	7,9%
20 – 25%	5	2,5%	3,0%
25 – 30%	4	2,0%	2,4%
30 – 35%	3	1,5%	1,8%
35 – 40%	3	1,5%	1,8%
40 – 45%	2	1,0%	1,2%
45 – 50%	1	0,5%	0,6%
50 – 55%	3	1,5%	1,8%
55 – 60%	1	0,5%	0,6%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	36	17,9%	-

**Таблица 3.2. Вопрос 3. Доля рядовых работников АО в акционерном капитале (%)**

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	2	1,0%	1,1%
<5%	18	9,0%	10,2%
5 – 10%	11	5,5%	6,3%
10 – 15%	16	8,0%	9,1%
15 – 20%	22	10,9%	12,5%
20 – 25%	22	10,9%	12,5%
25 – 30%	18	9,0%	10,2%
30 – 35%	8	4,0%	4,5%
35 – 40%	18	9,0%	10,2%
40 – 45%	5	2,5%	2,8%
45 – 50%	8	4,0%	4,5%
50 – 55%	8	4,0%	4,5%
55 – 60%	3	1,5%	1,7%
60 – 65%	3	1,5%	1,7%
65 – 70%	3	1,5%	1,7%
70 – 75%	5	2,5%	2,8%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	1	0,5%	0,6%
85 – 90%	5	2,5%	2,8%
нет ответа	25	12,4%	-

В таблицах 1 – 5 приложения 5 приведены результаты регрессионного анализа между показателями финансовой эффективности и изменением двойного критерия (увеличение доли руководства акционерного общества в структуре акционерного капитала и уменьшение соответствующей доли работников предприятия)<sup>35</sup>. На графиках 1 – 5 приведена структура рассеивания для каждой из зависимостей.

Как видно из приведенных в приложении 5 диаграмм рассеивания и регрессионных оценок, говорить о строгом подтверждении второй гипотезы нельзя. Во всех пяти зависимостях нормированный показатель множественной детерминации  $R^2$  не превышает 0,032. Следует отметить, что ожидать высоких показателей, отражающих тесноту связи между эффективностью деятельности предприятий и структурой собственности в трансформируемой экономике, по-видимому, не стоит. В данном случае можно говорить лишь о направлении тенденции. Если эта тенденция оказывается значимой, то такой результат можно рассматривать как весьма успешный.

Учитывая данные оговорки, отметим, что регрессионные оценки, полученные для третьей (зависимая переменная – отношение прибыли к выручке) и пятой зависимости (отношение выручки к основным фондам) оказались минимально значимы. Иными словами, для предприятий с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, характерно более высокое отношение прибыли к выручке ( $R^2$  составил 0.027601, F-статистика – 4.406129, t-статистика для регрессора – -2.099078) и отношение выручки к основным фондам ( $R^2$  – 0.031580, F-статистика – 5.597943, t-статистика – -2.365997).

При этом следует отметить, что отношение выручки к основным фондам является весьма важной характеристикой эффективности производства, а отношение прибыли к выручке от реализации является, скорее, характеристикой эффективности финансового управления предприятия. Как уже отмечалось во втором разделе данного исследования, в российских условиях низкие показатели прибыли при высоких показателях выручки свидетельствуют о рациональном подходе руководства предприятия к проблеме снижения налогооблагаемой базы. Конечно, последнее утверждение требует определенных оговорок. Во-первых,

---

<sup>35</sup> В данном отчете авторы не приводят все полученные в ходе исследования регрессионные оценки, делая акцент на наиболее значимых. Для получения дополнительной информации по результатам проверки гипотез направляйте запрос по адресу [arkhipov@iet.ru](mailto:arkhipov@iet.ru).



было бы более корректно сравнивать отношение прибыли к выручке у предприятий одной отрасли и одного размера, поскольку норма прибыли у предприятий с разными характеристиками может существенно различаться без какой-либо «теоретической нагрузки». Во-вторых, отдельного рассмотрения требует сама взаимосвязь числителя и знаменателя. Существует целый ряд способов занижения объемов прибыли предприятия. В зависимости от специфики деятельности предприятия могут в той или иной степени возрасти затраты или появиться формальные убытки, снижающие объем прибыли, подлежащей налогообложению. Вместе с тем, манипулирование выручкой для предприятий представляет собой более сложную задачу. Иными словами, для рассматриваемого отношения прибыли к выручке знаменатель является более стабильной величиной. Наиболее типичным способом снижения объема выручки является неоформляемая бартерная операция, при которой происходит взаимная поставка товаров через другие компании, а платеж оттягивается во времени или не осуществляется вовсе. Тем не менее, следует отметить, что в случае искусственного занижения объема выручки соответствующим образом занижается и объем прибыли.

### ***Проверка гипотезы 3***

Третья гипотеза состоит из двух частей: а) реализованная в 1992 – 1994 гг. приватизация привела к формированию тенденции на увеличение концентрации собственности в структуре акционерного капитала российских корпораций; б) вместе с тем, чем выше уровень концентрации собственности, тем выше эффективность деятельности предприятий. Таким образом, проверка данной гипотезы будет осуществлена по каждой из частей.

Прежде чем начать проверку первой части гипотезы, следует определить, что подразумевается под увеличением концентрации собственности в структуре акционерного капитала после 1992 – 1994 гг. После проведения массовой приватизации доминирующими собственниками по факту стали государство, трудовой коллектив и администрация предприятий (см. графики 2.6 и 2.7). В 1995 – 1999 гг. структура акционерного капитала стала достаточно быстро меняться в сторону увеличения доли аутсайдеров. Поскольку трудовой коллектив в большинстве случаев нельзя рассматривать как единого крупного акционера<sup>36</sup>, а государство в течение рассматриваемого периода преимущественно уменьшало

свою долю в акционерном капитале предприятий, концентрация собственности (укрупнение долей в акционерном капитале) могло иметь место в основном среди аутсайдеров.

Сделанные замечания о том, что процесс концентрации собственности в российских акционерных обществах относится, прежде всего, к аутсайдерам, требует еще одной оговорки. В вопросах анкеты, касающихся концентрации владения акциями АО (см. таблицы 2.14 – 2.20 раздела, посвященного описанию выборки) не проводилось различия между аутсайдерами и государством как одним из собственников. Так, например, на вопрос о том, сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%, респонденты могли ответить как учитывая государство, так и нет (последнее, правда, наиболее вероятно). То же самое касается и вопросов о суммарной доле крупных собственников.

В таблицах 2.17 – 2.20 приведены данные о суммарной доле пяти и десяти крупнейших акционеров; числе акционеров, каждый из которых владеет более чем 5% акций и их суммарной доле в акционерном капитале. Эти данные свидетельствуют о том, что реализованная в 1992 – 1994 гг. приватизация действительно привела к формированию тенденции на увеличение концентрации собственности в структуре акционерного капитала российских корпораций. Таким образом, первая часть третьей по счету гипотезы, проверяемой в ходе данного исследования, подтверждается.

Вторая часть третьей гипотезы состоит в том, что чем выше уровень концентрации собственности, тем выше эффективность деятельности предприятий. В таблицах 2.17 – 2.20 представлено распределение ответов на четыре варианта вопроса.

- Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 5 крупнейшим акционерам?
- Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 10 крупнейшим акционерам?
- Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций?

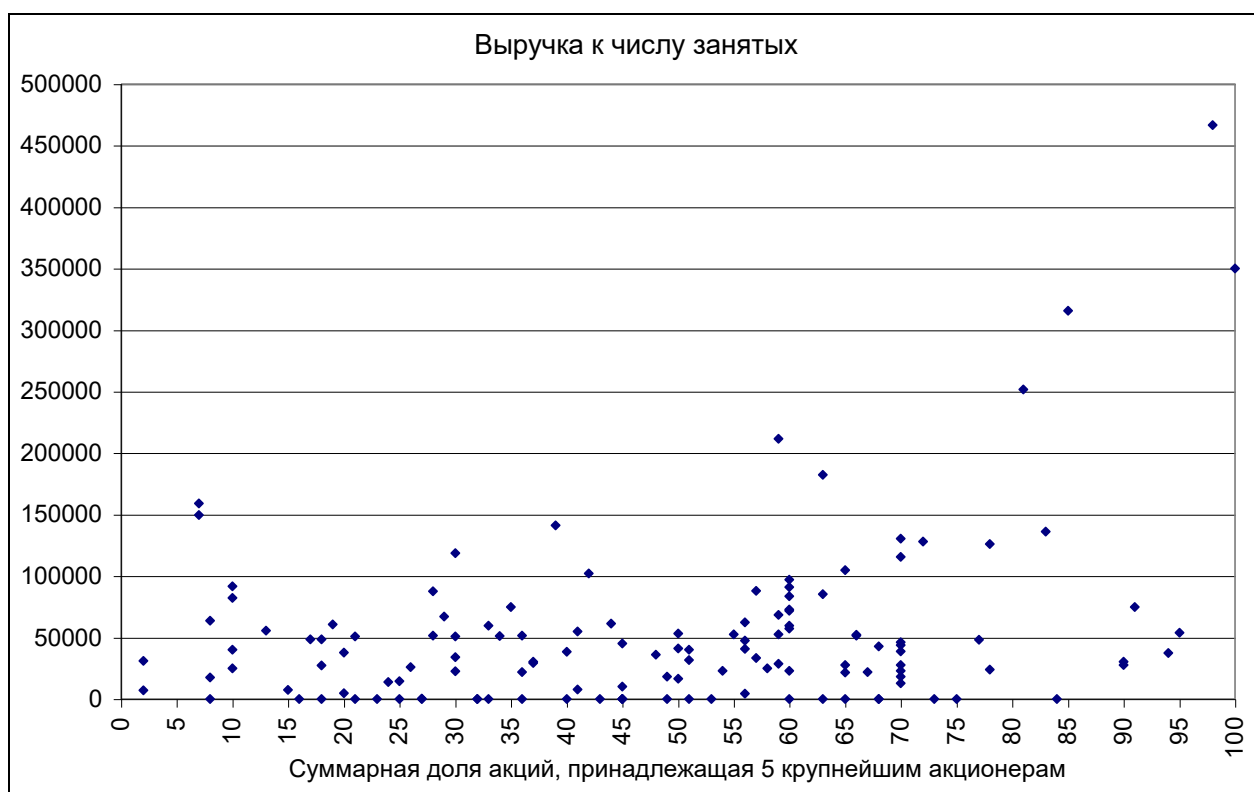
---

<sup>36</sup> Исключение составляет тот случай, когда большая часть коллектива передала свои акции в управление какому-либо физическому или юридическому лицу.

- Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более, чем 5% акций?

Совокупность ответов предприятий на данные вопросы были рассмотрены в качестве переменных, характеризующих уровень концентрации собственности в АО. В дальнейшем регрессионном анализе эти переменные выступили в качестве экзогенных. В качестве зависимых были использованы относительные переменные, характеризующие финансовое состояние акционерных обществ: отношение выручки к числу занятых, отношение прибыли к основным фондам, отношение прибыли к выручке, отношение выручки к промышленно-производственному персоналу и отношение выручки к основным фондам. Таким образом, было оценено 20 зависимостей между уровнем концентрации собственности и показателями финансовой эффективности АО. Среди них следует остановиться на двух наиболее значимых.

**График 3.2.**



В первой зависимости в качестве регрессора выступает суммарная доля акций, принадлежащая пяти крупнейшим акционерам, а в качестве зависимой переменной – отношение выручки к числу занятых. Диаграмма рассеивания для данной зависимости представлена на графике 3.2. Как видно из графика, с увеличением концентрации акционерного капитала растет отношение выручки к

числу занятых. Оценки регрессии с учетом устранения гетероскедастичности остатков методом Вайта оказались значимыми на высоком для данной выборки уровне (см. таблицу 3.3). В частности, нормированный коэффициент множественной детерминации  $R^2$  составил 0.092091, F-статистика – 14.28767, t-статистика для регрессора – 2.331807.

**Таблица 3.3.**

Dependent Variable: GAINEMPL  
Method: Least Squares  
Date: 04/25/00 Time: 08:03  
Sample(adjusted): 2 165  
Included observations: 132  
Excluded observations: 32 after adjusting endpoints  
White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	8911.980	15730.84	0.566529	0.5720
SUM5	908.4554	389.5928	2.331807	0.0212
R-squared	0.099022	Mean dependent var		52442.13
Adjusted R-squared	0.092091	S.D. dependent var		68078.66
S.E. of regression	64868.23	Akaike info criterion		25.01314
Sum squared resid	5.47E+11	Schwarz criterion		25.05682
Log likelihood	-1648.867	F-statistic		14.28767
Durbin-Watson stat	1.500058	Prob(F-statistic)		0.000238

Во второй зависимости в качестве регрессора выступает суммарная доля акций, принадлежащая в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более 5% акций, а в качестве зависимой переменной – также отношение выручки к числу занятых. Диаграмма рассеивания для данной зависимости представлена на графике 3.3. Как и в первой зависимости, с увеличением концентрации акционерного капитала растет отношение выручки к числу занятых.

Регрессоры в первой и второй зависимости являются весьма похожими переменными, поскольку всех акционеров, чья доля превышает 5% УК, можно условно отнести к крупным акционерам. Тем не менее, регрессионные оценки, полученные для второй зависимости с учетом устранения гетероскедастичности остатков методом Вайта оказались более значимыми. (см. таблицу 3.4). В частности, нормированный  $R^2$  составил 0.139949, F-статистика – 18.89934, t-статистика для регрессора – 2.678430.

Таким образом, третья гипотеза, состоящая в том, что: а) реализованная в 1992 – 1994 гг. приватизация привела к формированию тенденции на увеличение концентрации собственности в структуре акционерного капитала российских корпораций; б) чем выше уровень концентрации собственности, тем выше эффективность деятельности предприятий, подтверждается на рассматриваемой

выборке акционерных обществ с достаточно высоким уровнем значимости. В то же время, статистическое подтверждение гипотезы не учитывает одной оговорки. Выводы о повышении финансовой эффективности с возрастанием уровня концентрации не касаются ситуации, когда на предприятии существует акционер, обладающий контрольным пакетом, или альянс акционеров. В последнем случае, выявить наличие того или иного альянса и, тем более, просчитать частные выгоды его участников исходя из полученных от предприятий ответов, не представляется возможным.

**График 3.3.**



**Таблица 3.4.**

Dependent Variable: GAINEMPL  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/25/00 Time: 08:00  
 Sample: 1 134  
 Included observations: 111  
 Excluded observations: 23  
 White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-5059.741	17556.02	-0.288205	0.7737
SUMMORE5	1174.883	438.6462	2.678430	0.0085
R-squared	0.147767	Mean dependent var		52848.24
Adjusted R-squared	0.139949	S.D. dependent var		71481.68
S.E. of regression	66291.36	Akaike info criterion		25.05936
Sum squared resid	4.79E+11	Schwarz criterion		25.10818
Log likelihood	-1388.795	F-statistic		18.89934
Durbin-Watson stat	2.564365	Prob(F-statistic)		0.000031

#### **Проверка гипотезы 4**

Четвертая гипотеза состоит в том, что предприятия с меньшей долей государства оказываются более эффективными, нежели предприятия с большей долей государства в структуре акционерного капитала. Иными словами, «глубоко приватизированные» предприятия оказываются более приспособленными для ведения хозяйственной деятельности в рыночных условиях.

В разосланных на предприятия анкетах был вопрос о доле государства<sup>37</sup> в структуре акционерного капитала. Как и по другим вопросам о структуре акционерного капитала предприятий, ответ на данный вопрос требовалось дать, отметив соответствующий интервал. В таблице 3.5. приведено распределение ответов, данных предприятиями на этот вопрос.

**Таблица 3.5. Вопрос 17. Доля государства в структуре акционерного капитала.**

	число ответов	Доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	35	17,4%	30,7%
<5%	9	4,5%	7,9%
5 – 10%	12	6,0%	10,5%
10 – 15%	2	1,0%	1,8%
15 – 20%	10	5,0%	8,8%
20 – 25%	15	7,5%	13,2%
25 – 30%	6	3,0%	5,3%
30 – 35%	4	2,0%	3,5%
35 – 40%	4	2,0%	3,5%
40 – 45%	2	1,0%	1,8%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	9	4,5%	7,9%
55 – 60%	1	0,5%	0,9%
60 – 65%	3	1,5%	2,6%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	2	1,0%	1,8%
нет ответа	87	43,3%	-

Для проверки четвертой гипотезы были оценены пять зависимостей. В качестве регрессора в каждой зависимости выступила доля государства в акционерном капитале, а в качестве зависимых переменных – уже использовавшиеся нами относительные характеристики финансового положения предприятий. На графиках 6 – 10 приложения 5 приведены диаграммы

<sup>37</sup> Включая государственные холдинги (т.е. те организации, где доля государства в материнской компании превышает 50%).

рассеивания для данных зависимостей, а в таблицах 6 – 10 того же приложения – соответствующие регрессионные оценки.

Специфика распределения доли государства в акционерном капитале рассматриваемой выборки состоит в том, что существует три кластера предприятий. Для первого, наиболее крупного кластера характерна низкая доля государства (менее 10%), для второго – около 25% (блокирующий пакет), для третьего, наименее крупного кластера – около 50% (контрольный пакет). Особенно хорошо данные кластеры просматриваются на графиках 6, 9 и 10 приложения 5. Для групп предприятий, включенных в каждый из кластеров, характерен свой разброс финансовых показателей, что затрудняет проверку четвертой гипотезы на рассматриваемой выборке с помощью методов регрессионного анализа.

Тем не менее, из рассмотренных выше пяти зависимостей одна оказалась минимально значимой. Для зависимости между отношением прибыли к основным фондам и долей государства в акционерном капитале были получены следующие оценки: нормированный коэффициент множественной детерминации  $R^2$  составил 0.060409, F-статистика – 4.150374, t-статистика для регрессора – -2.037247 (см. таблицу 7 и график 7 приложения 5).

Таким образом, подтвердить с высоким уровнем значимости четвертую гипотезу, состоящую в том, что предприятия с меньшей долей государства в акционерном капитале оказываются более эффективными нежели предприятия с большей долей государства, не удалось. Вместе с тем, для рассматриваемой выборки на минимальном уровне значимости была выявлена зависимость, согласно которой с уменьшением доли государства в акционерном капитале растет отношение прибыли к основным фондам предприятий.

### ***Проверка гипотезы 5***

Пятая гипотеза состоит в том, что чем раньше была проведена приватизация, тем более эффективной является та или иная корпорация. Подавляющая часть предприятий выборки (около 86%) была приватизирована в ходе массовой приватизации (см. график 3.4 и таблицу 2.8). Иными словами, большинство предприятий с весьма различными финансовыми показателями относится к трем крупным кластерам (1992, 1993, 1994 гг.). Кластеры предприятий, приватизированных ранее или позже 1992 – 1994 гг. оказались существенно меньшими. Таким образом, использовать регрессионные методы при

проверке пятой гипотезы не представляется удобным. Речь может идти лишь о сравнении средних финансовых показателей, характерных для каждого кластера акционерных обществ.

Проверка пятой гипотезы была проведена с помощью сравнительного анализа пяти уже использовавшихся относительных показателей эффективности деятельности предприятий (отношение выручки к числу занятых, отношение прибыли к основным фондам, отношение прибыли к выручке, отношение выручки к промышленно-производственному персоналу и отношение выручки к основным фондам) в зависимости от года начала приватизации (преобразования в акционерное общество).

**График 3.4.**



На графиках 3.5 – 3.9 представлены диаграммы рассеивания для данных пяти зависимостей. В таблице 3.6 приведены результаты сравнения средних значений финансовых показателей для предприятий, ранжированных по году приватизации. Как видно из таблицы, говорить об устойчивости средних относительных показателей, характеризующих финансовое состояние предприятий, начавших приватизацию в 1991, 1995, 1996, 1997 и 1998 гг., не представляется возможным. Об этом, в частности, свидетельствует число



наблюдений, величина стандартного отклонения и разница максимального и минимального значения рассматриваемой характеристики.

Исходя из этого, имеет смысл сравнивать лишь относительные характеристики финансовой устойчивости предприятий, начавших приватизацию в 1992, 1993 и 1994 гг. Следовательно, дальнейшая проверка пятой гипотезы требует весьма важной оговорки. По результатам проведенного опроса, мы можем анализировать результаты финансовой деятельности предприятий выборки, зафиксированные в 1998 г.<sup>38</sup>, только по группам предприятий, начавших приватизацию в 1992, 1993 и 1994 гг.

**Таблица 3.6.**

		Выручка к числу занятых	Прибыль к основным фондам	Прибыль к выручке	Выручка к производственному персоналу	Выручка к основным фондам
		См. график 3.5	См. график 3.6	См. график 3.7	См. график 3.8	См. график 3.9
1991	Число наблюдений	3	1	1	3	3
	Среднее значение	4656,822	0,083	0,180	4817,148	0,277
	Минимальное значение	9,076	-	-	9,818	0,083
	Максимальное значение	13814,411	-	-	14269,832	0,460
	Разница максимального и минимального значения (%)	152114%	-	-	145241%	453%
	Стандартное отклонение	7931,005	-	-	8186,665	0,189
1992	Число наблюдений	74	48	54	70	66
	Среднее значение	41501,908	0,063	-0,072	47185,229	0,682
	Минимальное значение	9,263	-0,170	-1,601	11,889	0,0002
	Максимальное значение	251853,08	0,744	0,499	304751,25	3,252
	Разница максимального и минимального значения (%)	2718685%	537%	131%	2563297%	1924633%
	Стандартное отклонение	52296,659	0,183	0,341	59724,206	0,709
1993	Число наблюдений	47	37	40	47	46
	Среднее значение	77768,972	0,053	0,02601	96405,275	0,800
	Минимальное значение	25,123	-0,190	-1,0077	26,667	0,029
	Максимальное значение	466666,67	0,280	0,285	823529,41	3,818
	Разница максимального и минимального значения (%)	1857430%	248%	128%	3088135%	12934%
	Стандартное отклонение	93239,378	0,088	0,225	138689,7	0,847
1994	Число наблюдений	19	9	14	18	14
	Среднее значение	46891,326	0,070	0,138	56071,351	0,900
	Минимальное значение	12,064	-0,036	-0,402	12,394208	0,049
	Максимальное значение	149755,75	0,234	1,699	176275	4,720
	Разница максимального и минимального значения (%)	1241222%	741%	523%	1422137%	9465%
	Стандартное отклонение	41510,863	0,085	0,469	47222,428	1,217

<sup>38</sup> Т.е. через 4 – 6 лет после начала приватизации.

1995	Число наблюдений	3	2	2	4	3
	Среднее значение	34484,591	-0,065	-0,036	28094,639	2,028
	Минимальное значение	34,545	-0,145	-0,306	35,514	0,0003
	Максимальное значение	65699,229	0,016	0,235	69197,653	5,610
	Разница максимального и минимального значения (%)	190082%	111%	177%	194746%	2037201%
	Стандартное отклонение	32951,685	0,114	0,382	34104,896	3,111
1996	Число наблюдений	2	1	2	2	1
	Среднее значение	36543,513	-0,035	-0,137	38697,075	0,087
	Минимальное значение	30278,846	-	-0,400	30474,194	-
	Максимальное значение	42808,179	-	0,126	46919,957	-
	Разница максимального и минимального значения (%)	41%	-	132%	54%	-
	Стандартное отклонение	8859,576	-	0,372	11628,911	-
1997	Число наблюдений	1	0	0	1	0
	Среднее значение	40067,052	-	-	46077,11	-
	Минимальное значение	-	-	-	-	-
	Максимальное значение	-	-	-	-	-
	Разница максимального и минимального значения (%)	-	-	-	-	-
	Стандартное отклонение	-	-	-	-	-
1998	Число наблюдений	1	1	1	0	1
	Среднее значение	101972,22	-0,011	-0,008	-	1,329
	Минимальное значение	-	-	-	-	-
	Максимальное значение	-	-	-	-	-
	Разница максимального и минимального значения (%)	-	-	-	-	-
	Стандартное отклонение	-	-	-	-	-
Данные по всей выборке						
1991-1998	Число наблюдений	150	99	114	145	134
	Среднее значение	52998,457	0,055	-0,009	62714,479	0,767
	Минимальное значение	9,076	-0,190	-1,601	9,818	0,0002
	Максимальное значение	466666,67	0,744	1,699	823529,41	5,610
	Разница максимального и минимального значения (%)	5141875%	492%	206%	8387700%	3320262%
	Стандартное отклонение	67725,35	0,142	0,325	93537,594	0,912

Группировка предприятий по году начала приватизации (преобразования в АО) показала, что наибольший разброс показателей *отношения выручки к числу занятых на предприятии* (см. график 3.5) и *отношения выручки к производственному персоналу* (см. график 3.6) характерен для 1993 г. Вместе с тем, следует отметить, число предприятий выборки<sup>39</sup>, начавших приватизацию в 1993 г. оказалось более чем на треть меньше числа предприятий, начавших приватизацию в 1992 г. (см. таблицу 3.6). Применительно к двум рассматриваемым относительным показателям, число предприятий выборки,

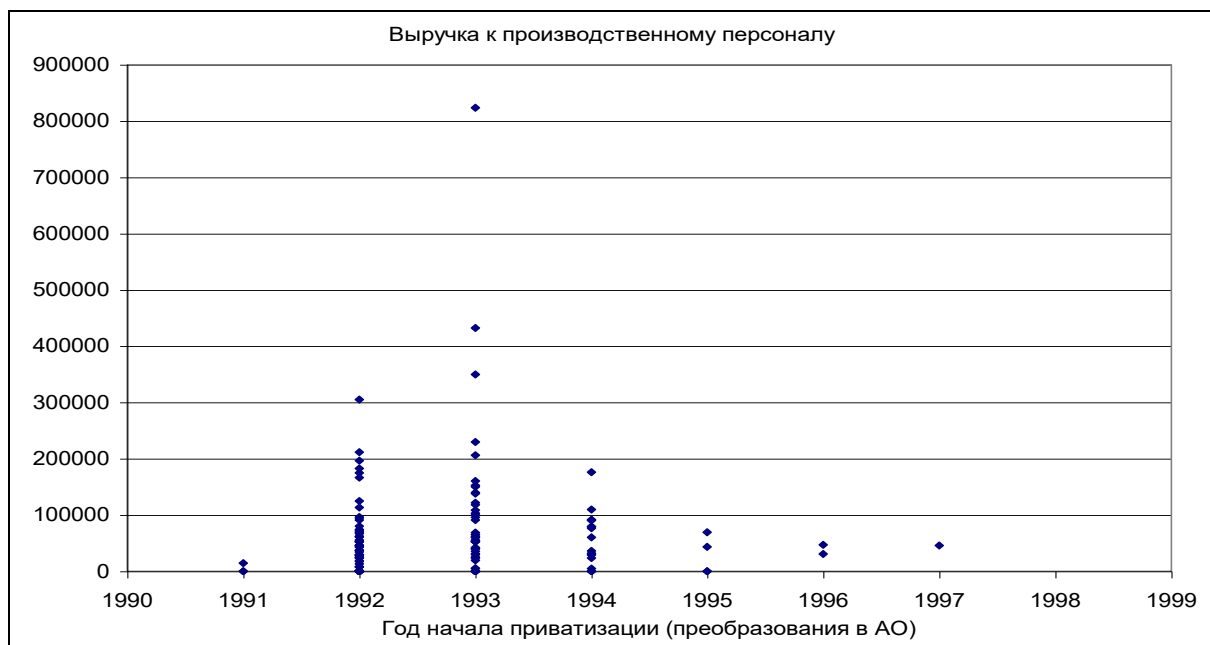
<sup>39</sup> В данном случае рассматривается число предприятий, одновременно ответивших на вопрос о годе начала приватизации, величине финансовых показателей и числе занятых.

начавших приватизацию в 1994 г., оказалось примерно на 74,3% меньше числа предприятий, начавших приватизацию в 1992 г. Таким образом, наиболее устойчивыми средними показателями отношения выручки к числу занятых и числу производственного персонала в порядке убывания значимости обладают акционерные общества, начавшие приватизацию в 1992, 1993 и 1994 гг.

**График 3.5**



**График 3.6**



Наибольшие средние значения для показателей отношения выручки к числу занятых и числу производственного персонала зафиксированы для предприятий, начавших приватизацию в 1993 г. Для таких предприятий данные показатели оказались на 87,4% (первое отношение) и на 104,3% (второе отношение) выше соответствующих относительных показателей, характерных для предприятий, начавших приватизацию в 1992 г. Вместе с тем, средние значения этих относительных показателей для предприятий, начавших приватизацию в 1994 г., оказались выше соответствующих средних для предприятий, начавших приватизацию в 1992 г., на 13% (первое отношение) и 18,8% (второе отношение).

Как видно из графиков 3.7 и 3.8, наибольший разброс значений для показателей отношения прибыли к основным фондам и прибыли к выручке характерен для предприятий, начавших приватизацию (преобразование в АО) в 1992 г. Как и в двух предыдущих случаях, именно эти предприятия имеют в выборке наибольший вес (см. таблицу 3.6).

Среднее значение *отношения прибыли к основным фондам* для предприятий, начавших приватизацию в 1993 г., оказалось на 15,8% выше, чем соответствующий показатель для предприятий, начавших приватизацию в 1992 г, и на 33% ниже среднего показателя для данного отношения у предприятий, начавших приватизацию в 1994 г.

**График 3.7**



Среднее значение *отношения прибыли к выручке* (см. график 3.8) для предприятий, начавших приватизацию в 1992 г., оказалось отрицательным, что свидетельствует об отрицательном значении прибыли, зафиксированной в 1998 г. для большинства акционерных обществ из данной группы. Вместе с тем, соответствующий показатель для предприятий, начавших приватизацию в 1993 г, принял положительное значение и оказался на примерно на 431% ниже среднего показателя для этого отношения у акционерных обществ, начавших приватизацию в 1994 г.

**График 3.8.**

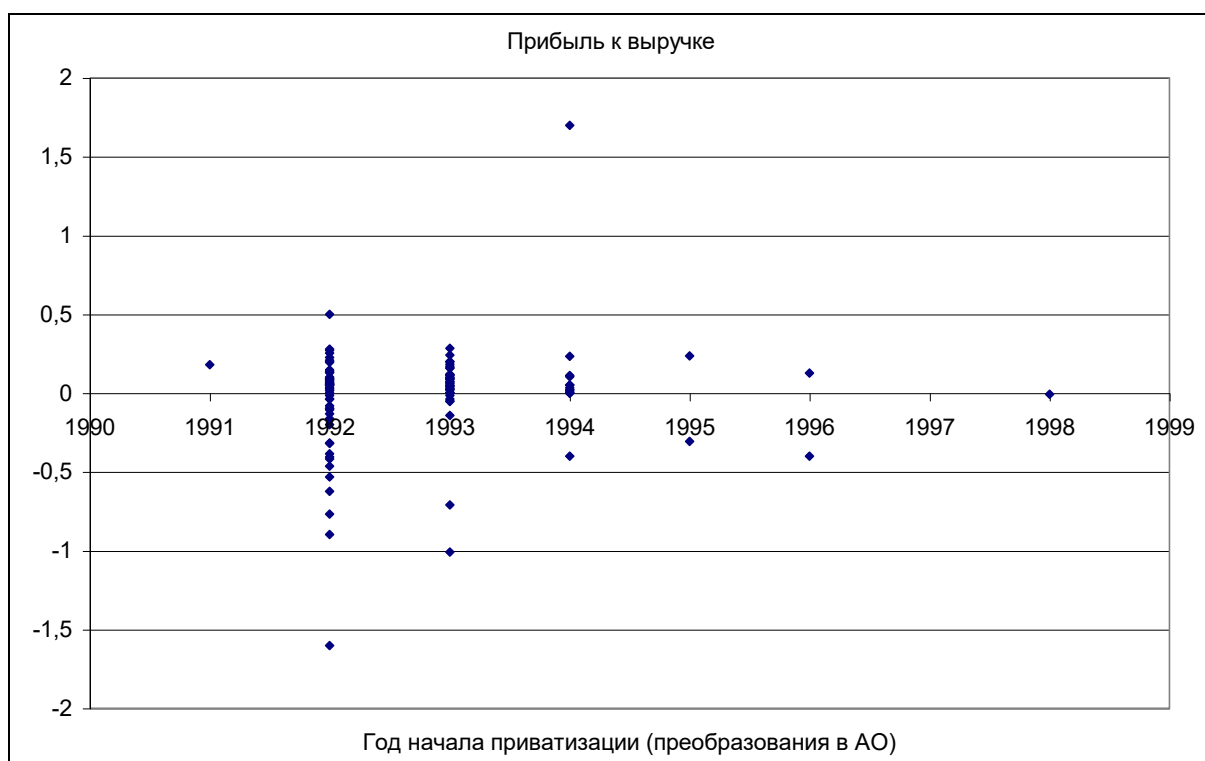
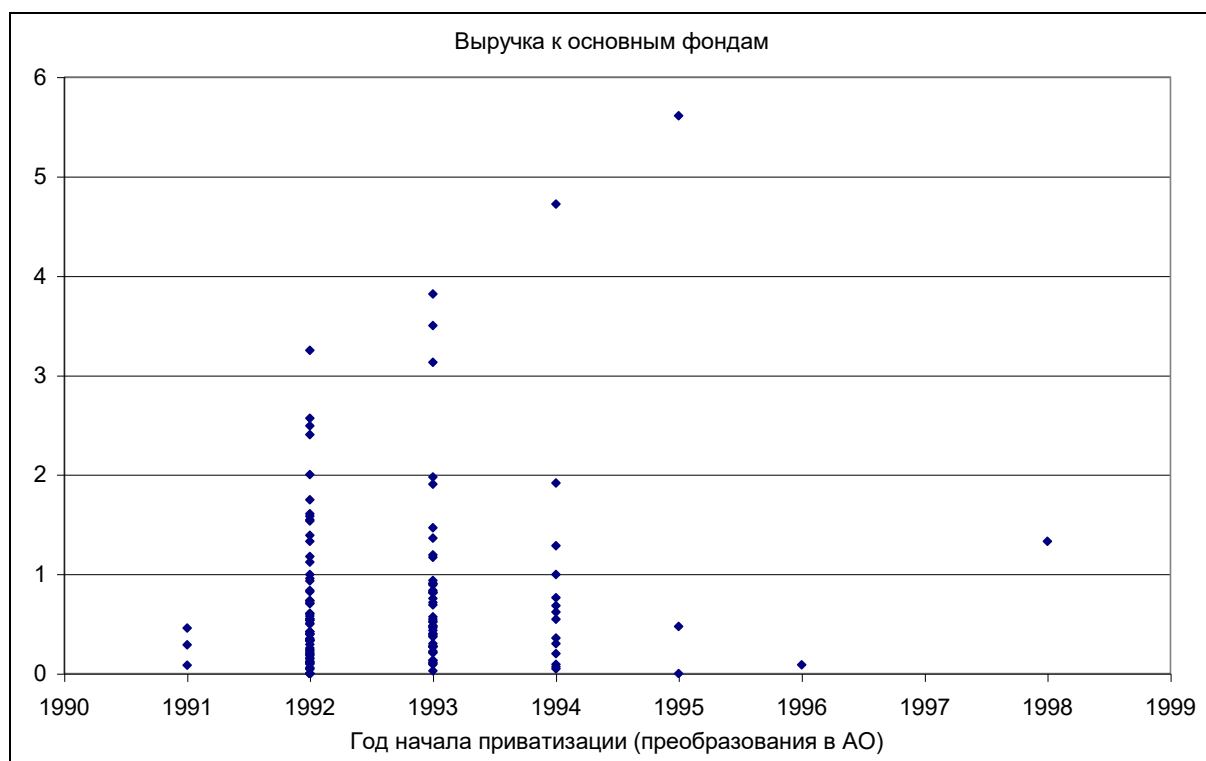


График 3.9 представляет распределение показателя *отношения выручки к основным фондам*. Среднее значение данного показателя для акционерных обществ, начавших приватизацию в 1992 г., оказалось на 17,3% ниже соответствующего среднего для предприятий, начавших приватизацию в 1993 г., и на 31,9% ниже среднего показателя для предприятий, начавших приватизацию в 1994 г. (см. таблицу 3.6).

**График 3.9**



Таким образом, пятая гипотеза, состоящая в том, что чем раньше была проведена приватизация, тем более эффективной является та или иная корпорация, была проверена лишь в весьма ограниченном смысле. В частности, были проанализированы различия в результатах финансовой деятельности предприятий выборки, зафиксированные в 1998 г., только по трем группам АО: это предприятия, начавшие приватизацию в 1992, 1993 и 1994 гг. Средние значения относительных показателей, характеризующих эффективность деятельности опрошенных акционерных обществ, в данной группировке оказались весьма неустойчивыми. Об этом свидетельствуют крайне высокие значения стандартного отклонения, представленные для каждой подгруппы в таблице 3.6.

С учетом сделанных оговорок, пятая гипотеза не была подтверждена. Следует отметить, что в том случае если бы, рассматриваемые средние были устойчивыми для всех пяти рассматриваемых относительных показателей, пятая гипотеза могла бы быть отвергнута. Так, например, изменение отношения прибыли к выручке и отношения выручки к основным фондам в этом случае свидетельствовало бы об обратном: результаты финансовой деятельности АО, начавших приватизацию в 1994 г, оказались лучше, нежели соответствующие результаты акционерных обществ, начавших приватизацию в 1993 г. и 1992 г.

### ***Проверка гипотезы 6***

Шестая гипотеза состоит в том, что позитивное воздействие приватизационных процессов становится очевидным лишь при заметном увеличении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала предприятий. При увеличении доли иностранных инвесторов их позитивное воздействие существенно усиливается.

Проверка данной гипотезы включала в себя два этапа. На первом этапе была проведена регрессионная оценка зависимости относительных финансовых показателей и доли аутсайдеров в акционерном капитале предприятий<sup>40</sup>. При этом подразумевается, что при появлении на предприятии крупного аутайдера повышается вероятность реструктуризации компании, увольнений и других мероприятий, призванных повысить финансовую эффективность предприятий. Кроме того, крупный аутсайдер, особенно если это иностранный акционер<sup>41</sup>, заинтересован в транспарентности финансовых потоков на предприятии. Следовательно, с увеличением доли аутсайдеров в акционерном капитале менеджмент компании вынужден идти на повышение открытости финансовых потоков компании и реализацию мер по ее реструктуризации, что не всегда соответствует интересам ее руководства. Второй этап включал оценку зависимости между финансовыми показателями и долей иностранных акционеров.

Как было отмечено во втором разделе данного исследования, объясняющая переменная «доля аутсайдеров» была рассчитана для каждого предприятия как сумма долей поставщиков и потребителей, других предприятий, холдингов и ФПП, коммерческих банков, инвестиционных и пенсионных фондов, страховых компаний, сторонних физических лиц и иностранных акционеров. Напомним также, что в таблицах с результатами регрессионного анализа зависимая переменная «отношение выручки к числу занятых» обозначена как GAINEMPL, «отношение прибыли к основным фондам» – PROFASSET, «отношение прибыли к выручке» – PROFGAIN, «отношение выручки к промышленно-производственному персоналу» – GAINEMPL2, «отношение выручки к основным фондам» – GAINASSET.

---

<sup>40</sup> Включая долю иностранных акционеров.

<sup>41</sup> Для иностранного акционера предметом отдельного внимания является процесс легализации доходов, полученных за рубежом.

На графиках 11 – 15 приложения 5 приведены диаграммы рассеивания для зависимостей, оценка которых была проведена для проверки первой части шестой гипотезы, а в таблицах 11 – 15 того же приложения – соответствующие регрессионные оценки. Из пяти рассмотренных зависимостей минимально значимой оказалась лишь первая (см. график 11 и таблицу 11 приложения 5). В частности, для взаимосвязи суммарной доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала и отношения выручки к числу занятых характерны следующие регрессионные оценки, полученные с учетом устранения гетероскедастичности остатков методом Вайта: нормированный коэффициент множественной детерминации  $R^2$  составил 0.053812, F-статистика – 8.791580, t-статистика для регрессора – 2.287847.

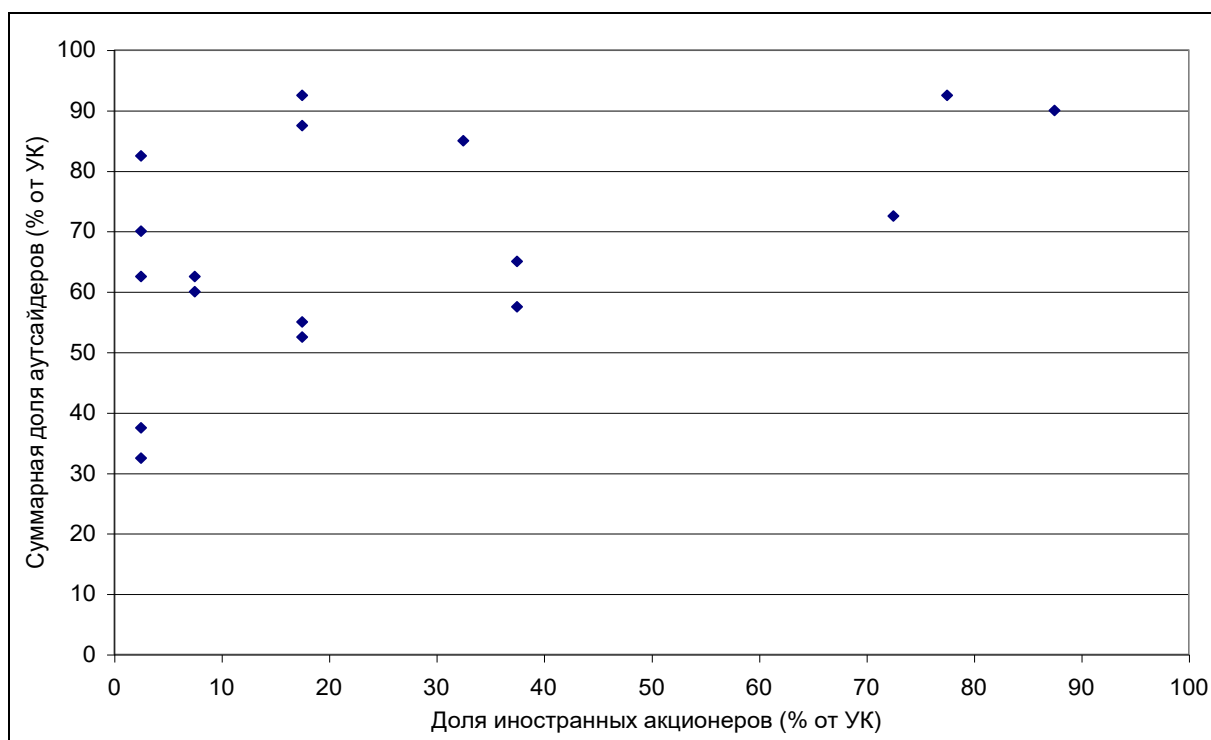
Вторая часть шестой гипотезы состоит в том, что при увеличении доли иностранных инвесторов позитивное воздействие приватизационных процессов существенно усиливается. Таким образом, первое, что необходимо выяснить для проверки второй части гипотезы состоит в том, насколько взаимосвязаны суммарная доля аутсайдеров и доля иностранных акционеров в структуре акционерного капитала.

Поскольку доля иностранных акционеров была включена в суммарную долю аутсайдеров, регрессионная оценка данной зависимости, по всей видимости, не имеет смысла. Вместе с тем, из графика 3.10 видно, что в том случае, если в структуре акционерного капитала предприятия присутствует даже незначительная доля, принадлежащая иностранным инвесторам, суммарная доля аутсайдеров оказывается не ниже 30% от УК.

Для второй части шестой гипотезы следует также сделать замечание относительно небольшого числа предприятий рассматриваемой выборки, в акционерном капитале которых определенная доля принадлежит иностранным инвесторам. Всего среди 201 акционерных обществ, составляющих выборку, число предприятий с иностранным участием составляет 17 (или 8,46%). Кроме того, не все акционерные общества из их числа ответили на вопросы, позволяющие рассчитать относительные показатели, характеризующие финансовое состояние данных предприятий. Таким образом, при анализе полученных результатов следует учитывать то, что получены они на малом числе наблюдений.



**График 3.10.**



На графиках 16 – 20 приложения 5 приведены диаграммы рассеивания для зависимостей, между относительными показателями, характеризующими финансовое состояние предприятий, и долей иностранных инвесторов в структуре их акционерного капитала. В таблицах 16 – 20 приложения 5 приведены соответствующие регрессионные оценки.

Для второй части шестой гипотезы в трех из пяти случаев результаты регрессионной оценки свидетельствуют о наличии значимой взаимосвязи. Как видно из таблиц 16, 17 и 19 приложения 5, с увеличением доли иностранных акционеров, отношение выручки к числу занятых, отношение прибыли к основным фондам и отношение выручки к производственному персоналу возрастают. Об этом свидетельствуют значимые показатели t-статистики и высокие показатели нормированного  $R^2$ , составившие по трем лучшим зависимостям от 0,478 до 0,713, и значимые показатели F-статистики. Вместе с тем, следует еще раз подчеркнуть, что крайне высокие показатели множественной детерминации были получены на малой выборке (11 – 14 наблюдений). Как видно из графиков 16, 17 и 19 приложения 5, для рассматриваемой выборки исключение одного – трех предприятий с высокой долей иностранных инвесторов и хорошими показателями финансовой деятельности является критическим.

Тем не менее, двухшаговая проверка шестой гипотезы, состоящая в том, что: а) позитивное воздействие приватизационных процессов становится очевидным лишь при заметном увеличении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала предприятий; б) при увеличении доли иностранных инвесторов их позитивное воздействие существенно усиливается, позволяет сделать следующие выводы. Во-первых, на минимальном уровне значимости было подтверждено, что при увеличении суммарной доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала, отношение выручки к числу занятых возрастает. Во-вторых, учитывая весьма серьезную оговорку относительно малого числа наблюдений, было подтверждено то, что при увеличении доли иностранных инвесторов в структуре акционерного капитала предприятий, их финансовая эффективность существенно возрастает. Таким образом, позитивный эффект влияния приватизационных процессов становится заметным при увеличении доли иностранных инвесторов.

### *Проверка гипотезы 7*

Седьмая гипотеза состоит в том, что срок работы руководителя связан с уровнем эффективности работы предприятия. На первый взгляд, данная гипотеза представляется весьма спорной. Смена менеджера в том или ином акционерном обществе может быть вызвана весьма различными, а иногда и противоречивыми мотивами. Среди наиболее типичных причин отставки старого и назначения нового менеджера следует назвать достижение старым менеджером пенсионного возраста; существенное ухудшение финансовой устойчивости предприятия; желание руководства предприятия реализовать «непопулярные» меры по оздоровлению предприятия, в частности, сокращению численности занятых; конфликт между руководством предприятия и региональными властями (например, в связи с отказом руководства предприятия финансировать определенную кандидатуру на региональных выборах); обострение борьбы крупнейших акционеров за контроль над финансовыми потоками предприятия и т.д. Из числа перечисленных причин смены менеджера АО, наиболее нейтральным к дальнейшей производственной и финансовой политике предприятия выступает достижение менеджером пенсионного возраста.

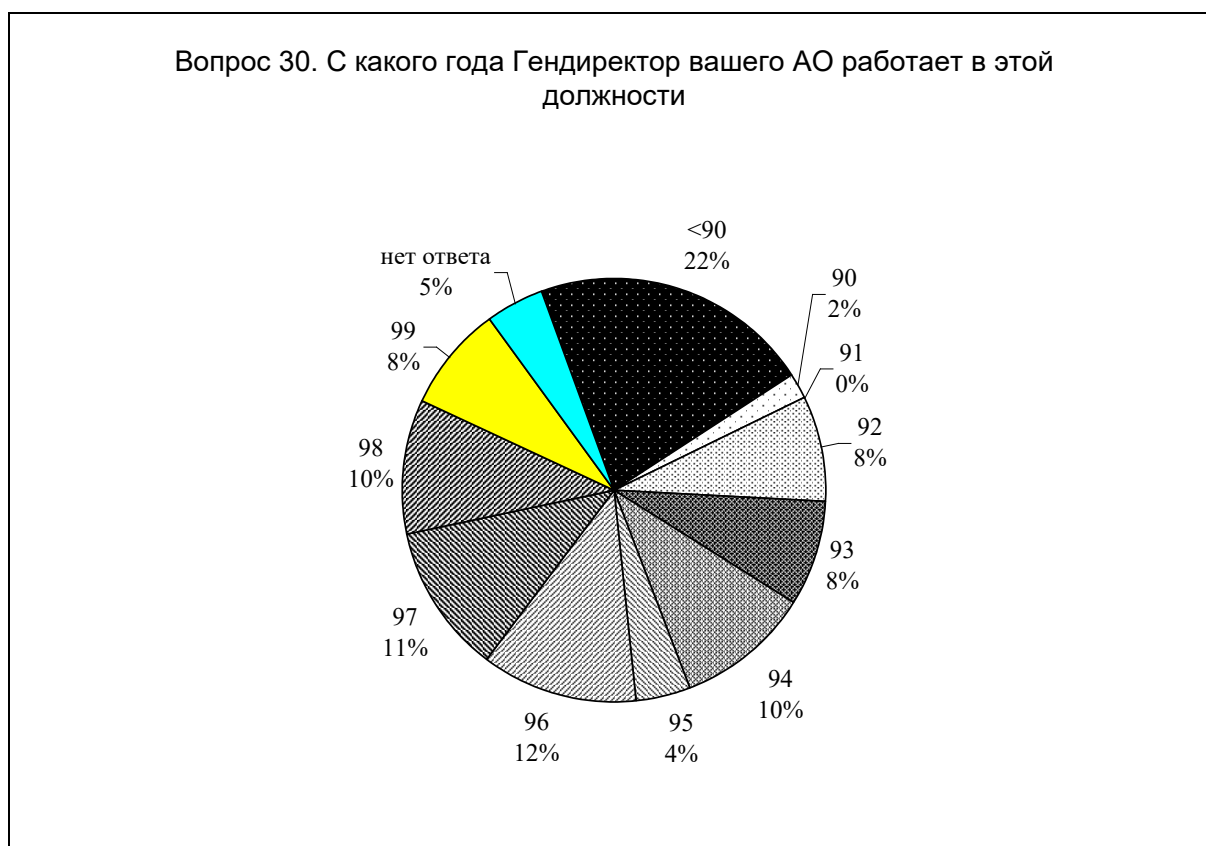
Таким образом, разнообразие мотивов смены руководства акционерного общества не всегда определяет изменение дальнейшей политики новых

менеджеров в сторону повышения финансовой устойчивости и снижения уровня рисков работы предприятия. Тем не менее, процесс естественного отбора более эффективных предприятий в рыночной экономике, опосредованно определяющий изменения внутри корпораций, несомненно, должен приводить к общему повышению уровня квалификации менеджеров. Следовательно, в том случае, если интенсивность процесса смены менеджеров определяется преимущественно факторами экономической эффективности, каждая новая смена менеджера в акционерном обществе должна приводить к повышению эффективности работы предприятия.

Как было отмечено во втором разделе работы, переход от командно-административной к рыночной системе хозяйствования сопровождался достаточно быстрыми изменениями в структуре собственности. В результате проведения массовой приватизации 1992 – 1994 гг. была реализована инсайдерская модель распределения собственности. Наряду с трудовым коллективом, руководство предприятия получило возможность получить часть акционерного капитала на льготных условиях. Несмотря на то, что в течение последующих лет в структуре акционерного капитала предприятий произошло заметное увеличение доли аутсайдеров, доля руководства, полученная на льготных условиях, являлась дополнительным фактором стабильности позиций старых менеджеров.

Как видно из графика 3.11, предприятия выборки, на которых генеральный директор занял свою должность до начала массовой приватизации составляет около 24%. С учетом 5% неответивших предприятий, за период с 1992 г. по 1999 г. генеральный директор сменился на 71% предприятий, приславших анкету (см. также таблицу 2.10). Столь высокие темпы изменений в руководстве российских акционерных обществ свидетельствуют, с одной стороны, о неудовлетворительном качестве прежнего менеджмента. С другой стороны, частые смены менеджера могут означать высокий уровень конфликтности среди крупных акционеров.

**График 3.11.**



Проверка седьмой гипотезы возможна лишь при весьма серьезной оговорке. Полученные в результате анкетирования предприятий данные об их финансовой устойчивости отражают ситуацию по итогам кризисного 1998 г. Эффект девальвации, банковский кризис и ряд других макроэкономических процессов по-разному повлияли на положение предприятий, относящихся к различным группам по отраслевому признаку, численности персонала, возможностям экспорта и т.д. В этом смысле, выделение срока работы менеджера на том или ином предприятии, по всей видимости, не является ключевым фактором, определившим финансовые показатели работы российских компаний в 1998 г. Кроме того, на 16 предприятиях (8,3% ответивших на тридцатый вопрос) смена менеджера произошла в 1999 г. Таким образом, ответы этих предприятий не могут быть использованы в дальнейшем регрессионном анализе.

Проверка данной гипотезы была осуществлена с помощью оценки регрессионной зависимости между годом назначения текущего генерального директора акционерного общества на соответствующую должность (в таблицах с оценками регрессор назван «APPOINT\_YEAR») и уже использовавшимися нами при проверке предыдущих гипотез относительными показателями,

характеризующими финансовую устойчивость предприятия (зависимые переменные).

Диаграммы рассеивания для зависимостей, оценка которых была проведена для проверки седьмой гипотезы, приведены на графиках приложения 5. В таблицах 21 – 25 приложения 5 даны соответствующие оценки регрессионных зависимостей.

Среди представленных зависимостей минимально значимой оказалась лишь одна. Как видно из таблицы 23 приложения 5, чем меньше срок работы генерального директора на предприятии, тем меньше оказывается значение отношения прибыли к выручке. График 23 приложения 5 свидетельствует о том, что отрицательный знак регрессора связан с большим числом предприятий выборки, показавших в 1998 г. отрицательное значение прибыли. В большинстве таких предприятий генеральный директор был назначен во время или после окончания процесса массовой приватизации. Таким образом, подтвердить седьмую гипотезу, состоящую в том, что срок работы руководителя связан с уровнем эффективности работы предприятия, не удалось.

### **3.2. Индекс корпоративного конфликта (проверка гипотезы 8)**

Характерной чертой развития российского корпоративного сектора в постприватизационный период стало наличие весьма острых и затяжных конфликтов. Как правило, основной причиной конфликта становилось противостояние групп инсайдеров и аутсайдеров. Весьма часто борьба происходила также между различными группами аутсайдеров.

Существуют два возможных концептуальных подхода к формализации данной проблемы в рамках эмпирического исследования. С одной стороны, принято считать, что корпоративный конфликт, являясь естественным элементом процесса перераспределения собственности, чаще всего снижает эффективность работы предприятия. Это связано, прежде всего, с мобилизацией значительных финансовых ресурсов той группой акционеров (инсайдеров), которая контролирует финансовые потоки предприятия, для целей отражения корпоративной «агрессии» (для скупки акций на вторичном рынке,

приватизационные сделки и т.д.). Среди других факторов можно отметить ускоренный вывод активов действующим руководством в тех случаях, когда перспективы урегулирования конфликта в его пользу неясны, использование тактики «отравленных пилюль», включая процедуры банкротства, и др. Это может происходить и потому, что борьба акционеров создает негативный психологический климат у работников и руководства предприятия.

С другой стороны, конфликт между различными группами акционеров можно рассматривать и как неотъемлемый признак развития корпоративного сектора в переходной экономике. Это связано с тем, что наличие сильной оппозиционной группы акционеров является сравнительно эффективным способом мониторинга деятельности реальных руководителей («контролеров» финансовых потоков). Этот мониторинг осуществляется в рамках стандартных корпоративных процедур – через общее собрание акционеров, совет директоров и т.д. Его итогом должно быть повышение уровня прозрачности (информационной открытости) эмитента и его руководящих структур, и, следовательно, вынужденное раскрытие более реалистичных данных об итогах финансово-хозяйственной деятельности АО.

Проверка **восьмой гипотезы**, состоящей в том, что наличие острых корпоративных конфликтов взаимосвязано с уровнем концентрации собственности и результатами финансовой деятельности предприятия, потребовала применения достаточно сложной процедуры. Для подтверждения или опровержения данной гипотезы на рассматриваемой выборке предприятий необходимо ответить на два основных вопроса:

1. Для какого среднего уровня концентрации собственности на российских акционерных обществах наиболее характерна ситуация острого корпоративного конфликта?

2. Насколько велико влияние корпоративного конфликта на финансовые показатели акционерных обществ?

Ответ на данные вопросы во многом зависит от того, как определяется интенсивность корпоративного конфликта на предприятиях. Используемая далее методика построения индекса корпоративного конфликта основана на учете и взвешивании различных факторов, косвенно свидетельствующих о его наличии. В результате, по ответам двухсот предприятий на избранные вопросы формируется числовой индекс. Его значение для каждого акционерного общества

позволит судить об интенсивности корпоративного конфликта. Количественная оценка индекса определяется по следующей формуле.

$$CCI = d_0 \cdot \sum_{j=1}^N d_j \quad (3.1),$$

где  $N$  – число задействованных в построении индекса вопросов к предприятиям,  $j$  – номер вопроса,  $d_j$  – дамми-переменная, принимающая то или иное значение в зависимости от ответа предприятия на вопрос  $j$  (см. таблицы 3.7 и 3.8),  $d_0$  – дамми-переменная, принимающий значение нуля в случае, когда на предприятии существует акционер, владеющий более, чем 50% акций, и – единицы в остальных случаях. Таким образом, нулевое значение индекса  $CCI$  означает отсутствие конфликта между акционерами предприятия. В то же время, чем больше значение индекса, тем больше интенсивность корпоративного конфликта.

**Таблица 3.7.**

Номер вопроса $j$	Номер вопроса в анкете	Содержание вопроса	«да»	«нет»
-	13	Существует ли акционер, владеющий более 50% акций	$d_0=0$	$d_0=1$
1	5	Выплачивались ли в АО дивиденды по привилегированным. акциям в 97-98 гг.	$d_1=2$	$d_1=0$
2	7	Осуществляло ли АО выкуп своих акций	$d_2=1$	$d_2=0$
3	8	Осуществляло ли АО продажу (передачу) акций работникам в 96-99 гг.	$d_3=1$	$d_3=0$
4	9	Осуществлялись ли в 96-99 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов	$d_4=2$	$d_4=0$
			«два»	«больше двух»
5	17	Сколько за последние 2 года было общих собраний акционеров	$d_6=0$	$d_6=2$

При проверке восьмой гипотезы были рассмотрены два варианта индекса интенсивности корпоративного конфликта. При построении индекса интенсивности корпоративного конфликта **по первому варианту** использовались ответы на определенную группу вопросов. В четвертом и пятом столбцах таблицы 3.7 приведены значения дамми-переменных, входящих в индекс. Отметим, что исходя из соображений важности было произведено удвоение весов дамми-переменных по первому (Выплачивались ли в АО дивиденды по привилегированным акциям в 1997 – 1998 гг.?) и четвертому вопросу

(Осуществлялись ли в 96-99 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов?).

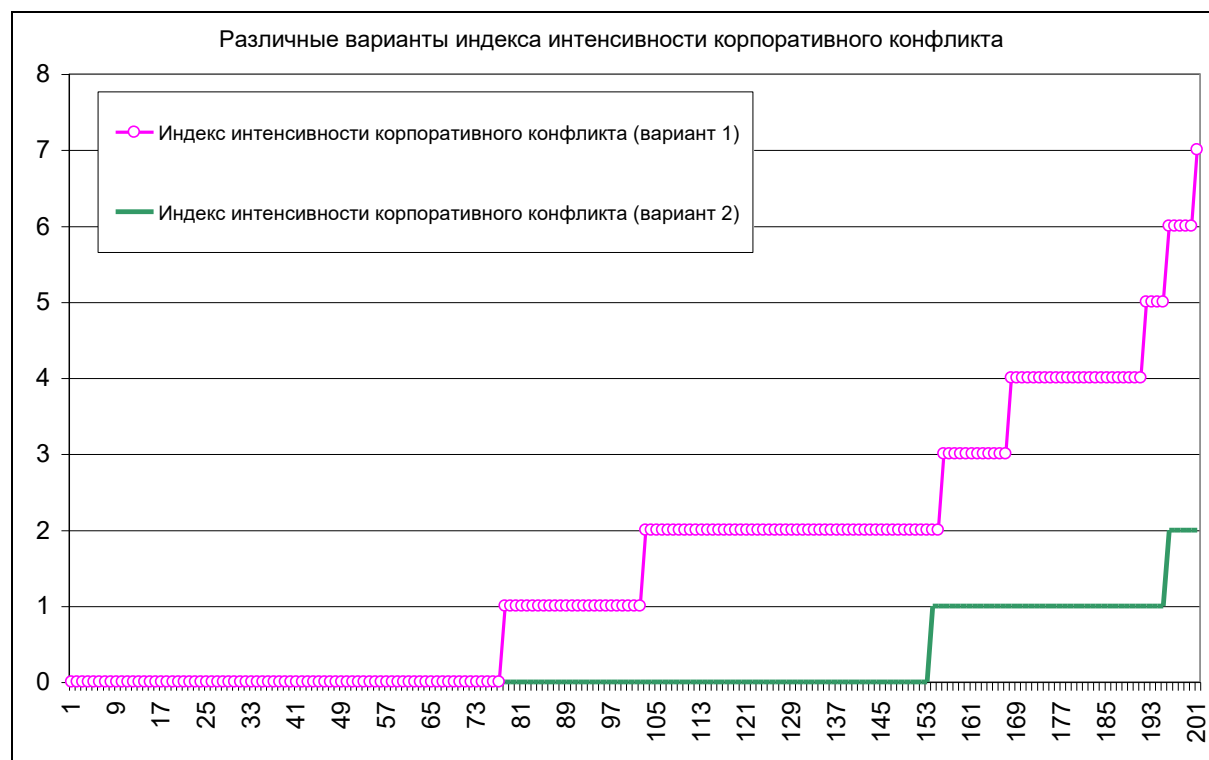
**Второй вариант** расчета индекса представляет собой результат упрощения предлагаемой методики. При его расчете учитываются только принципиально важные ответы на 13-й, 5-й и 9-й вопросы анкеты (см. таблицу 3.8).

**Таблица 3.8.**

Номер вопроса $j$	Номер вопроса в анкете	Содержание вопроса	«да»	«нет»
-	13	Существует ли акционер, владеющий более 50% акций	$d_0=0$	$d_0=1$
1	5	Выплачивались ли в АО дивиденды по привилегированным. акциям в 97-98 гг.	$d_1=1$	$d_1=0$
4	9	Осуществлялись ли в 96-99 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов	$d_4=1$	$d_4=0$

Значения индекса по первому и второму варианту, рассчитанные в соответствии с формулой 3.1 имеют следующее распределение (см. таблицу 3.9 и график 3.12). В таблице 3.9 приведено также среднее значение индекса и его стандартное отклонение.

**График 3.12.**





**Таблица 3.9.**

Значение индекса ССИ	1-й вариант		2-й вариант	
	Число предприятий	Доля в общей выборке	Число предприятий	Доля в общей выборке
0	77	38,3%	153	76,1%
1	25	12,4%	42	20,9%
2	53	26,4%	6	3,0%
3	12	6,0%	–	–
4	24	11,9%	–	–
5	4	2,0%	–	–
6	5	2,5%	–	–
7	1	0,5%	–	–
Среднее значение	1,59204		0,268657	
Стандартное отклонение	1,656121		0,507408	

Для первого варианта будем считать интенсивность корпоративного конфликта высокой в том случае, если индекс принимает значение равное или превышающее 2. Число акционерных обществ, удовлетворяющих данному условию, составило 49,3% от общей выборки (201 предприятия).

Второй вариант расчета индекса представляет собой более грубую классификацию предприятий. Согласно второму варианту, будем считать интенсивность корпоративного конфликта высокой в том случае, если индекс принимает значение равное 1 или 2. Как видно из таблицы 3.9, в общей выборке предприятий число акционерных обществ, на которых интенсивность корпоративного конфликта высока, составляет около 23,9% (48 АО).

Итак, для проверки восьмой гипотезы необходимо ответить на два вопроса о взаимосвязи интенсивности корпоративного конфликта, структуры собственности и результатов хозяйственной деятельности акционерных обществ.

**Первый вопрос** звучит следующим образом: *для какого среднего уровня концентрации собственности на российских акционерных обществах наиболее характерна ситуация острого корпоративного конфликта?* В анкете, высланной на предприятия, уровню концентрации собственности была посвящена целая группа вопросов (см. пункт 2.2.2 данного исследования). В таблице 3.10 приведены переменные, использовавшиеся для характеристики уровня концентрации собственности на 201 акционерном обществе применительно к уровню интенсивности корпоративного конфликта на данных предприятиях. Для каждой из переменных в приложении 6 приведены две диаграммы рассеивания,

показывающие распределение предприятий для двух вариантов индекса интенсивности корпоративного конфликта.

**Таблица 3.10. Средние значения переменных**

Значение индекса интенсивности корпоративного конфликта (вариант 1)	Доля общей выборке	Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит крупнейшим акционерам	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит 10 крупнейшим акционерам	Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более, чем 5% акций
0	38,3%	0,587	52,484	58,056	2,542	43,046
1	12,4%	0,240	40,250	49,318	2,792	35,957
2	26,4%	0,420	38,439	43,333	2,170	26,311
3	6,0%	0,364	47,556	53,857	3,300	46,250
4	11,9%	0,304	46,421	54,000	3,158	47,778
5	2,0%	1,000	70,500	77,750	3,750	66,667
6	2,5%	0,500	51,400	60,000	4,000	50,800
7	0,5%	0,0	7,0	10,0	0,0	0,0
Среднее значение		0,456	46,376	52,685	2,637	38,649
Максимум		3,0	100,0	98,0	10,0	100,0
Минимум		0,0	2,0	2,0	0,0	0,0
Стандартное отклонение		0,637	24,280	24,065	2,025	28,759

Как видно из таблицы 3.10 и диаграмм рассеивания 1 – 5 приложения 6, единственный интерпретируемый результат был получен для переменной «Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций» (см. график 4 приложения 6). Для низкого уровня значений индекса корпоративного конфликта среднее значение данной переменной колеблется в интервале 2,17 – 2,79, а для более высоких значений индекса – от 3,16 до 4. Иными словами, анализ изменения средних значений переменной показал, что чем больше в АО акционеров, обладающих более чем 5% акций, тем выше уровень напряженности корпоративного конфликта. Вместе с тем, подтвердить наличие данной зависимости даже на минимальном уровне значимости с помощью регрессионных методов не удалось (см. таблицу 3.11).

В остальных случаях изменение среднего значения переменных, характеризующих уровень концентрации собственности АО, по мере возрастания значений индекса не позволяет сделать однозначный вывод о наличии такого уровня концентрации, при котором наличие корпоративного конфликта представляется наиболее вероятным.

**Таблица 3.11.**

Dependent Variable: CCI1  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/22/00 Time: 02:26  
 Sample(adjusted): 3 200  
 Included observations: 182  
 Excluded observations: 16 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.316846	0.202337	6.508198	0.0000
Q5	0.086112	0.060916	1.413636	0.1592
R-squared	0.010980	Mean dependent var		1.543956
Adjusted R-squared	0.005486	S.D. dependent var		1.663964
S.E. of regression	1.659394	Akaike info criterion		3.861710
Sum squared resid	495.6457	Schwarz criterion		3.896919
Log likelihood	-349.4156	F-statistic		1.998367
Durbin-Watson stat	1.609093	Prob(F-statistic)		0.159196
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.924363	Probability		0.398669
Obs*R-squared	1.860496	Probability		0.394456

В таблице 3.12 и на диаграммах рассеивания 11 – 15 приложения 6, приведены данные по изменению уровня концентрации собственности по мере возрастания индекса интенсивности корпоративного конфликта, рассчитанного по второму варианту. Различия в средних значениях рассматриваемых переменных для группы предприятий с высоким и низким уровнем интенсивности корпоративного конфликта оказались крайне невысоки.

**Таблица 3.12. Средние значения переменных**

Значение индекса интенсивности корпоративного конфликта (вариант 2)	Доля общей выборке	Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит крупнейшим акционерам	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит 10 крупнейшим акционерам	Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более, чем 5% акций
0	76,10%	0,480	45,831	51,382	2,574	38,290
1	20,90%	0,351	47,314	56,593	2,829	39,000
2	3,00%	0,500	52,167	59,000	3,000	44,667
Среднее значение		0,456	46,376	52,685	2,637	38,649
Максимум		3,0	100,0	98,0	10,0	100,0
Минимум		0,0	2,0	2,0	0,0	0,0
Стандартное отклонение		0,637	24,280	24,065	2,025	28,759

Таким образом, на первый вопрос восьмой гипотезы «для какого среднего уровня концентрации собственности на российских акционерных обществах наиболее характерна ситуация острого корпоративного конфликта?» мы можем ответить в весьма ограниченном варианте. А именно, проведенное исследование

показало, что чем больше на рассматриваемых предприятиях акционеров, обладающих более чем 5% акций, тем выше уровень напряженности корпоративного конфликта, оцененный по первому варианту расчета соответствующего индекса.

**Второй вопрос** состоит в следующем: *насколько велико влияние корпоративного конфликта на финансовые показатели акционерных обществ?* Среди показателей, характеризующих устойчивость финансового состояния предприятий, были отобраны уже использовавшиеся ранее при проверке 2 – 7 гипотез переменные: отношение выручки к числу занятых (GAINEMPL), отношение прибыли к основным фондам (PROFASSET), отношение прибыли к выручке (PROFGAIN), отношение выручки к промышленно-производственному персоналу (GAINEMPL2) и отношение выручки к основным фондам (GAINASSET).

В таблице 3.13 представлено изменение средних значений относительных финансовых показателей предприятий по мере возрастания значения индекса интенсивности корпоративного конфликта, рассчитанного по варианту 1 (см. также диаграммы рассеивания 6 – 10 приложения 6).

**Таблица 3.13. Средние значения переменных**

Значение индекса интенсивности и корпоративного конфликта (вариант 1)	Доля в общей выборке	Отношение выручки к числу занятых	Отношение прибыли к основным фондам	Отношение прибыли к выручке	Отношение выручки к производственному персоналу	Отношение выручки к основным фондам
0	38,3%	40636,5	0,026	796,3	47434,3	0,565
1	12,4%	43642,2	0,038	-2600,3	49419,0	0,803
2	26,4%	46605,5	0,064	4015,8	54492,3	0,770
3	6,0%	17361,4	-0,054	-3990,2	18092,2	0,262
4	11,9%	56011,6	0,067	543,8	67818,7	1,215
5	2,0%	79412,9	0,091	6793,2	74183,0	0,943
6	2,5%	76378,5	0,158	10655,6	68405,0	1,653
7	0,5%	-	-	-	-	-
Среднее значение		44938,6	0,041	1433,3	51266,2	0,742
Максимум		229485,9	0,485	23904,0	229905,0	4,720
Минимум		9,1	-0,190	-21855,4	9,8	0,000
Стандартное отклонение		45497,5	0,107	8106,4	51682,9	0,823

Как видно из таблицы 3.13, вместе с увеличением значения индекса интенсивности корпоративного конфликта, средние значения отношения выручки к числу занятых, выручки к производственному персоналу, прибыли к основным

фондам и выручки к основным фондам в целом возрастают. Исключение из этого правила составляют средние показатели финансовой устойчивости предприятий, для которых индекс интенсивности корпоративного конфликта принял значение 3.

Вместе с тем, наличие минимально значимой зависимости было выявлено лишь в одном случае: между индексом интенсивности корпоративного конфликта и показателем отношения выручки к основным фондам (см. правый столбец таблицы 3.13). В таблице 3.14 приведены регрессионные оценки для данной зависимости. Положительный знак при регрессоре, в качестве которого выступил индекс, рассчитанный по варианту 1, позволяет сделать интересный, вывод о том, что чем выше уровень интенсивности корпоративного конфликта, тем выше отношение выручки к основным фондам (см. график 10 приложения 6). Исходя из соображений интерпретируемости, была проверена и обратная зависимость: насколько сильно влияют финансовые показатели на уровень интенсивности конфликта. Регрессионные оценки полученные с учетом устранения гетероскедастичности остатков методом Вайта в «обратной» зависимости индекса интенсивности корпоративного конфликта от отношения выручки к основным фондам также оказались значимыми (см. таблицу 3.15).

**Таблица 3.14.**

Dependent Variable: GAINASSET  
Method: Least Squares  
Date: 05/14/00 Time: 03:43  
Sample(adjusted): 3 199  
Included observations: 141  
Excluded observations: 56 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.554523	0.091876	6.035570	0.0000
CCI1	0.122230	0.040771	2.997935	0.0032
R-squared	0.060732	Mean dependent var		0.741768
Adjusted R-squared	0.053975	S.D. dependent var		0.822608
S.E. of regression	0.800100	Akaike info criterion		2.405923
Sum squared resid	88.98225	Schwarz criterion		2.447749
Log likelihood	-167.6176	F-statistic		8.987614
Durbin-Watson stat	1.514459	Prob(F-statistic)		0.003221
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.675802	Probability		0.190944
Obs*R-squared	3.343268	Probability		0.187940

**Таблица 3.15.**

Dependent Variable: CCI1  
Method: Least Squares  
Date: 05/22/00 Time: 13:19  
Sample(adjusted): 3 199  
Included observations: 141

Excluded observations: 56 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.163353	0.169225	6.874582	0.0000
GAINASSET	0.496870	0.185179	2.683191	0.0082
R-squared	0.060732	Mean dependent var		1.531915
Adjusted R-squared	0.053975	S.D. dependent var		1.658541
S.E. of regression	1.613161	Akaike info criterion		3.808351
Sum squared resid	361.7180	Schwarz criterion		3.850177
Log likelihood	-266.4887	F-statistic		8.987614
Durbin-Watson stat	1.572683	Prob(F-statistic)		0.003221

Как уже отмечалось выше, вторая часть восьмой гипотезы была сформулирована таким образом, что проверялось сразу два подхода (направления): согласно первому, с повышением уровня конфликтности финансовые показатели акционерного общества должны ухудшаться. Во втором случае, наличие острого конфликта в акционерном обществе свидетельствует о том, что существует один или несколько акционеров (как правило, аутсайдеров), стремящихся реализовать свои права в борьбе за контроль над предприятием. Акционер, идущий на конфликт с менеджментом, стремится повысить открытость финансовых потоков, тем самым снизив возможности менеджмента к злоупотреблениям. В результате, пусть даже формально, финансовые показатели акционерного общества должны улучшаться. Кроме того, другое объяснение данного направления может заключаться в том, что чем более высокие показатели финансовой устойчивости демонстрирует то или иное предприятие, тем более высокие стимулы имеют крупные акционеры, участвующие в борьбе за контроль над АО. Понятно, что в реальности имеют место оба рассмотренные направления. Таким образом, при проверке второй части восьмой гипотезы проверяется зависимость между финансовыми результатами АО и равнодействующей этих двух разнонаправленных процессов.

Результаты проверки второго вопроса восьмой гипотезы для второго варианта индекса интенсивности корпоративного конфликта приведены в таблице 3.16 (см. также диаграммы рассеивания 16 – 20 приложения 6). Учитывая фактор несопоставимости доли предприятий, для которых индекс интенсивности корпоративного конфликта принимает низкие (около 76%) и высокие значения

(около 24%), следует отметить уже отмеченный выше интересный результат: по всем пяти рассматриваемым относительным переменным с повышением уровня интенсивности корпоративного конфликта показатели финансовой устойчивости предприятий несколько повышаются. Регрессионные оценки для каждой из пяти зависимостей оказались значимыми (см. таблицы 1 – 5 приложения 6).

**Таблица 3.16. Средние значения переменных**

Значение индекса интенсивности и корпоративного конфликта (вариант 2)	Доля в общей выборке	Отношение выручки к числу занятых	Отношение прибыли к основным фондам	Отношение прибыли к выручке	Отношение выручки к производственному персоналу	Отношение выручки к основным фондам
0	76,10%	38638,3	0,020	-246,9	44145,8	0,601
1	20,90%	59588,0	0,097	6244,0	67856,2	1,173
2	3,00%	112029,8	0,096	5448,0	129772,3	1,404
Среднее значение		44938,6	0,041	1433,3	51266,2	0,742
Максимум		229485,9	0,485	23904,0	229905,0	4,720
Минимум		9,1	-0,190	-21855,4	9,8	0,000
Стандартное отклонение		45497,5	0,107	8106,4	51682,9	0,823

Итак, проверка восьмой гипотезы, заключающейся в том, что наличие острых корпоративных конфликтов взаимосвязано с уровнем концентрации собственности и результатами финансовой деятельности предприятия, дала весьма интересные результаты. Проверка гипотезы на выборке из 201 акционерных обществ была осуществлена по двум направлениям.

1. Для какого среднего уровня концентрации собственности на российских акционерных обществах наиболее характерна ситуация острого корпоративного конфликта?

2. Насколько велико влияние корпоративного конфликта на финансовые показатели акционерных обществ?

В первом случае устойчивой статистической зависимости между уровнем концентрации собственности и уровнем напряженности корпоративного конфликта выявлено не было. Единственным объясняемым результатом стало выявленное различие в средних значениях для переменной «Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций» по мере возрастания значения индекса интенсивности корпоративного конфликта (вариант 1). В частности, как видно из таблицы 3.10, чем больше в АО акционеров, обладающих

более чем 5% акций, тем выше уровень напряженности корпоративного конфликта.

Во втором случае, в ходе анализа изменения средних относительных показателей, характеризующих финансовое положение предприятий, был получен вывод о том, что чем более устойчивым является положение предприятий, тем более высокие стимулы имеют крупные акционеры в борьбе за контроль над предприятием. Данный вывод подтверждается с помощью регрессионных оценок в одном случае для первого варианта расчета индекса интенсивности корпоративного конфликта и в пяти случаях – для второго варианта.

Таким образом, при проверке восьмой гипотезы был получен весьма интересный результат: ***для предприятий с более высоким уровнем интенсивности корпоративного конфликта характерны более высокие показатели финансовой устойчивости.*** Тем самым, подтверждается вывод о благоприятном воздействии конфликтной ситуации на эффективность деятельности российских корпораций.

Вместе с тем, следует отметить, что результаты, полученные с помощью построенного индекса интенсивности корпоративного конфликта, требуют целого ряда оговорок. С одной стороны, эффективность работы индекса мы можем проверить лишь с помощью оценки его взаимосвязи с уровнем концентрации, составом доминирующих собственников и финансовыми результатами. С другой стороны, регрессионные оценки этих взаимосвязей и станут основой для качественных выводов о влиянии корпоративного конфликта на структуру собственности акционерных обществ и их финансовые результаты.

Проверить обоснованность значений индекса можно было бы лишь в том случае, когда по каждому из опрашиваемых предприятий имеется вся необходимая информация о борьбе различных групп акционеров и перераспределении собственности за несколько лет. Однако в рамках проведенного опроса предприятий такой задачи не ставилось. Более того, поскольку ИЭПП гарантировал в разосланных анкетах полную конфиденциальность полученных от предприятий данных, анализ соответствия расчетных значений индекса и реального положения дел в сфере корпоративных отношений на каждом акционерном обществе не мог бы быть опубликован.



## Часть 4. Корпоративное управление и проблемы неплатежей (предварительные итоги)

### 4.1. Введение

В экономической теории сложилось несколько основных концепций предприятия, описывающих его возникновение, деятельность и ликвидацию. В каждой концепции предприятие рассматривается под определенным углом зрения с акцентом на те или иные особенности изучаемого объекта.

Поведенческие стратегии предприятия в той или иной мере описываются в рамках следующих основных направлений:

- Неоклассическая теория фирмы
- Институциональная теория фирмы
- Эволюционная теория фирмы
- Концепция мягких бюджетных ограничений

В неоклассическом понимании предприятия как носителя основной производственной функции – преобразования ресурсов в продукцию, свободно продающуюся на рынке, «поведение» предприятия – это выбор объемов и структуры привлекаемых ресурсов и (тем самым) производимой продукции. При этом предполагается, что предприятие ориентируется на максимизацию прибыли, т.е. выпускает такое количество продукции, при котором предельные издержки равны рыночной цене.<sup>42</sup>

Из этих предпосылок на базе общих положений экономической теории логически выводились предсказания относительно поведения фирм на рынках в соответствии со структурой последних. Однако целый ряд вопросов организационного устройства предприятий, механизмов принятия решений, влияния ряда других корпоративных факторов на контроль исполнения решений оказывались за рамками возможностей самой неоклассической теории фирмы.

В последнее время появился целый ряд исследований, связанных с анализом явлений неценовой конкуренции, воздействия географического положения фирмы на цены продуктов и ресурсов, а сезонность колебаний производства – на занятость, учет проблем оптимизации и управления запасами и т.д. Известен и целый ряд целевых функций фирмы (кроме максимизации

---

<sup>42</sup> Eggertsson T. Economic Behavior and Institutions. Cambridge, 1990.

прибыли) максимизация валового дохода, дохода на одного работающего, дохода акционеров, многофакторные аппроксимации функции полезности, стратегические цели и т.д. Такие модификации и модели возникали в связи с несоответствием выводов неоклассической теории и практики деятельности фирм.

Осмысление многообразных теоретических и прикладных проблем функционирования предприятия существенно облегчается при использовании подходов, лежащих в основе иной экономической теории, так называемой неоинституциональной экономики. Основная идея этой теории ассоциируется с именем Рональда Коуза<sup>43</sup>: «...использование механизма цен связано с определенными издержками. Фирма, внутри которой рыночный механизм заменен механизмом выработки и применения предписаний, избавлена от таких издержек (хотя, осуществляет затраты на управление, отличные от издержек использования механизма рынка). Тем самым фирма как эмпирически фиксируемый феномен, как производственная организация возникает (и заменяет собой свободную куплю-продажу факторов производства) там и постольку, где и поскольку нерыночный механизм эффективнее».

Таким образом, в институциональной концепции фирма рассматривается как организация, создаваемая людьми для более эффективного использования их возможностей. Связанные с приобретением нужных материалов и оборудования транзакционные издержки в случае образования фирмы оказываются ниже, чем при производстве той же продукции без организации фирмы, что и объясняет существование предприятий. «Поведение» предприятия характеризуется особенностями заключения и исполнения контрактов с внешними организациями и работниками.

Определенный вклад в разработку модели фирмы применительно к российским предприятиям периода переходной экономики внесен так называемой «теорией выживания»<sup>44</sup>. Согласно этой теории, в известном смысле являющейся «антиэволюционной», предприятие в переходный период не в силах приспособиться к постоянным изменениям внешней среды, прежде всего – к колебаниям в номенклатуре и объемах производства, а также в финансовом состоянии поставщиков и потребителей. Связи между элементами хозяйственной «популяции» не поддерживают стабильность ее существования в целом, так что

---

<sup>43</sup> Коуз Р. Фирма, рынок и право. М., Дело, 1993.

<sup>44</sup> Айтс Б., Ритерман Р. От предприятия к фирме: заметки по теории предприятия переходного периода//Вопросы экономики, 1994 №8.

основной задачей предприятия в целом является выживание. Поэтому плавная и согласованная с внешней средой эволюция невозможна, в правила принятия решений на предприятии, едва сформировавшись рушатся под напором стрессовых ситуаций, в которых слишком часто оказывается предприятие и его руководство. В этих условиях руководители предприятия принимают решения, основываясь только на краткосрочной личной выгоде и стремлении к укреплению своего главенствующего и бесконтрольного положения (по существу – к сохранению своего положения как «рентодержателей»).

Однако данная фаза в жизни предприятия должна носить кратковременный характер. Социально-экономическая и нормативно-правовая нестабильность, накопление «криминальной составляющей» деятельности руководителей предприятий и смыкание их с организованной преступностью делают положение руководителей, «ориентированных на выживание», неустойчивым. Под воздействием криминальных, финансовых и федеральных структур идет процесс передела промышленной власти в стране. Поэтому место «рентодержателей» в скором времени будет занято либо эффективными менеджерами, либо эффективными собственниками.

В рамках неинституциональной теории авторам представляется целесообразным рассмотреть ряд внешних и внутренних факторов, которые оказывают влияние на показатели экономической эффективности деятельности предприятия, а также некоторые другие показатели.

С достаточной долей условности можно выделить следующие внутренние факторы (корпоративные факторы):

Тип используемой технологии (отраслевая специфика производства или оказания услуг)

- *Структура затрат (доля труда, добавленная стоимость, энергозатраты)*
- *Оборачиваемость запасов, средств в расчетах и критический объем продаж*

Тип собственности и корпоративного управления:

- *Структура владения акциями (по типам собственников).*
- *Концентрация владения акциями*
- *Особенности корпоративного управления*

Маркетинговая стратегия

- *Доля продукции предприятия на рынке (в регионе, стране)*
- *Регион и география сбыта*
- *Доля экспорта (если есть)*
- *Наличие торговых посредников и характеристика дилерской сети*
- *Динамика внутренних и экспортных цен*

Социальная напряженность

- *Характеристики положения предприятия в городе (доля занятых от общего трудоспособного населения);*
- *Динамика величины прожиточного минимума и средняя заработная плата;*
- *Задолженность по зарплате, забастовки*
- *Текущее состояние кадров, сокращение численности и профессиональный уровень.*

С другой стороны, не претендуя на полноту отражения всех факторов, можно выделить следующие внешние факторы, несомненно влияющие на эффективность финансовой деятельности предприятия.

Макроэкономические показатели:

- *Бюджетный дефицит и внешние заимствования*
- *Денежная масса, политика Центробанка и динамика курса доллара*
- *Состояние банковской системы (институтов финансового рынка)*

Состояние законодательной системы

- *Судебная защита*
- *Соблюдение обязательств по контрактам*
- *Проблема адекватного бухгалтерского учета*
- *Изменение налогового и таможенного законодательства*

## Взаимоотношения с местными институтами власти

- *Установление региональных особенностей налогообложения*
- *Отношение к проблемам неплатежей и реструктуризации задолженности в бюджеты различных уровней*
- *Проблема взаимоотношений с представительной и законодательной властью высшего менеджмента предприятий*

Следует признать некоторую условность разделения ряда факторов на внешние и внутренние. Например, социальная напряженность может быть вызвана и общеэкономической ситуацией в регионе, а не только на отдельно взятом предприятии. Ведение адекватного бухгалтерского учета и риски высоких штрафных санкций со стороны фискальных органов могут вполне считаться не внешним фактором, а внутренним. Аналогичным образом влияние географического положения предприятия на платежеспособный спрос (соответствующий рынок) может считаться внешним фактором по отношению к обследуемому предприятию.

В настоящем исследовании, проведенном по небольшой выборке предприятий Пермской области и других административных единиц Уральского региона, проследить влияние такого значительного числа факторов не представляется возможным (хотя бы в силу сложности получения объективной информации о финансовом состоянии предприятий).

В этой связи нами предприняты попытки выявить влияние небольшого числа корпоративных факторов на эффективность финансовой политики предприятий. К корпоративным факторам в данном случае мы будем относить показатели акционерного капитала и доли государства в общей структуре акционерного капитала. Если рассматривать на количественном уровне корпоративные факторы, то их можно выразить следующими соотношениями:

- доля аутсайдеров в акционерном капитале;
- доля инсайдеров в акционерном капитале;
- доля 3-х крупнейших акционеров в общем капитале (степень концентрации);
- доля государства в акционерном капитале.

Влияние типа используемой технологии нами может быть проанализировано только на качественном уровне, разделяя на различные группы предприятия (как по отраслевой принадлежности, так и по степени концентрации производственных сил – предприятия монополисты).

Проблемам неплатежей как элемента финансового поведения предприятий посвящен раздел 4.3. настоящей работы.

## **4.2. Краткая характеристика механизмов влияния корпоративных факторов на эффективность предприятия**

Структура собственности оказывает воздействие на решения, принимаемые менеджерами предприятия, сказываясь на его эффективности. Их влияние на решения управляющих можно разделить на две составляющие. С одной точки зрения, от структуры собственности зависит эффективность контроля над менеджером, качество оценки его усилий и возможность применения к нему санкций. С другой стороны, управляющий в определенной степени ориентируется на цели, преследуемые владельцем или владельцами. Его решения будут различными в случаях, если желанием владельцев является получение максимальных доходов в текущем периоде, или если они ориентируются на длительное функционирование предприятия и будущие прибыли.

Классификация структуры собственности во многом условна. В целях настоящего исследования мы будем классифицировать предприятия по типу собственников (инсайдер, аутсайдер, государство) и по концентрации собственности (высокая, средняя, низкая). В некоторых случаях граница между различными группами собственников условная. Следует ли, например, относить владельца предприятия - оффшор, контролируемый директором, к инсайдеру или аутсайдеру? Здесь мы будем придерживаться второго подхода (аутсайдер), так как подобная структура собственности подразумевает высокий уровень корпоративной культуры, схожий с ситуацией аутайдера. Точно также, например, аналогичное распределение долей в двух разных компаниях может рассматриваться в одной как низкая, а в другой – как средняя концентрация.

Рассмотрим теперь подробно некоторые гипотезы, описывающие влияние корпоративных факторов на эффективность работы предприятия. Здесь мы не

касаемся того, какие показатели могут наиболее полно и точно отразить эффективность.

Можно предположить, что чем раньше предприятие было приватизировано, тем выше будет его эффективность. Это связано с тем, что чем раньше предприятие начало ориентироваться на рынок, тем больше у него было времени для внутренних структурных изменений, совершенствования и оптимизации производственного процесса. В случае, если менеджер проработал на предприятии на протяжении всего постприватизационного периода, то у него должен быть большой опыт работы в частном секторе и выработавшаяся ориентация на увеличение прибыли или иных личных выгод владельцев. Если же владельцы меняли управляющего, то можно предположить, что каждый новый управляющий должен был работать на предприятии более эффективно, чем предыдущий. Кроме того, может иметь место эффект «обратной связи». Чем более прибыльным (рентабельным) было государственное предприятие, тем выше должно было быть стремление его дирекции, или работников, или связанных с ним государственных чиновников, быстрее осуществить приватизацию предприятия, чтобы направить весь поток ренты в частные (собственные) руки. В рамках этой же гипотезы можно предположить, что новые предприятия, созданные уже в рыночно среде, должны быть еще более эффективными.

Наличие одного доминирующего акционера (кроме государства) или группы крупных акционеров (высокая концентрация собственности) должно положительно сказываться на эффективности предприятия. Это связано в частности с тем, что концентрированным собственникам легче контролировать деятельность менеджера. И, напротив, распыленная собственность оказывает отрицательное влияние на эффективность предприятия. Она делает затруднительным контроль над менеджером, затрудняет принятие решений об инвестициях. Мелкие акционеры в меньшей степени уверены в сохранении контроля над предприятием в будущем, а потому нацелены на сегодняшние прибыли. Кроме того, размытая собственность увеличивает издержки принятия решений. Часто это приводит к тому, что фактический контроль над предприятием переходит к узкой группе акционеров, не имеющей на это формальных имущественных прав.

Особенно это проявляется в случае, если основными акционерами компании являются ее работники, ориентирующиеся не на доход собственников, а

на заработную плату. Кроме того, работники склонны увеличивать текущие расходы на заработную плату и в ущерб долгосрочному развитию. Они в гораздо большей степени, чем иные виды инвесторов несклонны к риску.

С другой стороны, концентрация собственности оказывает положительное влияние на эффективность лишь до определенного уровня. При абсолютном доминировании одного собственника могут возникать издержки частных выгод, например, в виде непропорционально больших представительских расходов, направления денежных потоков в частные руки в ущерб основной деятельности предприятия, подчинения деятельности предприятия другим, не связанным с производством (например, политическим), интересам доминирующего собственника.

Предприятие, при прочих равных условиях, будет более эффективным и в том случае, если доминирующим собственником является менеджер. Однако в здесь многое зависит от целей управляющего. Так, если он рассчитывает не на длительное функционирование предприятия, а на быстрый вывод из него активов и их последующую продажу, то мало что сможет воспрепятствовать ему. Кроме того, менеджер-собственник может быть склонен чрезмерно увеличивать административные и представительские расходы. В принятии решений он может не разделять свои интересы как менеджера и как собственника, что может оказывать отрицательное влияние на эффективность предприятия.

Все вышесказанное может служить доводом в пользу того, что предприятие в собственности аутсайдеров должно быть более эффективным, чем аналогичное в собственности инсайдеров. Аутсайдеры обычно более прагматичны в оценке управленческих решений. Они в меньшей степени зависят от сегодняшних доходов предприятия. Это означает более активную и грамотную инвестиционную деятельность, а также большее стремление к эффективной организации производства на предприятии. Аутсайдеры более склонны проводить структурные изменения, например, сокращать численность работников, реформировать управленческий аппарат. Очень важным является и то, что аутсайдеры крайне не заинтересованы в понижении финансовой дисциплины на предприятии, наращивании неплатежей и налоговой задолженности. Их издержки в случае использования по отношению к предприятию процедуры банкротства обычно выше, чем у инсайдеров. Кроме того, аутсайдерская собственность часто более концентрированная.



Традиционным является мнение, что чем большей долей предприятия владеет государство, тем менее предприятие эффективно. Максимизация дохода на свою долю обычно не является основной целью государства. Оно может отдавать предпочтение, например, каким-либо соображениям политического или социального характера. Если предприятие находится в федеральной собственности, то через него федеральное правительство может пытаться воздействовать на региональные власти, на территории которых расположено это предприятие. Если же, напротив, предприятие находится в региональной собственности, то местная администрация склонна оказывать ему различные преференции, которые ослабляют конкурентное окружение предприятия и снижают у менеджмента стимулы к повышению эффективности. Региональные власти также заинтересованы в поддержании высокого уровня занятости и ограничивают структурные реформы на предприятии, если они могут привести к сокращениям работников.

Отдельной проблемой могут быть волюнтаризм и коррумпированность чиновников, ответственных за принятие собственнических решений относительно данного предприятия. И даже в том случае, если государственные служащие по каким-либо причинам все же заинтересованы в эффективной работе предприятия, процедура принятия важных для предприятия решений может быть столь сложной и требующей такого количества согласований в различных министерствах и ведомствах, что осуществимость ее на практике становится практически невозможной.

Предприятия с государственным участием обычно более склонны задерживать налоговые платежи. Стимулы для них к этому множественны. Во-первых, вероятность применения по отношению к ним санкций за просроченные налоговые платежи со стороны государства-собственника мала. Во-вторых, в силу неэффективного управления, они часто не могут сформировать эффективные бухгалтерские и аудиторские подразделения, не предпринимают должных усилий для законного сокращения налогового бремени и потому имеют большие бюджетные обязательства, чем аналогичные частные предприятия с развитым налоговым планированием. В-третьих, государственные предприятия часто ориентированы на производство продукции по государственным заказам. Задержка оплаты произведенных товаров или услуг со стороны бюджета понижает

общую платежеспособность предприятий и может служить дополнительным аргументом в торге с налоговыми органами о реструктуризации задолженности.

Мягкое отношение государства к неплатежам в свой адрес порождает общее ухудшение финансовой дисциплины на предприятии. Оно становится склонным к наращиванию неплатежей и осуществлению расчетов бартером или другими суррогатами (векселями, налоговых освобождениями, взаимозачетами). Понятно, что это отрицательно сказывается на эффективности.

На сравнительно крупном статистическом материале (более 200 предприятий, характеристика выборки, см. часть 3 настоящей работы) удалось подтвердить несколько гипотез связи корпоративного управления с финансовой эффективностью деятельности предприятий:

*1. Предприятия с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, демонстрируют более высокие показатели эффективности.*

*2. Чем выше уровень концентрации собственности, тем выше эффективность деятельности предприятий.*

*3. Предприятия с меньшей долей государства оказываются более эффективными нежели предприятия с большей долей государства в структуре акционерного капитала. Иными словами, «глубоко приватизированные» предприятия оказываются более приспособленными для ведения хозяйственной деятельности в рыночных условиях.*

*4. Позитивное воздействие приватизационных процессов становится очевидным лишь при заметном увеличении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала предприятий. При увеличении доли иностранных инвесторов позитивное воздействие существенно усиливается.*

Если рассматривать в качестве основного показателя, характеризующего эффективность деятельности предприятия - отношение выручки к числу занятых, то сформулированные выше гипотезы можно, с определенной долей условности трансформировать в следующие линейные зависимости.

1. Показатель выручки по отношению к числу занятых растет с увеличением доли аутсайдеров в акционерном капитале.

2. Показатель выручки по отношению к числу занятых снижается с увеличением доли инсайдеров – членов трудового коллектива в акционерном капитале.

3. Показатель выручки по отношению к числу занятых увеличивается при росте концентрации капитала – рост доли нескольких крупнейших акционеров в общем капитале.

4. Показатель выручки по отношению к числу занятых уменьшается с увеличением доли государства в акционерном капитале.

Для более подробной оценки этих факторов, а также для выяснения причин отклонения показателей отдельных предприятий от генеральной совокупности, т.е. причин неподтверждения наших гипотез, было проведено индивидуальное исследование (case study) нескольких предприятий. Результаты такого обследования приведены в приложении 7.

### **4.3. Неплатежи как элемент финансового поведения (на примере Пермской области)**

Непродуманные действия в монетарной сфере привели к расцвету такого явления как бартер – товарный оборот, не сопровождающийся адекватными финансовыми потоками. В последние годы уровень бартера по данным обследований достиг 78% промышленного производства<sup>45</sup> (Макаров, Клейнер, 1997), а суммарная задолженность по обязательствам предприятий составляет почти 50% от объема годового валового внутреннего продукта (причем половина из этой суммы относится к уже просроченной задолженности). В результате, в России сложился совершенно особый тип «неплатежной» экономики, невиданный доселе нигде в мире; или «виртуальной» экономики, получившей это название с легкой руки американских экономистов Гадди и Икеса<sup>46</sup> (C.G.Gaddy, B.W.Ickes, *Russia's virtual economy*). Экономика бартера и платежей, возникшая в России вследствие сохранения высокой доли предприятий, производящих отрицательную добавленную стоимость. Подавляющее большинство российских предприятий опутано долгами, с которыми у них нет шанса рассчитаться. Их продукцию, как правило, не удастся реализовать за деньги. Применяются завышенные бартерные цены, отражающие дисконт менее совершенных средств оплаты, таких, как

---

<sup>45</sup> Макаров В.Л., Клейнер Г.Б. Бартер в экономике переходного периода: особенности и тенденции. Экономика и математические методы. 1997, т.33, №2.

<sup>46</sup> Clifford Gaddy, Barry Ickes. *Russia's virtual economy*. Foreign Affairs. v. 77 no5 (Sept/Oct. '98) p. 53 – 67.

товары или денежные суррогаты, многовариантность средств оплаты увеличивает транзакционные издержки при адаптации к условиям каждой конкретной сделки. Экономика неплатежей создает предпосылки для уклонения предприятий от уплаты налогов и провоцирует все большее число предпринимателей становиться недобросовестными налогоплательщиками, что ведет к углублению кризиса неплатежей.

Сложившаяся в настоящее время стихийная система расщивки неплатежей с участием посредников уводит 5-10 процентов средств предприятий на покрытие услуг посредников, часть из которых затем в виде «отката» возвращается менеджерам предприятий, принимавших участие во взаимозачете.

При наличии большого количества долгов практически любое российское предприятие отвечает формальным признакам банкротства. Имея в виду высокую вероятность потери прав собственности на предприятие в результате возможной процедуры банкротства, инвесторы не чувствуют стабильности и воздерживаются от инвестирования в данное предприятие. Накопленные долги делают заведомо невыгодными любые вложения, так как неоправданно увеличивается стоимость входа на рынок и период окупаемости проекта.

В условиях мягких бюджетных ограничений и слабого корпоративного контроля предприятия наращивают дебиторскую задолженность, в последствии оказывающуюся безвозвратным убытком, и месяцами не выплачивают зарплату служащим, государство не финансирует в полном объеме госзаказ, а население задерживает оплату коммунальных услуг.

В то же время государство, особенно за счет региональных и местных бюджетов, поддерживает нежизнеспособные предприятия вместо того, чтобы содействовать ускоренному развитию эффективных, особенно в малом бизнесе. Такая структурная политика, хотя и сдерживает социальное напряжение, но препятствует реструктуризации экономики и решению социальных проблем.

#### **4.3.1. Анализ общей динамики уплаты налогов и сборов по предприятиям - неплательщикам Пермской области**

При анализе неплатежей как элемента финансового поведения следует отметить тот факт, что в бухгалтерской отчетности дебиторская и кредиторская задолженность отражается как текущая, так и просроченная. Изменения величины дебиторской и кредиторской задолженности, как правило, связано не только с изменением расчетов за отгруженную продукцию, но и с другими факторами макро- микроэкономического окружения. Для исследования динамики изменения неплатежей по ряду конкретных предприятий нами были выбраны приведенные показатели кредиторской задолженности как по расчетам с бюджетом и внебюджетными фондами, так и по расчетам с поставщиками и подрядчиками. Следует отметить, что поведение показателя по отсроченной задолженности поставщикам по различным секторам экономики существенно различается, поскольку на эти сектора по-разному влияет макроэкономические факторы. Традиционные объяснения кризиса неплатежей в российской экономике поведением должников, как правило, не затрагивают факторы, влияющие на стратегию кредиторов.

Для ряда предприятий – квазимонополистов, а также предприятий с государственной собственностью, характерно намеренное создание задолженности государства перед предприятием за поставки продукции по госзаказу, как возможность мотивировать неплатежи по разным уровням бюджета. В 1998 – 1999 гг. при значительном дефиците федерального бюджета такие поставки не могли быть оплачены в полном объеме и в срок, что давало возможность руководству предприятий апеллировать к финансовым и фискальным органам для осуществления различных зачетных схем, погашения государственной и бюджетной задолженности. После августовского кризиса 1998 г. резко повысилась ценовая конкурентоспособность товаров, производимых на внутреннем рынке. Это привело к сокращению доли бартеров во взаиморасчетах между российскими предприятиями и как следствие повышение доли денежной составляющей при платежах в бюджеты различных уровней. Начиная с конца 1999 г. механизм снижения накопившейся задолженности был урегулирован Постановлением Правительства №1002, описанным ниже.

При возрастании задолженности дебиторской и кредиторской безусловно предприятие увеличивает и просроченную задолженность бюджету, поскольку предприятие, не получая денежных средств, не может вовремя платить своим поставщикам. Таким образом, у руководства предприятия отсутствовала заинтересованность в поступлении денежных средств на расчетные счета предприятия, поскольку все средства будут изыматься в пользу бюджета и предприятий кредиторов. Это приводило к одновременному росту как неплатежей по текущему периоду, так и накопленной задолженности в бюджеты за счет начисляемых пеней. Использование различных полуправовых схем расчетов, минуя собственные расчетные счета в банке приводило к росту коррупции высшего менеджмента предприятия, поскольку действенного контроля со стороны финансовых контролирующих органов за осуществлением таких финансовых операций организовать было невозможно<sup>47</sup>.

Усилившиеся в последнее время тенденции по ужесточению контроля за доходами и расходами физических лиц, активная работа фискальных органов предопределила условия перехода нелегальной части бизнеса предприятий в открытый бизнес. Кроме того, среди факторов, снижающих транзакционные издержки, связанные с проведением взаимозачетов можно отметить отмену всех зачетных схем по платежам в бюджеты всех уровней. Тем не менее в 1999 г. предприятия осуществляли платежи в бюджет через проблемные банки (банки имеющие не отозванную лицензию, но имеющие отрицательное сальдо платежного баланса) принимали платежные поручения клиентов по платежам в бюджет, но деньги с корсчетов банка в адрес бюджета не переводились. По сведениям Администрации Пермской области, за счет таких операций областной бюджет только в 1999 г. не дополучил около 40 млрд. руб.

На сегодняшний день в стране сложилась ситуация, когда большинство предприятий, занятых в добывающей и производственной сфере, обременены значительной просроченной задолженностью по налоговым платежам, штрафам и пеням в бюджеты всех уровней. Основная доля этой задолженности сформировалась в период 1994–1997 гг. Причиной этому стали: высокий уровень неплатежей; рост объема зачетных схем и бартера; отсутствие реальных финансовых механизмов по привлечению дополнительных средств и т.п. Следствием этого сложилась ситуация, когда до 80% предприятий по формальным

---

<sup>47</sup> Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической

признакам являлись банкротами. Однако реально механизм проведения процедуры банкротства в отношении этих предприятий не был задействован. Во многом это связано с тем, что основная их часть расположена на территории от Урала до Дальнего Востока и является для своих регионов градо- и системообразующими предприятиями. Кроме этого, начиная со второй половины 1997 г., многие предприятия начали исправно перечислять в бюджеты всех уровней текущие налоги. Наличие огромной задолженности по платежам в бюджеты, а также начисленные на нее штрафы и пени стали сдерживающим фактором для возрождающейся промышленности.

Ниже приводятся некоторые данные по динамике начисления и уплаты налогов и сборов во все уровни бюджетов, а также задолженности по штрафам и пени предприятий Пермской области.

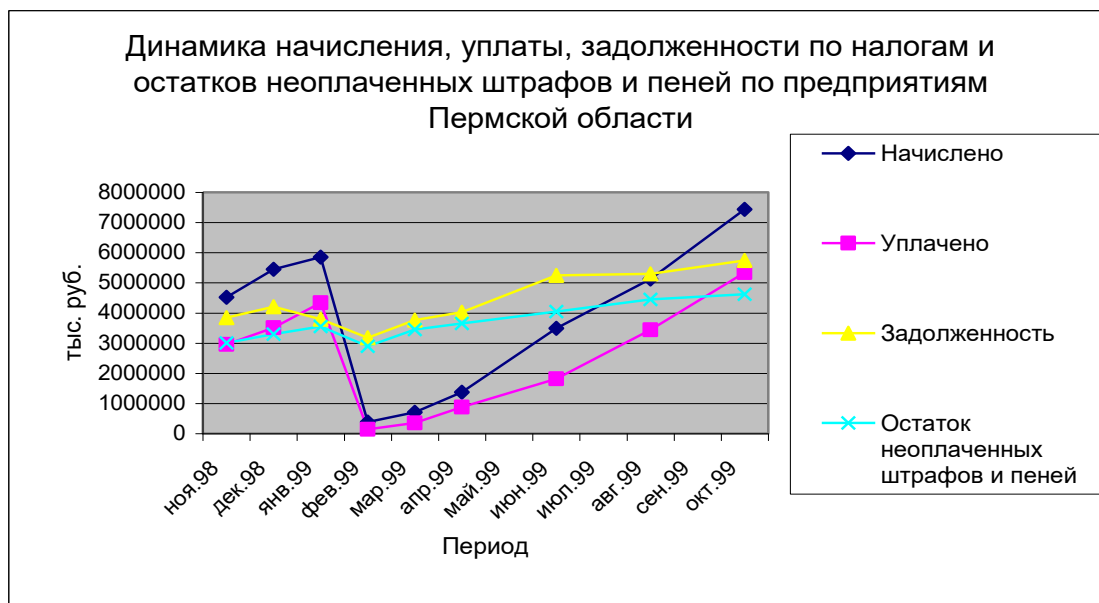
Анализ данных проводился на основании фактических данных о крупных предприятиях – недоимщиках, имеющих задолженность в 1 млн. руб. и более в Пермской области. Для рассмотрения был взят период с ноября 1998 г. по октябрь 1999 г. В общий расчет включалась информация более чем по 620 предприятиям Пермской области, включающих в себя все промышленные отрасли.

Данные, представленные на графике 4.1, показывают изменение начисления и уплаты налогов и сборов в федеральный, областной и местный бюджеты совокупно. Здесь же представлено изменение задолженности по налогам и остатков неоплаченных штрафов и пеней предприятий Пермской области накопительным итогом.

«Провал» в январе по начислению и уплате обусловлен именно этим фактором. Ввиду того, что данные за май и июль 1999 г. в рассматриваемых документах отсутствовали, а данные за март представлены по меньшему, чем в других периодах количеству предприятий, необходимо учесть определенную долю погрешности.

Разрыв между начисленными и уплаченными суммами в 1999 г. увеличивается из месяца в месяц, что свидетельствует о том, что уплата налогов и сборов предприятиями Пермской области производится неполностью, что, соответственно, приводит к увеличению общей задолженности по налогам и росту остатка по неоплаченным штрафам и пеням.

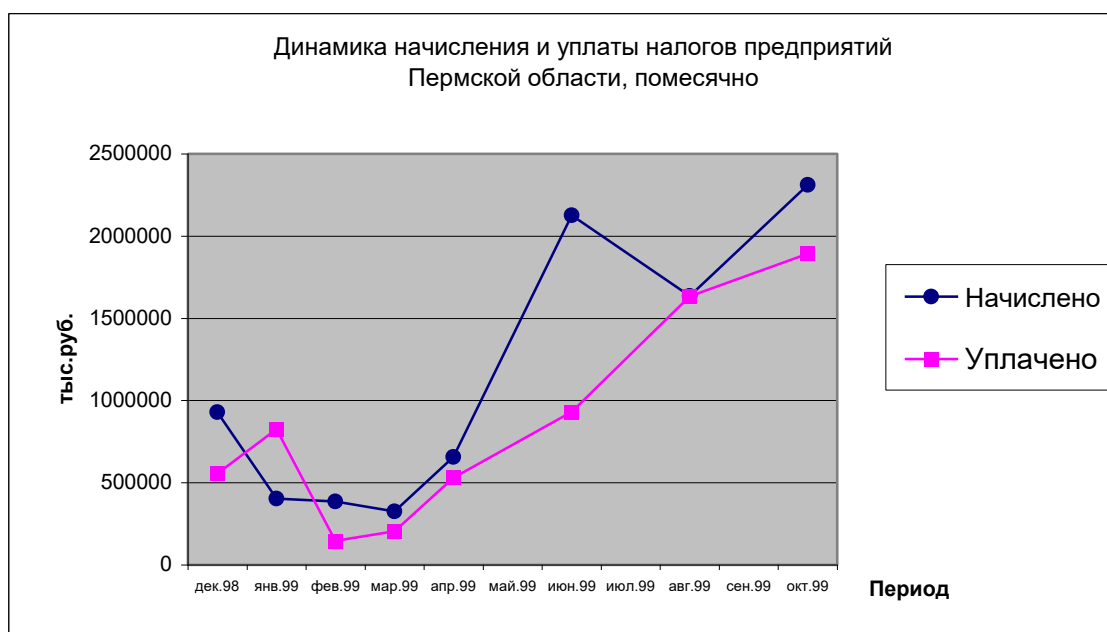
**График 4.1.**



В то же самое время, как видно из графика, в конце 1998 г. произошло частичное сокращение задолженности и остатков по неоплаченным штрафам и пеням на общую сумму около 1,7 млрд. руб.

Не менее интересная картина складывается при рассмотрении изменения начислений и уплаты налогов ежемесячно (см. график 4.2). Если в январе 1999 г. уплаченные суммы значительно превысили начисления по налогам, а в марте и апреле были незначительно ниже фактического начисления, то в дальнейшем отмечается значительные разрыв между суммами начисленными и уплаченными.

**График 4.2.**





В динамике начисления налогов в течение рассматриваемого периода явно прослеживается тенденция, как в 1998 г., так и в 1999 г., увеличения начисления налогов с начала года к концу, при чем, изменение начислений составляет 5 – 6 раз. Однако здесь стоит учесть еще и тот факт, что на графике приведены фактические начисления за прошедший период, тогда как уплата по данным начислениям производится на месяц позже. В связи с этим необходимо сравнивать, при рассмотрении начислений и уплат два «соседних» периода. Так, например, при рассмотрении начислений за август 1999 г. необходимо брать для сопоставления уплату налогов в сентябре 1999 г. В этом случае получается, что сумма уплаченных налогов превышает сумму начисленных.

В качестве общего замечания следует отметить весьма резкий скачок начисляемых сумм налогов за рассматриваемый период. С менее чем 500 млн. руб. в марте до более 2 млрд. – в июне. Это может свидетельствовать только о резком увеличении объемов продаж предприятиями области. При этом, безусловно, рост платежей в бюджет опережает рост задолженности по пеням и штрафам за несвоевременную уплату налогов.

#### **4.3.2. Исследование состояния кредиторской задолженности на примере некоторых предприятий Пермской области**

Для целей анализа состояния кредиторской задолженности предприятий были использованы данные о финансовом состоянии ряда промышленных предприятий, которые прилагались к заявлению о реструктуризации задолженности в федеральный и местные бюджеты. Безусловно, не вызывает сомнения достоверность предоставляемых сведений, поскольку одновременно согласовывалась задолженность по различным уровням бюджета с налоговой инспекцией (предоставлялись соответствующие справки на конкретную отчетную дату). Таким образом, были получены не только размеры задолженности на отчетную дату (01.01.98; 01.01.99; 01.01.2000) но и величины пени и штрафов по соответствующему уровню бюджета и страховых фондов.

Все предприятия были сгруппированы по отраслям промышленности: машиностроение (7 предприятий), легкая (пищевая) промышленность (3 предприятия), химическая промышленность (4 предприятия)

Кредиторская задолженность разбита на три составляющие: задолженность перед бюджетом, страховыми фондами и поставщиками. При этом задолженность выражена как в абсолютных величинах, так и в относительных (долях единицы относительно валюты баланса). Относительные величины использовались для возможной поправки на инфляцию или резкое изменение объемов продаж и производства. Отдельной строкой приведены пени и штрафы на конец отчетного периода, которые не входят в общую сумму задолженности, показанной по средней строке по каждому предприятию (Таблица 4.1).

Таблица 4.1. Предприятия	Показатели кредиторской задолженности								
	перед бюджетом			перед фондами			перед поставщиками		
	01.01.98	01.01.99	01.01.00	01.01.98	01.01.99	01.01.00	01.01.98	01.01.99	01.01.00
<b>Машиностроение</b>									
<b>Предприятие 09</b>									
в относительных ед.	0,008	0,045	0,112	0,014	0,035	0,028	0,804	0,798	0,676
в тыс. руб.	957	10040	3710	2866	7831	7538	163536	179836	179561
пени в тыс. руб.	2343	3710	15853		7541	12406			179561
<b>Предприятие 10</b>									
в относительных ед.		0,061	0,162		0,026	0,011		0,208	0,053
в абсолютных ед.	484	790	2099	241	339	143		2711	685
пени в тыс. руб.	803	501	1219		225	19			179561
<b>Предприятие 11</b>									
в относительных ед.		0,191	0,305					0,517	0,612
в абсолютных ед.	3864	31569	72717					85245,9	146200,5
пени в тыс. руб.	11244	7696	28095						
<b>Предприятие 12</b>									
в относительных ед.		0,024	0,038		0,033	0,058		0,525	0,596
в абсолютных ед.		4111	10139		543,9	961		91481,4	159948,8
пени в тыс. руб.		432	5447		1613	7588,6			
<b>Предприятие 13</b>									
в относительных ед.	0,075	0,166	0,152	0,002	0,027	0,014	0,083	0,047	0,077
в абсолютных ед.	5093	11630	11050	147	1867	1030	5639	3281	5557
пени в тыс. руб.	2419	6846	7973		897	1308			
<b>Предприятие 14</b>									

в относительных ед.	0,063	0,060	0,058	0,003	0,083	0,076	0,392	0,453	0,464
в абсолютных ед.	31670,7	34696,7	38849,6	1582,6	47776,4	50243,6	196162	261314	308696
пени в тыс. руб.		20134,5	29331		168722,2	159598,8			
<b>Предприятие 15</b>									
в относительных ед.	0,025	0,062	0,115	0,038	0,034	0,001	0,056	0,097	0,059
в абсолютных ед.	12357	33003	73248	18985	18313	688	27617	52033	37096
пени в тыс. руб.	40570	19797	169952		43550	11			

<b>Легкая промышленность</b>									
<b>Предприятие 06</b>									
в относительных ед.		0,008	0,019		0,02	0,008		0,070	0,090
в абсолютных ед.		803	1893		2172	810		7618	9169
пени в тыс. руб.									
<b>Предприятие 16</b>									
в относительных ед.	0,114	0,100	0,132	0,088	0,116	0,183	0,070	0,114	0,095
в абсолютных ед.	5795	5635	7014	4495	6505	9732	3577	6375	5063
пени в тыс. руб.									
<b>Предприятие 05</b>									
в относительных ед.	0,007	0,002	0,005	0,006	0,005	0,003	0,051	0,053	0,057
в абсолютных ед.	1105	395,95	1000,87	964	842,55	653,42	8225	9069,6	10813,33
пени в тыс. руб.									

<b>Химическая промышленность</b>									
<b>Предприятие 17</b>									
в относительных ед.	0,013	0,076	0,045	-0,001	0,017	0,007		0,116	0,457

в абсолютных ед.	556	3261	3798	-6,01	739,4	625,6		4983	38607
пени в тыс. руб.	189	631	2284		255,66	816,29			
<b>Предприятие 18</b>									
в относительных ед.	0,0145	0,004	-0,002	0,035	0,006	0,008	0,125	0,135	0,358
в абсолютных ед.	3193	924	-529	7754	1474	1882	27443	33039	86040
пени, в тыс. руб.	19353	6124	4365		19057	2961			
<b>Предприятие 19</b>									
в относительных ед.	0,059	0,067	0,101	0,007	0,034	0,045	0,111	0,109	0,091
в абсолютных ед.	15246	17499	28669	1805	10188	12767	28569	28583	25866
пени, в тыс. руб.									
<b>Предприятие 20</b>									
в относительных ед.		0,031	0,019	0	0	0,015			
в абсолютных ед.		17389	11723	0	0	9574	82458	83351	124612
пени, в тыс. руб.		3528	3716			1635			

Для предприятий машиностроительного комплекса характерна общая тенденция наращивания общей величины задолженности по платежам в бюджет (начиная с 1998 года). Более того, по ряду предприятий сумма начисленных пени и штрафных санкций превышает общую сумму задолженности по платежам в бюджет (предприятия 15 и 14). Характерно поведение руководства предприятия 14, когда задолженность по пени по платежам в страховые фонды превысила в несколько раз общую текущую задолженность на конец отчетного периода. Это связано не только с более высокими ставками пени по пенсионному фонду, но и с социальной напряженностью в регионе, а также возможным конфликтом в трудовом коллективе. Кроме того, ответственность руководства предприятия за несвоевременную выплату заработной платы может быть вплоть до уголовной.

Предприятия пищевой промышленности имеют весьма низкую общую задолженность в бюджет (не более 1% от валюты баланса). При этом размер пени неизвестен, поскольку свои обязательства такие компании выполняют полностью и в установленный срок. Это можно также объяснить высоким устойчивым спросом на продукцию таких компаний, а также тем, что выручка таких предприятий всегда обеспечивалась денежными средствами, а не бартером, что позволяло своевременно гасить задолженность перед поставщиками и бюджетом. Для таких предприятий нет необходимости проводить реструктуризацию задолженности.

Предприятия химической промышленности занимают промежуточное положение по уровню задолженности в бюджет. Некоторые предприятия, например, предприятие 18, к концу 1999 года полностью погасило задолженность по платежам в бюджет и по пени, тем самым, продемонстрировав готовность выполнять требования по реструктуризации задолженности в бюджет. Однако при этом источником погашения значительной суммы задолженности явилась кредиторская задолженность перед поставщиками. Это возможно только в случае наличия у компании аффилированных лиц (торговых домов, трейдеров и др.) располагающих значительными оборотными средствами.

### **4.3.3. Практика реструктуризации кредиторской задолженности на примере предприятий Пермской области**

Начиная с 1997 года, для финансового оздоровления предприятий и сокращения уровня дебиторской и кредиторской задолженности было принято три Постановления Правительства РФ.

1. Постановление Правительства РФ от 5.03.97 № 254 "Об условиях и порядке реструктуризации задолженности организаций по платежам в федеральный бюджет"
2. Постановление Правительства РФ от 14.04.98 № 395 "О порядке проведения в 1998 году реструктуризации задолженности юридических лиц перед федеральным бюджетом".
3. Постановление Правительства РФ от 3 сентября 1999 г. № 1002 «О порядке и сроках проведения реструктуризации кредиторской задолженности юридических лиц по налогам и сборам, а также задолженности по начисленным пеням и штрафам перед федеральным бюджетом» (в ред. Постановления Правительства РФ от 31.12.1999 № 1462).

Однако практическая реализация этих постановлений была весьма различна. Ниже приводится краткая характеристика условий реструктуризации задолженности предприятий по платежам в федеральный бюджет, а также результаты проведения такой реструктуризации по предприятиям Пермской области.

Постановление Правительства РФ от 3 сентября 1999 г. № 1002 «О порядке и сроках проведения реструктуризации кредиторской задолженности юридических лиц по налогам и сборам, а также задолженности по начисленным пеням и штрафам перед федеральным бюджетом» (в ред. Постановления Правительства РФ от 31.12.1999 N 1462) является логическим продолжением первых двух Постановлений. Однако, в данном Постановлении многие вопросы нашли свое новое отражение. При внимательном анализе данных Постановлений можно отметить значительные различия в подходах и методах проведения реструктуризации задолженности.

Форма проведения реструктуризации задолженности.

Постановлением Правительства РФ № 254 от 05.03.97 г. предусматривалось проведение реструктуризации задолженности по состоянию на 01.01.97 г. на следующих условиях:

а) реструктуризация путем выпуска ценных бумаг (в форме акций или облигаций) в обеспечение основного долга. При этом накладывались следующие ограничения.

Во-первых, количество акций, передаваемых уполномоченному органу в обеспечение погашения основного долга, должно было обеспечивать не менее 50% голосов плюс один голос на собрании акционеров общества, осуществляющего реструктуризацию основного долга. При этом необходимо было внесение соответствующих изменений с уставные документы. Договор о реструктуризации заключался на срок 5 лет. В случае неплатежей по договору о реструктуризации в течение двух месяцев подряд, уполномоченный орган имел право выставить заложенные акции на аукцион.

Во-вторых, при выпуске облигаций для обеспечения погашения основного долга, необходимо было соответствовать ограничениям, предусмотренным соответствующими законодательными актами (в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах», акционерное общество может выпустить облигации на сумму, не превышающую 10% уставного капитала) и срок обращения данных облигаций не мог превышать 24 месяцев.

б) заключение с налоговым органом договора о внесении суммы отсроченных платежей по штрафам и пеням единовременно до истечения 10 лет с момента заключения договора о реструктуризации организацией, осуществляющей реструктуризацию задолженности по уплате штрафов и пеней, начисленных на основной долг.

Как видно из вышеперечисленного, условия реструктуризации, принятые в 1997 г. были достаточно сложными и крайне невыгодными для предприятий. В Пермской области ни одно предприятие не приняло решение о реструктуризации своей задолженности по данному Постановлению.

В Постановлении Правительства РФ № 395 от 14.04.98 г. были внесены значительные изменения в правила и порядок проведения реструктуризации.

В соответствии с внесенными изменениями, предоставлялась рассрочка уплаты задолженности по налогам и сборам на срок до 4 лет, по пеням и штрафам – на срок до 10 лет. С рассроченных сумм задолженности должны были уплачиваться проценты в размере одной четвертой ставки рефинансирования ЦБ РФ, действующей на дату их уплаты. Однако, основанием для принятия решения о проведении реструктуризации в отношении юридических лиц, являлось



предоставление ими обеспечения, достаточного для покрытия задолженности по обязательным платежам. В качестве покрытия могли выступать:

а) передаваемое в залог имущество организации (ее учредителей, участников или собственников);

б) банковские гарантии, предоставляемые в установленном порядке.

Данные условия, оказались более приемлемыми для многих организаций – должников, учитывая, что чаще всего в качестве обеспечения представлялось имущество, не занятое в процессе основного производства. По данному Постановлению в Пермской области реструктурировали свою задолженность 29 предприятий.

Однако Постановление Правительства №1002 от 03.09.99 г. (в редакции от 31.12.99 г.), является в буквальном смысле революционным. Условия проведения реструктуризации, предусмотренные данным Постановлением, позволяют значительному числу предприятий полностью решить проблемы с просроченной задолженностью прошлых лет по платежам в бюджет. Вот основные положения, заложенные в данном документе:

1) В случае принятия решения о реструктуризации задолженности организации по обязательным платежам в федеральный бюджет ей предоставляется право равномерной уплаты задолженности по налогам и сборам в течение 6 лет, по пеням и штрафам - в течение 4 лет после погашения задолженности по налогам и сборам. Организации, не имеющей задолженности по налогам и сборам, предоставляется право погашения задолженности по пеням и штрафам в течение 10 лет.

С сумм задолженности по налогам и сборам ежеквартально, не позднее 15 числа последнего месяца квартала, уплачиваются проценты исходя из расчета одной десятой годовой ставки рефинансирования Центрального банка Российской Федерации, действующей на дату вступления в силу настоящего Порядка. Проценты начисляются исходя из суммы непогашенной задолженности на дату уплаты процентов.

2) Организация имеет право произвести досрочное погашение задолженности по налогам и сборам.

При погашении половины реструктурируемой задолженности в течение 2 лет и полном и своевременном внесении текущих налоговых платежей в федеральный бюджет в течение 2 лет после принятия решения о реструктуризации, МФ РФ по

представлению МНС РФ или его территориального органа, производит списание половины долга по пеням и штрафам (исключая подлежащие к взысканию на основании решений судебных органов).

При погашении реструктурируемой задолженности в течение 4 лет и полном и своевременном внесении налоговых платежей в федеральный бюджет в течение 4 лет производится полное списание задолженности по пеням и штрафам (исключая подлежащие к взысканию на основании решений судебных органов).

В случае проведения реструктуризации задолженности только по пеням и штрафам при своевременном и полном ежеквартальном внесении текущих налоговых платежей в федеральный бюджет в течение 2 лет после принятия решения о реструктуризации Министерство финансов Российской Федерации по представлению Министерства Российской Федерации по налогам и сборам или его территориального органа производит списание половины долга по пеням и штрафам (исключая подлежащие к взысканию на основании решений судебных органов), а в случае полного и своевременного ежеквартального внесения текущих налоговых платежей в федеральный бюджет в течение 4 лет после принятия решения о реструктуризации - списание оставшейся суммы задолженности по пеням и штрафам (исключая подлежащие к взысканию на основании решений судебных органов).

Несмотря на отсутствие в Постановлении прямых ограничений на принятие решения о проведении реструктуризации, в нормативных актах, выпущенных Федеральной службой России по делам о несостоятельности и финансовому оздоровлению и банкротству (распоряжение ФСДН РФ от 22.09.99 г. № 30-р) в развитие данного Постановления, есть существенные положения, определяющие правомочность применения данного порядка реструктуризации задолженности в отношении предприятий – должников.

Заключение о возможности реструктуризации задолженности организации составляется на основании анализа:

- финансовых показателей работы организации;
- состояния расчетов с бюджетами и внебюджетными фондами;
- плана мероприятий организации по мобилизации дополнительных источников погашения задолженности в федеральный бюджет;
- графика погашения задолженности по обязательным платежам в федеральный бюджет;

- мирового соглашения, заключенного организацией с ее конкурсными кредиторами и утвержденного арбитражным судом, если в отношении этой организации в соответствии с Федеральным законом "О несостоятельности (банкротстве)" было возбуждено производство по делу о несостоятельности (банкротстве).

В пункте 4 указанного выше распоряжения определены условия, выполнение которых свидетельствует о способности организации осуществлять текущие обязательные платежи:

- сумма денежных средств, указанная в строке 020 "Поступило денежных средств всего" отчета о движении денежных средств (форма N 4 бухгалтерской отчетности) за последний отчетный период 1999 года, превышает сумму текущих начислений в федеральный бюджет, Пенсионный фонд Российской Федерации и заработной платы за тот же отчетный период;
- значения финансовых показателей работы организации: соотношения оборотных активов и текущих обязательств, соотношения выручки и всех обязательств, доли собственного капитала в оборотных средствах, прибыли за последний отчетный период 1999 года по сравнению с предшествующим периодом имеют положительную динамику роста.

Кроме этого распоряжения, совместным Приказом Министерства по налогам и сборам РФ №АП-3-10/307 и Федеральной службы по финансовому оздоровлению и банкротству РФ №102 от 23 сентября 1999 г. «О применении Постановления Правительства РФ от 03.09.1999 г №1002 «О порядке и сроках проведения реструктуризации кредиторской задолженности юридических лиц по налогам и сборам, а также задолженности по начисленным пеням и штрафам перед федеральным бюджетом» (в ред. Постановления Правительства РФ от 31.12.1999 №1462), был определен обязательный перечень документов, предоставляемых в эти органы для принятия решения о проведении реструктуризации задолженности предприятия. Он включает в себя следующие документы:

1. Заявление организации о реструктуризации задолженности по обязательным платежам.
2. Справку налогового органа по месту регистрации организации, подтверждающую фактическое начисление и поступление платежей по налогам, сборам, пеням и штрафам в 1998 и 1999 годах в федеральный бюджет, а также

величину задолженности предприятия по обязательным платежам в федеральный бюджет на 1-е число месяца подачи заявления.

3. Справку налогового органа, подтверждающую фактическое начисление и поступление платежей по налогам и сборам за последние два месяца до подачи заявления о реструктуризации.

4. Документы, подтверждающие наличие и размер ранее предоставленных отсрочек (рассрочек) платежей в федеральный бюджет, срок действия которых не истек к моменту подачи заявления.

5. Формы 1, 2, 3, 4, 5 бухгалтерской отчетности (заверенные налоговой инспекцией), утвержденные Приказом Минфина России от 12.11.96 N 97 "О годовой бухгалтерской отчетности организаций", форму статистической отчетности 5-з, утвержденную Постановлением Госкомстата России от 10.11.98 N 110 "Об утверждении форм федерального государственного статистического наблюдения за затратами на производство и реализацию продукции (работ, услуг) и за производством и отпуском электро- и теплоэнергии", за 1998 год и за последний отчетный период 1999 года.

6. Расшифровки следующих статей баланса на последнюю отчетную дату:

- незавершенное строительство (с указанием % готовности и сроков начала и окончания строительства);
- долгосрочные финансовые вложения (с динамикой вкладов по годам);
- краткосрочные финансовые вложения;
- авансы выданные;
- убытки (с пояснительной запиской при их наличии).

7. Списки кредиторов и дебиторов (за исключением организаций с суммой долга менее 1% от величины соответственно кредиторской и дебиторской задолженности), упорядоченные по величине задолженности, с разбивкой на резидентов и нерезидентов.

8. Финансовые показатели работы организации.

9. План мероприятий по мобилизации дополнительных источников погашения задолженности в федеральный бюджет.

10. График погашения задолженности по обязательным платежам в федеральный бюджет.

По итогам принятия такого Постановления и выпуска соответствующего документа финансовым управлением Пермской области по реструктуризации платежей в областной и местные бюджеты началась активная работа с предприятиями – недоимщиками.

По состоянию на конец первого квартала 2000 г. в Пермской области 239 предприятий подали заявления о реструктуризации задолженности по обязательным платежам. По ним принято 138 положительных решений, 75 – отклонено и 25 находится в стадии рассмотрения.

Последнее постановление Правительства, а также его переработка и пролонгация на уровне региональной администрации (до 1-го апреля 2000 года) является примером эффективной стимуляции налогоплательщиков к выполнению обязательств по своевременному перечислению налогов и сборов.

#### **4.4. Заключительные замечания**

Результаты сопоставления гипотез, статистически проверенных на значительном материале, подтверждаются по данным конкретных предприятий (см. Приложение 7). Это означает, что обобщенный показатель выручка к числу занятых в среднем выше для предприятий с более высокой концентрацией капитала и более высокой долей аутсайдеров в акционерном капитале. Следует, однако, подчеркнуть, что значительное расхождение показателей (выручка к занятым - более чем на порядок) между исследуемыми отраслями обусловлено, прежде всего, спецификой производств (различной оборачиваемостью ресурсов) и рынком сбыта (долей денежного оборота).

1. При анализе общей выборки необходимо иметь в виду, что имеющие высокую оборачиваемость ресурсов предприятия перерабатывающей (пищевой) промышленности, как правило, уже имеют достаточно высокий уровень концентрации капитала и/или высокую долю аутсайдера. Такие предприятия будут вносить существенную долю дисперсии в рассматриваемой выборке. Например, практически все крупные предприятия табачной промышленности, обладающие высокими показателями выручки и положительным финансовым результатом, находятся в собственности высококонцентрированного аутсайдера, представленного иностранным капиталом. Таким образом, для такого типа предприятий эффективность бизнеса

(выручка, рентабельность, производительность труда) является фактором, порождающим высокую концентрацию. В то время как в стандартной ситуации – наоборот, высокая доля аутсайдера (или концентрации) приводит к росту показателей эффективности предприятия.

2. Предприятия с невысокой долей создаваемой добавочной стоимости (высокотехнологичные или низкорентабельные) будут вносить высокую дисперсию при статистическом анализе общей выборки (без отраслевого классифицирования), поскольку показатель отношения выручки к числу занятых будет значителен вне зависимости от корпоративных факторов.

3. На уровень концентрации капитала в большой степени влияет специфика продукции предприятия. Преимущество, безусловно, на стороне предприятий, осуществляющих производство продукции, имеющей исключительно "денежный" спрос, работающих на рынке с большой емкостью. К таким предприятиям относятся перерабатывающие предприятия пищевой промышленности - мясоперерабатывающие предприятия, молокоперерабатывающие предприятия, предприятия табачной промышленности. Таким образом, определяющим фактором для уровня концентрации акций является ресурс инвестиционной привлекательности отрасли в целом. Кроме того, к этой же категории предприятий можно отнести промышленность, производящую упаковки или средства их изготовления (пластиковые бутылки, картонная тара, стеклотара и т.п.).

4. Анализ динамики изменения финансовых показателей (в том числе и отношения выручки к числу занятых) за последние 2 года на примере машиностроительных предприятий показал, что, помимо корпоративных факторов, решающее значение имеют факторы, связанные с конъюнктурой рынка, макроэкономическими условиями. Эти факторы принято относить к внешним детерминантам деятельности предприятия.

5. Внутренние факторы, такие как размеры дебиторско-кредиторской задолженности (в том числе и просроченной), доля бартера и взаимозачетов в расчетах позволяют однозначно идентифицировать высокоэффективные производства, независимо от корпоративных факторов. Например, показатели ликвидности предприятий машиностроительного комплекса (как менее эффективных) в среднем существенно ниже, чем показатели предприятий пищевой промышленности.

6. Уровень налоговой нагрузки в среднем для предприятий пищевой промышленности ниже, чем для предприятий машиностроительного комплекса. Это

связано как с пониженными ставками НДС по основным продуктам питания, так и со льготами, предоставляемыми федеральным и региональным законодательством. Непосредственного влияния уровня налоговой нагрузки на финансовые результаты деятельности предприятий установить не удалось. Тем не менее, для отдельных компаний уровень льгот может быть решающим в вопросе накопления собственных средств с целью возврата инвестиций или роста стоимости капитала компании.

Основная часть данных, использованных при анализе неплатежей, относится к периоду 1998-99 гг., поэтому нами анализируется только последние отчетные периоды. Выделение просроченных платежей не представлялось возможным по всем группам предприятий. Косвенно просроченную задолженность можно установить только по размеру пени, начисленной по соответствующему уровню бюджета.

1. За период с марта по октябрь 1999 года общий уровень ежемесячно начисляемых и уплачиваемых налоговых платежей (по предприятиям должникам) вырос почти в 4 раза! Хотя анализ финансовых показателей отдельных предприятий не демонстрирует такого резкого скачка эффективности.

2. Основная причина изменений финансового поведения предприятий – должников (уплата налогов) в конце 1999 года – в возможности проведения реструктуризации задолженности и работы через расчетные счета без использования вексельных схем и взаимозачетов.

3. Усилившаяся тенденция к применению репрессивных мер (заведению уголовных дел на руководителей предприятий – должников) стимулирует предприятия к сокращению кредиторской задолженности.

4. Выявить влияние корпоративных факторов на уровень кредиторской задолженности по данным настоящего исследования не удалось. Наиболее значимым по уровню задолженности является фактор отраслевой принадлежности предприятия.

## Заключение (резюме основных результатов)

Наиболее существенными результатами проведенного исследования являются полученные нами выводы о динамике структуры собственности в российских приватизированных предприятиях и результаты проверки гипотез, сформулированных в первой части работы.

Прежде всего, необходимо отметить наиболее существенные результаты анализа изменений в **структуре собственности**. Группировка акционерных обществ по уровню концентрации владения и типу доминирующего собственника требует особого внимания, поскольку, с одной стороны, является результатом борьбы за контроль, а, с другой, – фактором, влияющим на эффективность работы акционерного общества. На первом шаге исследования анализ распределения по доминирующим типам собственников и по уровням концентрации собственности был проведен на общей выборке предприятий. В частности, в большинстве акционерных обществ, входящих в выборку из 201 предприятия, не существует акционера, имеющего более 25% акций (61,7% от числа данных ответов). В 31,6% акционерных обществ, давших ответ на данный вопрос, существует лишь один акционер с блокирующим пакетом акций. Существенно меньшая доля (6,2%) приходится на предприятия, где существует два таких акционера.

Полученные в результате анкетирования российских акционерных обществ данные свидетельствуют о существенном изменении в структуре акционерного капитала российских предприятий, произошедшем к моменту проведения опроса. Если пронормировать ответы акционерных обществ так, чтобы сумма долей составила 100%, мы получаем следующие данные: к концу 1999 г. в российских корпорациях средняя доля государства составила 12,8%, средняя доля аутсайдеров – 55,7%, средняя доля инсайдеров – 31,5%.

Затем были рассмотрены различия в структуре собственности у предприятий, относящимся к различным отраслям и подгруппам, сортированным по численности занятых. В частности, процессы разгосударствления наиболее активно проходили на предприятиях, относящихся к промышленности строительных материалов (доля государства составила здесь всего 6,9%). Наибольшая доля государства характерна для предприятий, относящихся к машиностроению (18,4%).



Отдельного внимания заслуживают различия в группах предприятий, относящихся к различным отраслям. На предприятиях машиностроения и металлообработки (43,8% опрошенных акционерных обществ) доля работников предприятий в структуре акционерного капитала на малых (до 1000 человек занятых) и крупных предприятиях машиностроения (свыше 1000 человек) колеблется около 30%. Доля администрации на малых предприятиях составляет 10,4%, а на крупных – 9,1%. Также невелики различия между долями иностранных акционеров: на малых предприятиях она составляет 4,2%, а на крупных – 4,1%. Вместе с тем, в структуре акционерного капитала малых и крупных предприятий машиностроения и металлообработки существует и ряд заметных различий. В частности, средняя доля акций на балансе малых предприятий составляет около 10,2% в то время как соответствующая доля для крупных предприятий – всего 1,3%. Вполне закономерно выглядит более высокая доля сторонних физических лиц на малых предприятиях машиностроения (около 21%) по сравнению с соответствующей долей на крупных предприятиях (17,3%). Доля коммерческих банков в акционерном капитале малых предприятий (5,4%) оказалась более чем в два раза выше соответствующей доли в крупных акционерных обществах (2,3%).

При проверке **гипотез 1-8**, которые сформулированы в разделе 1.5, был получен ряд весьма интересных выводов. В частности, была подтверждена первая гипотеза, состоящая в том, что *после массовой приватизации 1992 – 1994 гг., реализовавшей инсайдеровскую модель перераспределения собственности, в структуре российских корпораций произошли существенные изменения, заключающиеся преимущественно в увеличении доли аутсайдеров.*

Результаты проверки второй гипотезы (*предприятия с высокой долей менеджеров в структуре акционерного капитала и с меньшей долей, принадлежащей работникам, демонстрируют более высокие показатели эффективности*) показали, что 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. При этом, следует отметить, что отношение выручки к основным фондам является важнейшей характеристикой эффективности производства, а отношение прибыли к выручке от реализации является, скорее, характеристикой эффективности финансового управления предприятия, поскольку в российских условиях низкие показатели прибыли при высоких показателях выручки могут

свидетельствовать о рациональном подходе руководства предприятия к проблеме снижения налогооблагаемой базы.

Третья гипотеза состояла из двух частей: *а) реализованная в 1992 – 1994 гг. приватизация привела к формированию тенденции на увеличение концентрации собственности в структуре акционерного капитала российских корпораций; б) вместе с тем, чем выше уровень концентрации собственности, тем выше эффективность деятельности предприятий.*

Полученные в результате опроса данные о суммарной доле пяти и десяти крупнейших акционеров; числе акционеров, каждый из которых владеет более чем 5% акций и их суммарной доле в акционерном капитале свидетельствуют о том, что реализованная в 1992 – 1994 гг. приватизация действительно привела к формированию тенденции на увеличение концентрации собственности в структуре акционерного капитала российских корпораций. Таким образом, первая часть третьей гипотезы подтверждается.

Вторая часть третьей гипотезы потребовала более сложной процедуры. Совокупность ответов предприятий на вопросы о концентрации собственности были рассмотрены в качестве экзогенных переменных. В качестве зависимых были использованы относительные переменные, характеризующие финансовое состояние акционерных обществ: отношение выручки к числу занятых, отношение прибыли к основным фондам, отношение прибыли к выручке, отношение выручки к промышленно-производственному персоналу и отношение выручки к основным фондам. Таким образом, было оценено 20 зависимостей между уровнем концентрации собственности и показателями финансовой эффективности АО. Среди них следует остановиться на двух наиболее значимых.

В первой зависимости в качестве регрессора выступает суммарная доля акций, принадлежащая пяти крупнейшим акционерам, а в качестве зависимой переменной – отношение выручки к числу занятых. Во второй зависимости в качестве регрессора выступает суммарная доля акций, принадлежащая в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более 5% акций, в качестве зависимой переменной – также отношение выручки к числу занятых. Очевидно, что регрессоры в первой и второй зависимости являются весьма похожими переменными, поскольку всех акционеров, чья доля превышает 5% УК, можно условно отнести к крупным акционерам. Из полученных регрессионных оценок следует, что с увеличением концентрации

акционерного капитала растет отношение выручки к числу занятых. Таким образом, первая и вторая части третьей гипотезы подтверждаются.

В результате проверки четвертой гипотезы, состоящей в том, что *предприятия с меньшей долей государства оказываются более эффективными нежели предприятия с большей долей государства в структуре акционерного капитала. Иными словами, «глубоко приватизированные» предприятия оказываются более приспособленными для ведения хозяйственной деятельности в рыночных условиях*, на минимальном уровне значимости была выявлена зависимость, согласно которой с уменьшением доли государства в акционерном капитале растет отношение прибыли к основным фондам предприятий.

Результаты проверки пятой гипотезы, заключавшейся в том, что *чем раньше была проведена приватизация, тем более эффективной является та или иная корпорация*, лишь подтвердили уже отмеченную в различных исследованиях противоречивость оценок и неоднозначность итогов различных эмпирических исследований влияния государственной собственности на эффективность предприятий.

В ходе двухшаговой проверки шестой гипотезы (*позитивное воздействие приватизационных процессов становится очевидным лишь при заметном увеличении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала предприятий. При увеличении доли иностранных инвесторов позитивное воздействие существенно усиливается*) были сделаны следующие выводы. Во-первых, на минимальном уровне значимости было подтверждено, что при увеличении суммарной доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала, отношение выручки к числу занятых возрастает. Во-вторых, учитывая весьма серьезную оговорку относительно малого числа наблюдений, было подтверждено то, что при увеличении доли иностранных инвесторов в структуре акционерного капитала предприятий, их финансовая эффективность существенно возрастает. Таким образом, позитивный эффект влияния приватизационных процессов становится заметным при увеличении доли иностранных инвесторов.

Восьмой гипотезе, заключавшейся в том, что *наличие острых корпоративных конфликтов взаимосвязано с уровнем концентрации собственности и результатами финансовой деятельности предприятия*, был посвящен отдельный раздел настоящего исследования. Для проверки гипотезы, по оригинальной методике был построен индекс интенсивности корпоративного конфликта, отражающий состояние дел в сфере отношений между акционерами для каждого из предприятий

выборки. Были рассмотрены два варианта индекса. При построении индекса интенсивности корпоративного конфликта **по первому варианту** использовались ответы на следующую группу вопросов: существует ли акционер, владеющий более 50% акций; выплачивались ли в АО дивиденды по привилегированным акциям в 97-98 гг.; осуществляло ли АО выкуп своих акций; осуществляло ли АО продажу (передачу) акций работникам в 96-99 гг.; осуществлялись ли в 96-99 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов; сколько за последние 2 года было общих собраний акционеров.

**Второй вариант** расчета индекса представляет собой результат упрощения предлагаемой методики. При его расчете учитываются только принципиально важные ответы на следующие вопросы анкеты: существует ли акционер, владеющий более 50% акций; выплачивались ли в АО дивиденды по привилегированным акциям в 97-98 гг.; осуществлялись ли в 96-99 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов.

Проверка гипотезы на выборке из 201 акционерных обществ была осуществлена по двум направлениям.

1. Для какого среднего уровня концентрации собственности на российских акционерных обществах наиболее характерна ситуация острого корпоративного конфликта?

2. Насколько велико влияние корпоративного конфликта на финансовые показатели акционерных обществ?

В первом случае устойчивой статистической зависимости между уровнем концентрации собственности и уровнем напряженности корпоративного конфликта выявлено не было. Единственным объясняемым результатом стало выявленное различие в средних значениях для переменной «Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций» по мере возрастания значения индекса интенсивности корпоративного конфликта (вариант 1). Иными словами, чем больше в АО акционеров, обладающих более чем 5% акций, тем выше уровень напряженности корпоративного конфликта.

Вторая часть восьмой гипотезы была сформулирована таким образом, что проверялось сразу два направления: согласно первому, с повышением уровня конфликтности финансовые показатели акционерного общества должны ухудшаться. Это может происходить потому, что борьба акционеров создает негативный психологический климат у работников и руководства предприятия. Во втором случае,

наличие острого конфликта в акционерном обществе свидетельствует о том, что существует один или несколько акционеров (как правило, аутсайдеров), стремящихся реализовать свои права в борьбе за контроль над предприятием. Акционер, идущий на конфликт с менеджментом, стремится повысить открытость финансовых потоков, тем самым, снизив возможности менеджмента к злоупотреблениям. В результате, пусть даже формально, финансовые показатели акционерного общества должны улучшаться. Кроме того, другое объяснение данного направления может заключаться в том, что чем более высокие показатели финансовой устойчивости демонстрирует то или иное предприятие, тем более высокие стимулы имеют крупные акционеры, участвующие в борьбе за контроль над АО. Понятно, что в реальности имеют место оба рассмотренные направления. Таким образом, при проверке второй части восьмой гипотезы проверяется зависимость между финансовыми результатами АО и равнодействующей этих двух разнонаправленных процессов.

Во втором случае, полученные результаты свидетельствуют о том, что не представляется возможным подтвердить гипотезу о том, что с увеличением интенсивности корпоративного конфликта на предприятиях, их финансовая устойчивость снижается. Тем не менее, в ходе анализа изменения средних относительных показателей, характеризующих финансовое положение предприятий, был получен вывод о том, что чем более устойчивым является положение предприятий, тем более высокие стимулы имеют крупные акционеры в борьбе за контроль над предприятием. Данный вывод подтверждается с помощью регрессионных оценок в одном случае для первого варианта расчета индекса интенсивности корпоративного конфликта и в пяти случаях – для второго варианта.

Таким образом, тезис о негативном влиянии корпоративных конфликтов на финансовые показатели предприятия на выборке из рассмотренных 201 АО не был подтвержден. Вместе с тем, утверждение, что для предприятий с более высоким уровнем интенсивности корпоративного конфликта характерны более высокие показатели финансовой устойчивости, нашло свое подтверждение в нашем исследовании.

Результаты сопоставления гипотез, статистически проверенных на значительном материале, подтверждаются **по данным конкретных предприятий** (раздел 4). Обобщенный показатель выручка к числу занятых в среднем выше для предприятий с более высокой концентрацией капитала и более высокой долей аутсайдеров в акционерном капитале. Следует, однако, подчеркнуть, что значительное

расхождение показателей (выручка к занятым - более чем на порядок) между исследуемыми отраслями обусловлено, прежде всего, спецификой производств (различной оборачиваемостью ресурсов) и рынком сбыта (долей денежного оборота).

Анализ динамики изменения финансовых показателей (в том числе и отношения выручки к числу занятых) за последние 2 года на примере машиностроительных предприятий показал, что, помимо корпоративных факторов, решающее значение имеют факторы, связанные с конъюнктурой рынка, макроэкономическими условиями. Эти факторы принято относить к внешним детерминантам деятельности предприятия.

Внутренние факторы, такие как размеры дебиторско-кредиторской задолженности (в том числе и просроченной), доля бартера и взаимозачетов в расчетах позволяют однозначно идентифицировать высокоэффективные производства, независимо от корпоративных факторов. Например, показатели ликвидности предприятий машиностроительного комплекса (как менее эффективных) в среднем существенно ниже, чем показатели предприятий пищевой промышленности.

Основная часть данных, использованных при анализе неплатежей, относится к периоду 1998-99 гг., поэтому нами были проанализированы только последние отчетные периоды. За период с марта по октябрь 1999 года общий уровень ежемесячно начисляемых и уплачиваемых налоговых платежей (по предприятиям должникам) вырос почти в 4 раза, хотя анализ финансовых показателей отдельных предприятий не демонстрирует такого резкого скачка эффективности. Основная причина изменений финансового поведения предприятий – должников (уплата налогов) в конце 1999 года – в возможности проведения реструктуризации задолженности и работы через расчетные счета без использования вексельных схем и взаимозачетов. Усилившаяся тенденция к применению репрессивных мер (заведению уголовных дел на руководителей предприятий – должников) стимулирует предприятия к сокращению кредиторской задолженности. Наиболее значимым по уровню задолженности является фактор отраслевой принадлежности предприятия.

## Источники

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

Айкс Б., Ритерман Р. От предприятия к фирме: заметки по теории предприятия переходного периода//Вопросы экономики, 1994 №8.

Грэй Ч.В., Р. Дж. Хэнсон (1994): “Корпоративные отношения в Центральной и Восточной Европе. Уроки рыночной экономики развитых стран”. — В: Корпоративное управление и права акционеров. М., п. 1.3.

Защита прав акционеров в российском бизнесе. Материалы конференции. М., октябрь 1999. ИМЭМО и др. (1999).

Г.Б.Клейнер, В.Л.Тамбовцев, Р.М.Качалов.; под общей редакцией С.А. Панова. Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность/ – М.: ОАО «Изд-во Экономика», 1997. – 288 с.

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

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

Коуз Р. Фирма, рынок и право. М., Дело, 1993.

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

Макаров В.Л., Клейнер Г.Б. Бартер в экономике переходного периода: особенности и тенденции. Экономика и математические методы. 1997, т.33, №2.

Перевалов Ю., И.Гримади, В.Добродей (1999): Влияет ли приватизация на деятельность предприятий. – В: Вопросы экономики, 1999, № 6, с. 76-89.

Радыгин А., В.Гутник, Г.Мальгинов (1995): Структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? - В:Вопросы экономики. N10, с.47-69.

Радыгин А., Р.Энтов (1999): Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., ИЭПП, 1999.

Радыгин А. (1999а): Перераспределение прав собственности в постприватизационной России. – В: Вопросы экономики, 1999, № 6, с.54-75.

Радыгин А. (1999b): Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России. – В: Вопросы экономики, 1999, № 8, с.80-98.

Радыгин А. (1999с): Государственное регулирование в корпоративном секторе. – В: Журнал для акционеров, 1999, № 7, с. 14-19.

ФКЦБ (1996а): “Корпоративное управление в Российской Федерации: 1994-1995“. Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Весна 1996.

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

ФКЦБ (1997): “Развитие рынка ценных бумаг в России.” Доклад Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг. М.

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

Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1991-1997 М.: Институт экономических проблем переходного периода, 1998. с. 1034-1035.

Aghion P., O. Blanchard, A. Burgess (1994): The Behavior of State Firms in Eastern Europe. - <<European Economic Review>> 1994, pp.1327-1349

Aghion P., W. Carlin (1997): Restructuring Outcomes and the Evolution of Ownership Patterns in Central and Eastern Europe. "Lessons from the Economic Transition. Central and Eastern Europe in the 1990's" Kluwer Academic Publishers. Dordrecht 1997.

Amemia T. (1974): Multivariate Regression and Simultaneous Equation Models When the Dependent Variables are Truncated Normal. - <<Econometrica>> 1974, pp.999-1012

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

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

Berger P., E. Ofek, D. Yermack (1997): Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision. - "Journal of Finance" 1997, pp. 1411-1428.

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

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

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

Brada J., I. Singh (1999): 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

Brown J.D., J.S.Earl (1999): Privatization and Restructuring in Russia: New Evidence from Panel Data on Industrial Enterprises (draft of 7 December 1999)

Brunswick (1999): Measuring Corporate Governance Risk in Russia. Moscow, Brunswick Warburg.

Burnside C., M. Eichenbaum, S. Rebelo (1995): Capital Utilization and Returns to Scale. - <<NBER Macroeconomics Annual>> Ed. by B. Bernanke, J. Rotemberg.

Carlin W., J. Van Reenen, T. Wolfe (1995): Enterprise Restructuring in Early Transition: The Case Study Evidence from Central and Eastern Europe. <<Economics of Transition>> 1995, 3: 427-458

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

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

Claessens S.(1997): Corporate Governance and Equity Prices: Evidence from the Czech and Slovak Republics. - "The Journal of Finance" 1997, pp.1641-1658.

Claessens S., S .Djankov (1999): Enterprise Performance and Management Turnover in the Czech Republic. - "European Economic Review" 1999, pp. 1115-1124.

Claessens S., S. Djankov (1997a): "Managers, Incentives and Corporate Governance: Evidence from Czech Republic" The World Bank Washington 1997b



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

Claessens S., S. Djankov, G. Pohl (1997): "Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic" World Bank Policy Research Working Paper N 1737. Washington 1997.

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

Clarke S. (1996): The Enterprise in the Era of Transition. - "The Russian Enterprise in the Era of Transition. Case Studies" Ed. by S.Clarke. E.Elgar. 1996.

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

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

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

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

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

Demsetz H., K. Lehn (1985): The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences". Journal of Political Economy, 93, pp. 1155-1177.

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

Djankov S. (1999): Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States. The World Bank.Washington D.C. Technical paper N 2047. February 1999.

Djankov S., G. Pohl (1997):"The Restructuring of Large Firms in Slovakia". Policy Research Working Paper №1758. The World Bank. Washington, 1997.

Earle J., A. Telegdy (1998): The Results of "Mass Privatization" in Romania: A First Empirical Study. - "Economics of Transition" 1998, pp.313-332

Earle J., R. Rose (1996): "Causes and Consequences of Privatization: an Empirical Study of Economic Behavior and Political Attitudes in Russia". Mimeo. 1996

Earle J., S. Estrin (1994): "Warker Ownership in Transition". The World Bank - Central European University Conference. 1994

Earle J., S. Estrin (1996): Employee Ownership in Transition. - "Corporate Governance..." Vol.1 1996

Earle J., S. Estrin (1997): After Voucher Privatization: The Structure of Corporate Ownership in Russian Manufacturing Industry, SITE Working paper 120, Stockholm Institute of Transition Economics.

Earle J., S. Estrin (1998): "Privatization, Competition and Budget Constraints: Disciplining Enterprises in Russia" Mimeo 1998.

Earle J., S.Estrin, L. Leschenko (1996): Ownership Structures, Patterns of Control and Enterprise Behavior in Russia. - "Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia" ed. by S. Commander, Q. Fan, M. Schaffer The World Bank. Washington 1996

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

EBRD (1997): Transition Report 1997. Enterprise Performance and growth. London.

EBRD (1998): Transition Report 1998. Financial Sector in Transition. London.

EBRD (1999): Transition Report 1999. Ten Years of Transition. London.

Eggertsson T. Economic Behavior and Institutions. Cambridge, 1990.

Ericson R. (1998): Restructuring in Transition: Concept and Measurement. *Comparative Economic Studies*, 40, 103-108.

Estrin S., A. Rosevear (1999): Enterprise Performance and Ownership: The Case of Ukraine. - "European Economic Review" 1999, pp.1125-1136.

Estrin S., J. Brada, A. Gelb, I. Singh (1995): An Introduction to the Case - Study Project. - "Restructuring and Privatization in Central Eastern Europe. Case studies of Firms in Transition". Ed. by S. Estrin, J. Brada, A. Gelb, I. Singh. M.E. Sharpe 1995

Frydman R, Ch.W.Gray, M.Hessel, A.Rapaczynski (1997): Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies. The World Bank. Washington D.C. Working paper N 1830. September 1997.

Frydman Roman, Cheryl W. Gray, Andrzej Rapaczynski, eds. (1996): "Corporate Governance in Central Europe and Russia". Vol. 1: Banks, Funds and Foreign Investors. . Budapest, London and New York: Central European University Press.

Frydman Roman, Cheryl W. Gray, Andrzej Rapaczynski, eds. (1996): "Corporate Governance in Central Europe and Russia". Vol. 2: Insiders and the State. Budapest, London and New York: Central European University Press.

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

Gaddy C., Ickes B. Russia`s virtual economy. *Foreign Affairs*. v. 77 no5 (Sept/Oct. `98) p. 53 – 67.

Holderness S., R. Kroszner, D. Sheehan (1999): Were Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression. - "Journal of Finance" 1999, pp.435-469

Jones D., M. Klinedinst, C. Rock (1998): Productive Efficiency During Transition: Evidence from Bulgarian Panel Data. - <<*Journal of Comparative Economics*>> 1998, pp. 446-464.

Kikeri S., Nellis J., Shirley M. (1992): Privatization: the Lessons of Experience. - Washington: The World Bank, 1992.

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

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

Kuznetsov P., A.Muravyov (1999): Ownership Structure and Firm Performance in Russia (work in progress), EERS, RECEP.

La Porta R., F.Lopez-de-Silanes, A.Shleifer, R.W.Vishny (1997): "Law and Finance". HIID, Development Discussion Paper N 576.

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

Linz S., G. Krueger (1998): Enterprise Restructuring in Russia`s Transition Economy: Formal and Informal Mechanisms. – In: *Comparative Economic Studies*, 1998, 40, pp. 5-52.

- McConnel J., H. Servaes (1990): Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value - <<Journal of Financial Economics>> 1990, pp. 595-612
- Monks R., N.Minow (1995): Corporate Governance. Blackwell.
- Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988): Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis - <<Journal of Financial Economics>> 1988, pp.293-315
- Morgan D. (1977): Investor — Owned vs. Publicly Owned Water Agencies: An Evaluation of the Property Rights Theory of the Firm. — Water Resources Bulletin. Vol. 13, pp. 775-781
- North D. (1978): Structure and performance: the Task of Economic history. — In: Journal of Economic Literature, 1978, Vol. 16, September, pp. 963-978
- North D. (1981): “Structure and Change in Economic History” W.W. Norton
- North D. (1993): Institutions and Credible Commitment. — <<Journal of Institutional and Theoretical Economics>> Vol. 149, pp. 11-23
- North D., R. Thomas (1973): “The Rise of the Western World”. Cambridge University Press
- Palmer J., J. Quinn, R. Resendes A. (1983): Case Study of Public Enterprise: Grey Coach Lines, Ltd. – “Crown Corporations in Canada” Ed. by R. Prichard. Butterworths, pp. 369-446
- Pashigian P. (1976): Consequences and Causes of Public Ownership of Urban Transit Facilities. — Journal of Political Economy. Vol. 84, pp. 1239-1260.
- Peltzman S. (1971): Pricing in Public and Private Enterprises: Electric Utilities in the United States. — Journal of Law and Economics. Vol. 14, pp. 109-147
- Pinto B., M. Belka, S. Krajewski (1993): Transforming State Enterprises in Poland: Evidence on Adjustment By Manufacturing Firms. - <<Brookings Papers on Economic Activity>> 1993, №1, pp.213-269
- Pinto B., S. Van Wijnbergen (1995): "Ownership and Corporate Control in Poland: Why State Firms Defied the Odds" CEPR Discussion Paper №1273 London 1995
- Pohl G., R.E.Anderson, S.Classens, S.Djankov (1997): Privatization and Restructuring in Central and Eastern Europe. World Bank Technical Paper N 368.
- Radygin A. (1995a): “The Russian Model of Mass Privatization: Governmental Policy and First Results”. - In: Privatization, Conversion, and Enterprise Reform in Russia. With a forew. by Kenneth Arrow. Boulder, San Francisco, Oxford: Westview Press, 1995, pp. 3-18
- Radygin A. (1995b): “Privatisation in Russia: Hard Choice, First Results, New Targets”. London: CRCE-The Jarvis Print Group
- Radygin A. (1996): “Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia”. Paris, OECD: DAFME/MC/EW (96)25, 1996
- Radygin A. (1996): “Securities Markets Development and its Relationship to Corporate Governance in Russia”. Paris, OECD: DAFME/MC/EW (96) 25, 1996
- Radygin A. (1998): Corporate Securities Market Development in Russia. - In: Capital Market Development in Transition Economies. Country Experience and Policies for the Future. Paris, OECD, 1998, ch. 9, pp. 161-188.
- Radygin A. (1999a): Ownership and Control in the Russian Industry. OECD/World Bank Global Corporate Governance Forum. OECD: Paris, 1999
- Radygin A. (1999b): Post-Privatization Corporate Governance in Russia: Singular Path or Typical Transition Trajectory? – In: Working Papers of the International Conference “Eastern Transition Trajectories”, GTD-Grenoble, 10-11 December, 1999 (also see www.iet.ru)
- Radygin A., Entov R. (1999): Institutional issues of the corporate sector development: ownership, control, securities market. Moscow, IET.

- Rosenbaum E., F.Bonker, H.-J.Wagener, Eds. (1999): *Privatisation, Corporate Governance and the Emergence of Markets*. London. MacMillan, Basingstoke.
- Rosenbaum E., F.Bonker, H.-J.Wagener, Eds. (1999): *Privatisation, Corporate Governance and the Emergence of Markets*. London. MacMillan, Basingstoke.
- Sargent T.(1987): *Macroeconomic Theory*, 2-nd ed. Academic Press 1987
- Scully G., D. Slottje (1991): *Ranking Economic Liberty Across Countries*. — *Public Choice*. Vol. 69, pp. 121-152
- Shapiro C., R.Willig (1990): *Economic Rationales for the Scope of Privatization/ The Political Economy of Public Sector Reform and Privatization*. – London. Westview Press, 1990
- Shleifer A. (1994): *Establishing Property Rights*. World Bank's Annual Conference on Development Economics. Wash. D.C., 1994. April 28-29.
- Shleifer A., R.Vishny (1994): *Politicians and Firms*. – In: *Quarterly Journal of Economics*, 1994, Vol. CIX, pp. 995-1025
- Smith M., B.-C. Cin, M. Vodopivec (1997): *Privatization Incidence, Ownership Forms, and Firm Performance: Evidence from Slovenia* - <<*Journal of Comparative Economics*>> 1997, pp.158-179
- Tirole J. (1999) *Corporate Governance*. CEPR Discussion Paper № 2086. London, 1999
- Tobin J. (1969): *A General Equilibrium Approach to Monetary Theory* - <<*Journal of Money, Credit and Banking*>> 1969, pp.15-29
- Torstensson J. (1994): *Property Rights and Economic Growth: on Empirical Study*. — <<*Kyklos*>> Vol. 47, pp. 231-247
- Vickers J., G. Yarrow (1988): *Privatization: An economic Analysis*. The MIT Press.
- Williamson O.E. (1985): “The Economic Institutions of Capitalism: firms, markets, relational contracting”. New York, Free Press.
- Williamson O.E. (1990): *A Comparison of Alternative Approaches to Economic Organisation*.-In: *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 1990, Vol. 146, N 1
- Wilson G., J. Jadjow (1982): *Competition, Profit Incentives, and Technical Efficiency in the Nuclear Medicine Industry*. — *Bell Journal of Economics*. Vol. 13, pp. 472-482
- World Bank - OECD (1997): “Between State and Market: mass privatization in transition economies.” Ed. by Ira W. Liberman, Stilpon S. Nestor, Rai M. Desai. The World Bank-OECD.
- World Bank (1996): “From plan to market.” *World Development Report 1996*. Oxford University Press.
- World Bank (1998): *World Development Report 1998/1999*. Knowledge for Development. Washington.
- Yarrow (1986): *Privatization in theory and practice*. – In: *Economic policy*. - Cambridge University Press.- 1986. - April. P. 324 -356.

## Приложение 1

**Таблица 1. Отраслевая структура Регистра Госкомстата РФ и общей панели ИЭПП (1398 предприятий)**

ОТРАСЛИ И ПОДОТРАСЛИ	КОЛИЧЕСТВО ПРЕДПРИЯТИЙ, ШТ.		КОЛИЧЕСТВО ЗАНЯТЫХ, ЧЕЛ		ДОЛЯ ЗАНЯТЫХ, %		РЕПРЕЗЕНТАТИВНОСТЬ ПАНЕЛИ ПО ЗАНЯТЫМ, %
	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	
1 <b>ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА</b>	841	4	708310	21004	5.26	0.70	2.97
<b>ТОПЛИВНАЯ</b>							
2 НЕФТЯНАЯ	110	17	308536	60620	2.29	2.01	19.65
3 ГАЗОВАЯ	32	3	37754	4695	0.28	0.16	12.44
4 УГОЛЬ СЛАНЦЫ ТОРФ	352	6	456519	5819	3.39	0.19	1.27
5 <b>ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ</b>	275	49	718041	249378	5.33	8.27	34.73
6 <b>ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ</b>	417	16	523400	129636	3.89	4.30	24.77
<b>ХИМИЯ И НЕФТЕХИМИЯ</b>							
7 ХИМИЯ	471	50	620781	153116	4.61	5.08	24.67
8 НЕФТЕХИМИЯ	163	30	224883	87810	1.67	2.91	39.05
<b>МАШИНОСТРОЕНИЕ</b>							
9 ЭНЕРГЕТИЧЕСКОЕ	42	6	95013	14998	0.71	0.50	15.79
10 ЖЕЛЕЗНОДОРОЖНОЕ	48	13	112939	43685	0.84	1.45	38.68
11 ЭЛЕКТРОТЕХНИЧЕСКОЕ	463	51	333890	71370	2.48	2.37	21.38
12 ХИМНЕФТЕМАШ	214	41	185713	69281	1.38	2.30	37.31
13 СТАНКООСТРОЕНИЕ	301	34	154955	41681	1.15	1.38	26.90
14 ПРИБОРОСТРОЕНИЕ	291	32	350349	38330	2.60	1.27	10.94
15 АВТОМОБИЛЬНАЯ	240	34	699055	376133	5.19	12.47	53.81
16 С/Х ТРАКТОРОСТРОЕНИЕ	241	33	302009	151959	2.24	5.04	50.32
17 СТРОЙДОРМАШ	197	38	99771	41755	0.74	1.38	41.85
18 ЛЕГПИЩЕМАШ	268	7	119694	2943	0.89	0.10	2.46
19 АВИАСТРОЕНИЕ	89	31	442808	191128	3.29	6.34	43.16
20 ОБОРОННЫЕ ОТРАСЛИ	131	53	600421	332879	4.46	11.04	55.44
21 СУДОСТРОЕНИЕ	99	25	164217	50419	1.22	1.67	30.70
22 РАДИОПРОМЫШЛЕННОСТЬ	126	32	230844	72067	1.71	2.39	31.22
23 ПР-ТЬ СРЕДСТВ СВЯЗИ	117	8	157190	21471	1.17	0.71	13.66
24 ЭЛЕКТРОННАЯ	274	18	268239	30126	1.99	1.00	11.23
25 ПРОЧЕЕ МАШИНОСТРОЕНИЕ	510	49	459385	105357	3.41	3.49	22.93
26 ПР-ТЬ МЕТОЛЛОКОНСТРУКЦ.	669	10	198168	7271	1.47	0.24	3.67
27 РЕМОНТ МАШИН	1822	19	431690	8623	3.20	0.29	2.00
<b>ЛЕСНАЯ, ДЕРЕВООБРАБАТЫВАЮЩАЯ И ЦЕЛЛЮЛОЗНО-БУМАЖНАЯ</b>							
28 ЛЕСОЗАГОТОВИТЕЛЬНАЯ	1463	36	433657	30032	3.22	1.00	6.93
29 ДЕРЕВООБРАБАТЫВАЮЩАЯ	1426	48	438568	42908	3.26	1.42	9.78
30 ЦЕЛЛЮЛОЗНО-БУМАЖНАЯ	187	26	170941	38090	1.27	1.26	22.28
<b>ПРОМЫШЛЕННОСТЬ СТРОИТЕЛЬНЫХ МАТЕРИАЛОВ</b>							
31 ПР-ТЬ ЖБК И ЖБИ	1013	25	276386	9365	2.05	0.31	3.39
32 СТЕНОВЫЕ МАТЕРИАЛЫ	643	27	151951	14416	1.13	0.48	9.49
33 ПРОЧАЯ СТРОИТЕЛЬНАЯ ПРОДУКЦИЯ	752	55	242908	38269	1.80	1.27	15.75
34 <b>СТЕКОЛЬНО-ФАЯНСОВАЯ</b>	167	5	108808	12929	0.81	0.43	11.88
<b>ЛЕГКАЯ</b>							
35 ХЛ/БУМАЖНАЯ	190	59	207752	111615	1.54	3.70	53.73
36 ШЕРСТЯНАЯ	105	37	87575	44601	0.65	1.48	50.93
37 ТРИКОТАЖНАЯ	314	38	107945	30352	0.80	1.01	28.12
38 ПРОЧ.ТЕКСТИЛЬНАЯ	404	28	127385	24631	0.95	0.82	19.34
39 ШВЕЙНАЯ	1425	71	335226	51261	2.49	1.70	15.29
40 КОЖЕВЕННО-ОБУВНАЯ	538	31	184676	31049	1.37	1.03	16.81
<b>ПИЩЕВАЯ</b>							
41 ХЛЕБОПЕКАРНАЯ	1504	23	234636	6113	1.74	0.20	2.61
42 СПИРТ-ВОДКА-ВИНО	551	9	117306	6421	0.87	0.21	5.47
43 ПРОЧАЯ ПИЩЕВКУСОВАЯ	1127	32	289646	23156	2.15	0.77	7.99
44 МЯСНАЯ	702	35	186698	27749	1.39	0.92	14.86
45 МОЛОЧНАЯ-МАСЛОСЫ	1492	39	188423	14072	1.40	0.47	7.47
46 РЫБНАЯ	391	5	167382	1923	1.24	0.06	1.15
47 <b>МИКРОБИОЛОГИЧЕСКАЯ</b>	40	0	23832	0	0.18	0.00	0.00
48 <b>МУКОМОЛЬНО-КРУПИЯНАЯ</b>	494	4	97392	1308	0.72	0.04	1.34

49 МЕДИЦИНСКАЯ	152	6	104514	7392	0.78	0.25	7.07
50 ПОЛИГРАФИЧЕСКАЯ	422	5	77510	1963	0.58	0.07	2.53
51 ПРОЧИЕ	484	2	106306	1358	0.79	0.05	1.28
ИТОГО	24789	1398	13471997	3015678	100.00	100.00	22.38

**Таблица 2. Региональная структура Регистра Госкомстата РФ и общей панели ИЭП (1398 предприятий)**

Территории	КОЛИЧЕСТВО ПРЕДПРИЯТИЙ, ШТ.		КОЛИЧЕСТВО ЗАНЯТЫХ, ЧЕЛ		ДОЛЯ ЗАНЯТЫХ, %		РЕПРЕЗЕНТАТИВНОСТЬ ПАНЕЛИ ПО ЗАНЯТЫМ, %
	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	
1 АЛТАЙСКИЙ КРАЙ	446	25	195286	58662	1.44	1.95	30.04
2 КРАСНОДАРСКИЙ КРАЙ	745	26	240185	27355	1.77	0.91	11.39
3 КРАСНОЯРСКИЙ КРАЙ	537	17	354924	86053	2.61	2.85	24.25
4 ПРИМОРСКИЙ КРАЙ	285	14	177395	22858	1.30	0.76	12.89
5 СТАВРОПОЛЬСКИЙ КРАЙ	392	32	115162	19050	0.85	0.63	16.54
6 ХАБАРОВСКИЙ КРАЙ	265	14	143095	19214	1.05	0.64	13.43
7 АМУРСКАЯ ОБЛ	215	2	48721	1346	0.36	0.05	2.76
8 АРХАНГЕЛЬСКАЯ ОБЛ	306	9	154335	12655	1.13	0.42	8.20
9 АСТРАХАНСКАЯ ОБЛ	230	11	68541	11234	0.50	0.37	16.39
10 БЕЛГОРОДСКАЯ ОБЛ	259	13	124625	44558	0.92	1.48	35.75
11 БРЯНСКАЯ ОБЛ	313	22	142686	42209	1.05	1.40	29.58
12 ВЛАДИМИРСКАЯ ОБЛ	401	26	248042	78457	1.82	2.60	31.63
13 ВОЛГОГРАДСКАЯ ОБЛ	424	28	240974	87096	1.77	2.89	36.14
14 ВОЛОГОДСКАЯ ОБЛ	311	14	152436	16450	1.12	0.55	10.79
15 ВОРОНЕЖСКАЯ ОБЛ	437	9	224460	10604	1.65	0.35	4.72
16 НИЖЕГОРОДСКАЯ ОБЛ	595	40	512405	209159	3.77	6.94	40.82
17 ИВАНОВСКАЯ ОБЛ	325	32	164716	55214	1.21	1.83	33.52
18 ИРКУТСКАЯ ОБЛ.	469	17	264067	73381	1.94	2.43	27.79
19 ИНГУШСКАЯ РЕСП.	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00
20 КАЛИНИНГРАДСКАЯ ОБЛ.	192	16	58408	13023	0.43	0.43	22.30
21 ТВЕРСКАЯ ОБЛ.	441	19	159246	24052	1.17	0.80	15.10
22 КАЛУЖСКАЯ ОБЛ.	274	9	112937	19361	0.83	0.64	17.14
23 КАМЧАТСКАЯ ОБЛ.	99	0	38574	0	0.28	0.00	0.00
24 КЕМЕРОВСКАЯ ОБЛ.	537	16	423403	29654	3.11	0.98	7.00
25 КИРОВСКАЯ ОБЛ.	425	18	173583	35369	1.28	1.17	20.38
26 КОСТРОМСКАЯ ОБЛ.	248	11	72541	14785	0.53	0.49	20.38
27 САМАРСКАЯ ОБЛ.	456	28	430716	195184	3.16	6.47	45.32
28 КУРГАНСКАЯ ОБЛ.	212	9	79822	31949	0.59	1.06	40.03
29 КУРСКАЯ ОБЛ.	293	8	124440	19341	0.91	0.64	15.54
30 САНКТ-ПЕТЕРБУРГ	527	28	401111	58113	2.95	1.93	14.49
31 ЛЕНИНГРАДСКАЯ ОБЛ.	322	43	136671	24117	1.00	0.80	17.65
32 ЛИПЕЦКАЯ ОБЛ.	230	11	123684	21031	0.91	0.70	17.00
33 МАГАДАНСКАЯ ОБЛ.	93	0	23773	0	0.18	0.00	0.00
34 МОСКВА	893	94	643923	120829	4.73	4.01	18.77
35 МОСКОВСКАЯ ОБЛ.	951	154	552017	168079	4.06	5.57	30.45
36 МУРМАНСКАЯ ОБЛ.	160	2	99349	5203	0.73	0.17	5.24
37 НОВГОРОДСКАЯ ОБЛ.	234	10	75427	10011	0.55	0.33	13.27
38 НОВОСИБИРСКАЯ ОБЛ.	428	20	217865	33882	1.60	1.12	15.55
39 ОМСКАЯ ОБЛ.	326	18	160177	50697	1.18	1.68	31.65
40 ОРЕНБУРГСКАЯ ОБЛ.	284	12	174618	27315	1.28	0.91	15.64
41 ОРЛОВСКАЯ ОБЛ.	185	9	80163	14748	0.59	0.49	18.40
42 ПЕНЗЕНСКАЯ ОБЛ.	313	25	151992	43204	1.12	1.43	28.43
43 ПЕРМСКАЯ ОБЛ.	540	26	372280	75275	2.74	2.50	20.22
44 ПСКОВСКАЯ ОБЛ.	203	6	59015	5574	0.43	0.19	9.45
45 РОСТОВСКАЯ ОБЛ.	646	23	409077	64861	3.01	2.15	15.86

46 РЯЗАНСКАЯ ОБЛ.	332	14	139888	28405	1.03	0.94	20.31
47 САРАТОВСКАЯ ОБЛ.	448	22	232718	60041	1.71	1.99	25.80
48 САХАЛИНСКАЯ ОБЛ.	168	3	57047	917	0.42	0.03	1.61
49 СВЕРДЛОВСКАЯ ОБЛ.	835	62	658584	173829	4.84	5.76	26.39
50 СМОЛЕНСКАЯ ОБЛ.	264	12	112026	15229	0.82	0.51	13.59
51 ТАМБОВСКАЯ ОБЛ.	240	13	99625	23630	0.73	0.78	23.72
52 ТОМСКАЯ ОБЛ.	199	2	96047	653	0.71	0.02	0.68
53 ТУЛЬСКАЯ ОБЛ.	316	23	241045	55454	1.77	1.84	23.01
54 ТЮМЕНСКАЯ ОБЛ.	453	8	205920	16515	1.51	0.55	8.02
55 УЛЬЯНОВСКАЯ ОБЛ.	317	24	178751	77199	1.31	2.56	43.19
56 ЧЕЛЯБИНСКАЯ ОБЛ.	526	33	493575	171119	3.63	5.67	34.67
57 ЧИТИНСКАЯ ОБЛ.	182	4	64796	14455	0.48	0.48	22.31
58 ЧУКОТСКИЙ АО	22	0	6163	0	0.05	0.00	0.00
59 ЯРОСЛАВСКАЯ ОБЛ.	329	26	206020	77586	1.51	2.57	37.66
60 АДЫГЕЯ РЕСП.	100	1	23335	539	0.17	0.02	2.31
61 БАШКИРСКАЯ РЕСП.	606	42	401172	87903	2.95	2.92	21.91
62 БУРЯТСКАЯ РЕСП.	203	7	66823	11415	0.49	0.38	17.08
63 ДАГЕСТАНСКАЯ РЕСП.	215	1	59305	5329	0.44	0.18	8.99
64 КАБАРДИНО-БАЛКАРСКАЯ	141	0	38513	0	0.28	0.00	0.00
65 ГОРНЫЙ АЛТАЙ РЕСП.	39	0	3882	0	0.03	0.00	0.00
66 КАЛМЫЦКАЯ РЕСП.	45	1	7464	332	0.06	0.01	4.45
67 КАРЕЛЬСКАЯ РЕСП.	174	8	79160	18984	0.58	0.63	23.98
68 КОМИ РЕСП.	234	8	121830	4288	0.90	0.14	3.52
69 МАРИЙСКАЯ РЕСП.	176	7	69095	13066	0.51	0.43	18.91
70 МОРДОВСКАЯ РЕСП.	152	10	97531	7995	0.72	0.27	8.20
71 СЕВЕРО-ОСЕТИНСКАЯ РЕС.	155	3	40298	1755	0.30	0.06	4.36
72 КАРАЧАЕВО-ЧЕРКЕССКАЯ	85	8	25358	3388	0.19	0.11	13.36
73 ТАТАРСКАЯ РЕСП	461	21	376407	64686	2.77	2.15	17.19
74 ТУВИНСКАЯ РЕСП	36	0	6605	0	0.05	0.00	0.00
75 УДМУРТСКАЯ РЕСП	283	5	208077	65445	1.53	2.17	31.45
76 ХАКАСИЯ РЕСП	111	3	54359	1928	0.40	0.06	3.55
77 ЧЕЧЕНСКАЯ РЕСП	0	0	0	0	0.00	0.00	0.00
78 ЧУВАШСКАЯ РЕСП	309	17	138810	28790	1.02	0.96	20.74
79 ЯКУТСКАЯ РЕСП	222	2	61848	2065	0.45	0.07	3.34
80 ЕВРЕЙСКАЯ АО	48	2	12033	1526	0.09	0.05	12.68
ИТОГО	24789	1398	13610977	3015678	100.00	100.00	22.16

1 СЕВЕРНЫЙ	1185	41	607110	57580	4.46	1.91	9.48
2 СЕВЕРО-ЗАПАДНЫЙ	1286	87	672224	97815	4.94	3.24	14.55
3 ЦЕНТРАЛЬНЫЙ	5272	451	2875250	714408	21.12	23.69	24.85
4 ВОЛГО-ВЯТСКИЙ	1657	92	991424	294379	7.28	9.76	29.69
5 ЦЕНТРАЛЬНО-ЧЕРНОЗЕМН	1459	54	696834	119164	5.12	3.95	17.10
6 ПОВОЛЖСКИЙ	2694	160	1687563	538976	12.40	17.87	31.94
7 СЕВЕРО-КАВКАЗСКИЙ	2479	94	951233	122277	6.99	4.06	12.86
8 УРАЛЬСКИЙ	3286	189	2388128	632835	17.55	20.99	26.50
9 ЗАПАДНО-СИБИРСКИЙ	2428	89	1302580	190063	9.57	6.30	14.59
10 ВОСТОЧНО-СИБИРСКИЙ	1538	48	811574	187232	5.96	6.21	23.07
11 ДАЛЬНЕВОСТОЧНЫЙ	1417	37	568649	47926	4.18	1.59	8.43
12 КАЛИНИНГРАДСКАЯ ОБЛ.	192	16	58408	13023	0.43	0.43	22.30
ИТОГО	24789	1398	13610977	3015678	100.00	100.00	22.16

## Приложение 2

### Вопрос 1. Год начала приватизации (преобразование в АО)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
1991	3	1,5%	1,6%
1992	85	42,3%	45,0%
1993	67	33,3%	35,4%
1994	25	12,4%	13,2%
1995	4	2,0%	2,1%
1996	3	1,5%	1,6%
1997	1	0,5%	0,5%
1998	1	0,5%	0,5%
нет ответа	12	6,0%	-

### Вопрос 2. Вариант льгот для трудового коллектива при приватизации

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
1	65	32,3%	37,6%
2	100	49,8%	57,8%
3	8	4,0%	4,6%
нет ответа	28	13,9%	-

### Вопрос 3. Доля рядовых работников АО в акционерном капитале (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	2	1,0%	1,1%
<5%	18	9,0%	10,2%
5 – 10%	11	5,5%	6,3%
10 – 15%	16	8,0%	9,1%
15 – 20%	22	10,9%	12,5%
20 – 25%	22	10,9%	12,5%
25 – 30%	18	9,0%	10,2%
30 – 35%	8	4,0%	4,5%
35 – 40%	18	9,0%	10,2%
40 – 45%	5	2,5%	2,8%
45 – 50%	8	4,0%	4,5%
50 – 55%	8	4,0%	4,5%
55 – 60%	3	1,5%	1,7%
60 – 65%	3	1,5%	1,7%
65 – 70%	3	1,5%	1,7%
70 – 75%	5	2,5%	2,8%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	1	0,5%	0,6%
85 – 90%	5	2,5%	2,8%
нет ответа	25	12,4%	-



Вопрос 4. в т.ч. коллективный траст (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	28	13,9%	71,8%
<5%	2	1,0%	5,1%
5 – 10%	1	0,5%	2,6%
10 – 15%	0	0,0%	0,0%
15 – 20%	3	1,5%	7,7%
20 – 25%	0	0,0%	0,0%
25 – 30%	0	0,0%	0,0%
30 – 35%	1	0,5%	2,6%
35 – 40%	1	0,5%	2,6%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	1	0,5%	2,6%
50 – 55%	0	0,0%	0,0%
55 – 60%	1	0,5%	2,6%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	1	0,5%	2,6%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	162	80,6%	-

Вопрос 5. Дирекция (администрация) (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	5	2,5%	3,0%
<5%	72	35,8%	43,6%
5 – 10%	33	16,4%	20,0%
10 – 15%	20	10,0%	12,1%
15 – 20%	13	6,5%	7,9%
20 – 25%	5	2,5%	3,0%
25 – 30%	4	2,0%	2,4%
30 – 35%	3	1,5%	1,8%
35 – 40%	3	1,5%	1,8%
40 – 45%	2	1,0%	1,2%
45 – 50%	1	0,5%	0,6%
50 – 55%	3	1,5%	1,8%
55 – 60%	1	0,5%	0,6%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	36	17,9%	-

Вопрос 6. в т.ч. генеральный директор (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	13	6,5%	8,3%
<5%	104	51,7%	66,2%
5 – 10%	18	9,0%	11,5%
10 – 15%	11	5,5%	7,0%
15 – 20%	4	2,0%	2,5%
20 – 25%	1	0,5%	0,6%
25 – 30%	3	1,5%	1,9%
30 – 35%	2	1,0%	1,3%
35 – 40%	0	0,0%	0,0%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	1	0,5%	0,6%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	44	21,9%	-

Вопрос 7. На балансе самого АО (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	61	30,3%	67,8%
<5%	12	6,0%	13,3%
5 – 10%	4	2,0%	4,4%
10 – 15%	4	2,0%	4,4%
15 – 20%	1	0,5%	1,1%
20 – 25%	1	0,5%	1,1%
25 – 30%	0	0,0%	0,0%
30 – 35%	1	0,5%	1,1%
35 – 40%	1	0,5%	1,1%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	2	1,0%	2,2%
50 – 55%	1	0,5%	1,1%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	1	0,5%	1,1%
70 – 75%	1	0,5%	1,1%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	111	55,2%	-

Вопрос 8. Поставщики и потребители (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	51	25,4%	58,0%
<5%	9	4,5%	10,2%
5 – 10%	4	2,0%	4,5%
10 – 15%	5	2,5%	5,7%
15 – 20%	4	2,0%	4,5%
20 – 25%	2	1,0%	2,3%
25 – 30%	2	1,0%	2,3%
30 – 35%	1	0,5%	1,1%
35 – 40%	2	1,0%	2,3%
40 – 45%	2	1,0%	2,3%
45 – 50%	3	1,5%	3,4%
50 – 55%	1	0,5%	1,1%
55 – 60%	1	0,5%	1,1%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	1	0,5%	1,1%
нет ответа	113	56,2%	-

Вопрос 9. Другие предприятия (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	21	10,4%	17,2%
<5%	14	7,0%	11,5%
5 – 10%	10	5,0%	8,2%
10 – 15%	12	6,0%	9,8%
15 – 20%	8	4,0%	6,6%
20 – 25%	11	5,5%	9,0%
25 – 30%	8	4,0%	6,6%
30 – 35%	4	2,0%	3,3%
35 – 40%	7	3,5%	5,7%
40 – 45%	4	2,0%	3,3%
45 – 50%	3	1,5%	2,5%
50 – 55%	9	4,5%	7,4%
55 – 60%	4	2,0%	3,3%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	1	0,5%	0,8%
70 – 75%	3	1,5%	2,5%
75 – 80%	1	0,5%	0,8%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	2	1,0%	1,6%
нет ответа	79	39,3%	-

Вопрос 10. Холдинги и ФПГ (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	48	23,9%	72,7%
<5%	3	1,5%	4,5%
5 – 10%	2	1,0%	3,0%
10 – 15%	2	1,0%	3,0%
15 – 20%	4	2,0%	6,1%
20 – 25%	0	0,0%	0,0%
25 – 30%	1	0,5%	1,5%
30 – 35%	0	0,0%	0,0%
35 – 40%	0	0,0%	0,0%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	1	0,5%	1,5%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	1	0,5%	1,5%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	2	1,0%	3,0%
80 – 85%	1	0,5%	1,5%
85 – 90%	1	0,5%	1,5%
нет ответа	135	67,2%	-

Вопрос 11. Коммерческие банки (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	50	24,9%	74,6%
<5%	5	2,5%	7,5%
5 – 10%	4	2,0%	6,0%
10 – 15%	5	2,5%	7,5%
15 – 20%	1	0,5%	1,5%
20 – 25%	1	0,5%	1,5%
25 – 30%	0	0,0%	0,0%
30 – 35%	0	0,0%	0,0%
35 – 40%	0	0,0%	0,0%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	0	0,0%	0,0%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	1	0,5%	1,5%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	134	66,7%	-

Вопрос 12. Инвестиционные фонды (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	40	19,9%	49,4%
<5%	13	6,5%	16,0%
5 – 10%	9	4,5%	11,1%
10 – 15%	6	3,0%	7,4%
15 – 20%	6	3,0%	7,4%
20 – 25%	2	1,0%	2,5%
25 – 30%	1	0,5%	1,2%
30 – 35%	2	1,0%	2,5%
35 – 40%	0	0,0%	0,0%
40 – 45%	2	1,0%	2,5%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	0	0,0%	0,0%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	120	59,7%	-

Вопрос 13. Пенсионные фонды (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	57	28,4%	96,6%
<5%	2	1,0%	3,4%
5 – 10%	0	0,0%	0,0%
10 – 15%	0	0,0%	0,0%
15 – 20%	0	0,0%	0,0%
20 – 25%	0	0,0%	0,0%
25 – 30%	0	0,0%	0,0%
30 – 35%	0	0,0%	0,0%
35 – 40%	0	0,0%	0,0%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	0	0,0%	0,0%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	142	70,6%	-

Вопрос 14. Страхование компаний (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	56	27,9%	94,9%
<5%	3	1,5%	5,1%
5 – 10%	0	0,0%	0,0%
10 – 15%	0	0,0%	0,0%
15 – 20%	0	0,0%	0,0%
20 – 25%	0	0,0%	0,0%
25 – 30%	0	0,0%	0,0%
30 – 35%	0	0,0%	0,0%
35 – 40%	0	0,0%	0,0%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	0	0,0%	0,0%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	142	70,6%	-

Вопрос 15. Сторонние физические лица (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	13	6,5%	9,8%
<5%	21	10,4%	15,8%
5 – 10%	17	8,5%	12,8%
10 – 15%	6	3,0%	4,5%
15 – 20%	14	7,0%	10,5%
20 – 25%	14	7,0%	10,5%
25 – 30%	16	8,0%	12,0%
30 – 35%	8	4,0%	6,0%
35 – 40%	1	0,5%	0,8%
40 – 45%	4	2,0%	3,0%
45 – 50%	2	1,0%	1,5%
50 – 55%	5	2,5%	3,8%
55 – 60%	5	2,5%	3,8%
60 – 65%	1	0,5%	0,8%
65 – 70%	3	1,5%	2,3%
70 – 75%	1	0,5%	0,8%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	1	0,5%	0,8%
85 – 90%	1	0,5%	0,8%
нет ответа	68	33,8%	-

Вопрос 16. Иностранные акционеры (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	50	24,9%	74,6%
<5%	5	2,5%	7,5%
5 – 10%	2	1,0%	3,0%
10 – 15%	0	0,0%	0,0%
15 – 20%	4	2,0%	6,0%
20 – 25%	0	0,0%	0,0%
25 – 30%	0	0,0%	0,0%
30 – 35%	1	0,5%	1,5%
35 – 40%	2	1,0%	3,0%
40 – 45%	0	0,0%	0,0%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	0	0,0%	0,0%
55 – 60%	0	0,0%	0,0%
60 – 65%	0	0,0%	0,0%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	1	0,5%	1,5%
75 – 80%	1	0,5%	1,5%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	1	0,5%	1,5%
нет ответа	134	66,7%	-

Вопрос 17. Государство (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	35	17,4%	30,7%
<5%	9	4,5%	7,9%
5 – 10%	12	6,0%	10,5%
10 – 15%	2	1,0%	1,8%
15 – 20%	10	5,0%	8,8%
20 – 25%	15	7,5%	13,2%
25 – 30%	6	3,0%	5,3%
30 – 35%	4	2,0%	3,5%
35 – 40%	4	2,0%	3,5%
40 – 45%	2	1,0%	1,8%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	9	4,5%	7,9%
55 – 60%	1	0,5%	0,9%
60 – 65%	3	1,5%	2,6%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	2	1,0%	1,8%
нет ответа	87	43,3%	-

Вопрос 18. в т.ч. РФ (%)

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0%	30	14,9%	41,1%
<5%	6	3,0%	8,2%
5 – 10%	7	3,5%	9,6%
10 – 15%	2	1,0%	2,7%
15 – 20%	4	2,0%	5,5%
20 – 25%	9	4,5%	12,3%
25 – 30%	4	2,0%	5,5%
30 – 35%	0	0,0%	0,0%
35 – 40%	4	2,0%	5,5%
40 – 45%	1	0,5%	1,4%
45 – 50%	0	0,0%	0,0%
50 – 55%	4	2,0%	5,5%
55 – 60%	1	0,5%	1,4%
60 – 65%	1	0,5%	1,4%
65 – 70%	0	0,0%	0,0%
70 – 75%	0	0,0%	0,0%
75 – 80%	0	0,0%	0,0%
80 – 85%	0	0,0%	0,0%
85 – 90%	0	0,0%	0,0%
нет ответа	128	63,7%	-

Вопрос 19. Выплачивались ли в АО дивиденды по привилегированным акциям в 97-98 гг.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	40	19,9%	20,8%
нет	152	75,6%	79,2%
нет ответа	9	4,5%	-

Вопрос 20. Существует ли у АО независимый регистратор

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	137	68,2%	69,2%
нет	61	30,3%	30,8%
нет ответа	3	1,5%	-

Вопрос 21. Осуществляло ли АО выкуп своих акций

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	68	33,8%	34,3%
нет	130	64,7%	65,7%
нет ответа	3	1,5%	-



Вопрос 22. Осуществляло ли АО продажу (передачу) акций работникам в 1996-1999 гг.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	54	26,9%	27,7%
нет	141	70,1%	72,3%
нет ответа	6	3,0%	-

Вопрос 23. Осуществлялись ли в 1996-1999 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	19	9,5%	9,5%
нет	180	89,6%	90,5%
нет ответа	2	1,0%	-

Вопрос 24. Осуществлялась ли в 1996-1999 гг. открытая (публичная) торговля акциями АО

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	28	13,9%	14,1%
нет	170	84,6%	85,9%
нет ответа	3	1,5%	-

Вопрос 25. Выпускало ли АО корпоративные облигации

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	0	0,0%	0,0%
нет	197	98,0%	100,0%
нет ответа	4	2,0%	-

Вопрос 26. Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
нет	119	59,2%	61,7%
1	61	30,3%	31,6%
2	12	6,0%	6,2%
3	1	0,5%	0,5%
нет ответа	8	4,0%	-

Вопрос 27. Существует ли акционер, владеющий более 50% акций

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	25	12,4%	12,8%
нет	170	84,6%	87,2%
нет ответа	6	3,0%	-

Вопрос 28. Существует ли акционер, владеющий более 75% акций

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	8	4,0%	4,1%
нет	185	92,0%	95,9%
нет ответа	8	4,0%	-

Вопрос 29. Считаете ли Вы, что увеличение доли региональной администрации или местных властей в уставном капитале АО благоприятно скажется на деятельности АО

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	55	27,4%	30,7%
нет	124	61,7%	69,3%
нет ответа	22	10,9%	-

Вопрос 30. С какого года Гендиректор вашего АО работает в этой должности

год	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<90	43	21,4%	22,4%
90	4	2,0%	2,1%
91	0	0,0%	0,0%
92	16	8,0%	8,3%
93	16	8,0%	8,3%
94	21	10,4%	10,9%
95	8	4,0%	4,2%
96	24	11,9%	12,5%
97	23	11,4%	12,0%
98	21	10,4%	10,9%
99	16	8,0%	8,3%
нет ответа	9	4,5%	-

Вопрос 31. Сколько за последние 2 года было общих собраний акционеров

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	4	2,0%	2,0%
1	6	3,0%	3,1%
2	136	67,7%	69,4%
3	32	15,9%	16,3%
4	16	8,0%	8,2%
5	2	1,0%	1,0%
нет ответа	5	2,5%	-

Вопрос 32. Из скольких членов состоит Совет директоров вашего АО

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	1	0,5%	0,5%
1	1	0,5%	0,5%
2	0	0,0%	0,0%
3	2	1,0%	1,0%
4	1	0,5%	0,5%
5	30	14,9%	15,2%
6	4	2,0%	2,0%
7	95	47,3%	48,0%
8	4	2,0%	2,0%
9	46	22,9%	23,2%
10	3	1,5%	1,5%
11	7	3,5%	3,5%
12	0	0,0%	0,0%
13	1	0,5%	0,5%
14	0	0,0%	0,0%
15	1	0,5%	0,5%
16	0	0,0%	0,0%
17	2	1,0%	1,0%
нет ответа	3	1,5%	-

Вопрос 33. в т.ч. сотрудников АО

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	5	2,5%	2,5%
1	14	7,0%	7,1%
2	34	16,9%	17,3%
3	35	17,4%	17,8%
4	27	13,4%	13,7%
5	31	15,4%	15,7%
6	23	11,4%	11,7%
7	21	10,4%	10,7%
8	1	0,5%	0,5%
9	4	2,0%	2,0%
10	1	0,5%	0,5%
11	0	0,0%	0,0%
12	0	0,0%	0,0%
13	1	0,5%	0,5%
нет ответа	4	2,0%	-

Вопрос 34. в т.ч. сотрудников дочерних компаний

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	139	69,2%	88,0%
1	7	3,5%	4,4%
2	8	4,0%	5,1%
3	2	1,0%	1,3%
4	0	0,0%	0,0%
5	2	1,0%	1,3%
нет ответа	43	21,4%	-

Вопрос 35. в т.ч. представителей крупных частных акционеров

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	68	33,8%	39,3%
1	25	12,4%	14,5%
2	30	14,9%	17,3%
3	16	8,0%	9,2%
4	16	8,0%	9,2%
5	11	5,5%	6,4%
6	3	1,5%	1,7%
7	3	1,5%	1,7%
11	1	0,5%	0,6%
нет ответа	28	13,9%	-

Вопрос 36. в т.ч. представителей государства

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	91	45,3%	54,5%
1	42	20,9%	25,1%
2	23	11,4%	13,8%
3	5	2,5%	3,0%
4	2	1,0%	1,2%
5	4	2,0%	2,4%
нет ответа	34	16,9%	-

Вопрос 37. Сколько членов Совета директоров имеют стаж работы в вашем АО более 5 лет

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	11	5,5%	5,7%
1	16	8,0%	8,3%
2	34	16,9%	17,6%
3	35	17,4%	18,1%
4	21	10,4%	10,9%
5	27	13,4%	14,0%
6	25	12,4%	13,0%
7	18	9,0%	9,3%
8	3	1,5%	1,6%
9	2	1,0%	1,0%
10	1	0,5%	0,5%
нет ответа	8	4,0%	-

Вопрос 38. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 5 крупнейшим акционерам

% от УК	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	15	7,5%	8,3%
<5	4	2,0%	2,2%
5-10	9	4,5%	5,0%
10-15	6	3,0%	3,3%
15-20	9	4,5%	5,0%
20-25	8	4,0%	4,4%
25-30	9	4,5%	5,0%
30-35	12	6,0%	6,7%
35-40	9	4,5%	5,0%
40-45	8	4,0%	4,4%
45-50	11	5,5%	6,1%
50-55	10	5,0%	5,6%
55-60	13	6,5%	7,2%
60-65	13	6,5%	7,2%
65-70	11	5,5%	6,1%
70-75	15	7,5%	8,3%
75-80	5	2,5%	2,8%
80-85	5	2,5%	2,8%
>85	8	4,0%	4,4%
нет ответа	21	10,4%	-

Вопрос 39. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит 10 крупнейшим акционерам

% от УК	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	25	12,4%	14,9%
<5	1	0,5%	0,6%
5-10	4	2,0%	2,4%
10-15	9	4,5%	5,4%
15-20	2	1,0%	1,2%
20-25	6	3,0%	3,6%
25-30	6	3,0%	3,6%
30-35	7	3,5%	4,2%
35-40	8	4,0%	4,8%
40-45	8	4,0%	4,8%
45-50	10	5,0%	6,0%
50-55	9	4,5%	5,4%
55-60	3	1,5%	1,8%
60-65	19	9,5%	11,3%
65-70	8	4,0%	4,8%
70-75	16	8,0%	9,5%
75-80	8	4,0%	4,8%
80-85	6	3,0%	3,6%
>85	13	6,5%	7,7%
нет ответа	33	16,4%	-

Вопрос 40. Сколько акционеров у вашего АО, каждый из которых владеет более чем 5% акций

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	30	14,9%	16,5%
1	31	15,4%	17,0%
2	35	17,4%	19,2%
3	28	13,9%	15,4%
4	24	11,9%	13,2%
5	15	7,5%	8,2%
6	12	6,0%	6,6%
7	6	3,0%	3,3%
10	1	0,5%	0,5%
нет ответа	19	9,5%	-

Вопрос 41. Сколько акций вашего АО (% от уставного капитала) принадлежит в совокупности акционерам, каждый из которых владеет более, чем 5% акций

% от УК	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
0	31	15,4%	18,5%
<5	3	1,5%	1,8%
5-10	6	3,0%	3,6%
10-15	6	3,0%	3,6%
15-20	7	3,5%	4,2%
20-25	8	4,0%	4,8%
25-30	8	4,0%	4,8%
30-35	4	2,0%	2,4%
35-40	11	5,5%	6,5%
40-45	5	2,5%	3,0%
45-50	10	5,0%	6,0%
50-55	11	5,5%	6,5%
55-60	8	4,0%	4,8%
60-65	13	6,5%	7,7%
65-70	10	5,0%	6,0%
70-75	10	5,0%	6,0%
75-80	4	2,0%	2,4%
80-85	4	2,0%	2,4%
>85	9	4,5%	5,4%
нет ответа	33	16,4%	-

Вопрос 42. Общее количество занятых, человек

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<100	5	2,5%	2,7%
100 - 200	22	10,9%	12,0%
200 - 300	16	8,0%	8,7%
300 - 400	19	9,5%	10,4%
400 - 500	14	7,0%	7,7%
500 - 600	14	7,0%	7,7%
600 - 700	9	4,5%	4,9%
700 - 800	10	5,0%	5,5%
800 - 900	7	3,5%	3,8%
900 - 1000	12	6,0%	6,6%
1000 - 1100	9	4,5%	4,9%
1100 - 1200	11	5,5%	6,0%
1200 - 1300	3	1,5%	1,6%
1300 - 1400	3	1,5%	1,6%
1400 - 1500	5	2,5%	2,7%
1500 - 1600	3	1,5%	1,6%
1600 - 1700	4	2,0%	2,2%
1700 - 2000	5	2,5%	2,7%
>2000	12	6,0%	6,6%
нет ответа	18	9,0%	-

максимальное значение: 5929 человек

Вопрос 43. в т.ч. промышленно-производственный персонал

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<100	7	3,5%	4,0%
100 - 200	24	11,9%	13,7%
200 - 300	21	10,4%	12,0%
300 - 400	16	8,0%	9,1%
400 - 500	14	7,0%	8,0%
500 - 600	13	6,5%	7,4%
600 - 700	8	4,0%	4,6%
700 - 800	14	7,0%	8,0%
800 - 900	7	3,5%	4,0%
900 - 1000	6	3,0%	3,4%
1000 - 1100	10	5,0%	5,7%
1100 - 1200	8	4,0%	4,6%
1200 - 1300	5	2,5%	2,9%
1300 - 1400	4	2,0%	2,3%
1400 - 1500	2	1,0%	1,1%
1500 - 1600	4	2,0%	2,3%
1600 - 1700	0	0,0%	0,0%
1700 - 2000	3	1,5%	1,7%
>2000	9	4,5%	5,1%
нет ответа	26	12,9%	-

максимальное значение: 5038 человек

Вопрос 44. Общее количество акционеров

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<100	8	4,0%	4,3%
100 - 200	7	3,5%	3,8%
200 - 300	12	6,0%	6,5%
300 - 400	16	8,0%	8,6%
400 - 500	12	6,0%	6,5%
500 - 600	6	3,0%	3,2%
600 - 700	10	5,0%	5,4%
700 - 800	2	1,0%	1,1%
800 - 900	6	3,0%	3,2%
900 - 1000	6	3,0%	3,2%
1000 – 1500	29	14,4%	15,7%
1500 – 2000	17	8,5%	9,2%
2000 – 2500	8	4,0%	4,3%
2500 – 3000	9	4,5%	4,9%
3000 – 3500	6	3,0%	3,2%
3500 – 4000	5	2,5%	2,7%
4000 – 4500	5	2,5%	2,7%
4500 – 5000	8	4,0%	4,3%
>5000	13	6,5%	7,0%
нет ответа	16	8,0%	-

максимальное значение: 9352 акционера

Вопрос 45. Размер уставного капитала (тыс. рублей)

тыс. рублей	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
<25	29	14,4%	15,5%
25 – 50	19	9,5%	10,2%
50 – 75	13	6,5%	7,0%
75 – 100	18	9,0%	9,6%
100 – 150	8	4,0%	4,3%
150 – 200	8	4,0%	4,3%
200 – 500	18	9,0%	9,6%
500 – 1000	5	2,5%	2,7%
1000 – 2000	9	4,5%	4,8%
2000 – 3000	7	3,5%	3,7%
3000 – 4000	6	3,0%	3,2%
4000 – 5000	2	1,0%	1,1%
5000 – 10000	5	2,5%	2,7%
10000 – 15000	6	3,0%	3,2%
15000 – 20000	3	1,5%	1,6%
20000 – 25000	5	2,5%	2,7%
25000 – 30000	4	2,0%	2,1%
30000 – 50000	8	4,0%	4,3%
>50000	14	7,0%	7,5%
нет ответа	14	7,0%	-

максимальное значение: 4,05 млрд. рублей



Вопрос 46. Доля обыкновенных акций в уставном капитале АО, %

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
меньше или равно 25%	2	1,0%	1,1%
30 – 35% (вкл.)	2	1,0%	1,1%
40 – 45% (вкл.)	1	0,5%	0,5%
70 – 75% (вкл.)	40	19,9%	21,7%
75 – 80% (вкл.)	6	3,0%	3,3%
80 – 85% (вкл.)	5	2,5%	2,7%
85 – 90% (вкл.)	3	1,5%	1,6%
90 – 95% (вкл.)	8	4,0%	4,3%
95 – 100% (вкл.)	117	58,2%	63,6%
нет ответа	17	8,5%	-

Вопрос 47. Выручка от реализации в 1998 г., рублей

тыс. рублей	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
до 10	7	3,5%	4,3%
10 – 20	11	5,5%	6,7%
20 – 50	10	5,0%	6,1%
50 – 1000	11	5,5%	6,7%
1000 – 5000	8	4,0%	4,9%
5000 – 10000	19	9,5%	11,6%
10000 – 15000	16	8,0%	9,8%
15000 – 20000	12	6,0%	7,3%
20000 – 30000	12	6,0%	7,3%
30000 – 40000	8	4,0%	4,9%
40000 – 50000	7	3,5%	4,3%
50000 – 70000	10	5,0%	6,1%
70000 – 100000	14	7,0%	8,5%
100000 – 150000	8	4,0%	4,9%
150000 – 200000	3	1,5%	1,8%
200000 – 300000	3	1,5%	1,8%
300000 – 500000	3	1,5%	1,8%
500000 – 600000	1	0,5%	0,6%
более 600000	1	0,5%	0,6%
нет ответа	37	18,4%	

максимальное значение: 747,81 млн. рублей

Вопрос 48. Прибыль в 1998 г., рублей

тыс. рублей	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
убытки	41	20,4%	32,3%
0 – 5	15	7,5%	11,8%
5 – 50	8	4,0%	6,3%
50 – 500	8	4,0%	6,3%
500 – 1000	6	3,0%	4,7%
1000 – 1500	6	3,0%	4,7%
1500 – 3000	7	3,5%	5,5%
3000 – 5000	10	5,0%	7,9%
5000 – 10000	12	6,0%	9,4%
10000 – 20000	9	4,5%	7,1%
более 20000	5	2,5%	3,9%
нет ответа	74	36,8%	-

максимальное значение прибыли: 190,43 млн. рублей

максимальное значение убытков: 38,14 млн. рублей

Вопрос 49. Стоимость основных фондов на конец 1998 г., рублей

тыс. рублей	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
до 10	2	1,0%	1,3%
10 – 20	4	2,0%	2,6%
20 – 50	10	5,0%	6,4%
50 – 1000	18	9,0%	11,5%
1000 – 5000	4	2,0%	2,6%
5000 – 10000	6	3,0%	3,8%
10000 – 15000	10	5,0%	6,4%
15000 – 20000	7	3,5%	4,5%
20000 – 30000	10	5,0%	6,4%
30000 – 40000	7	3,5%	4,5%
40000 – 50000	8	4,0%	5,1%
50000 – 70000	12	6,0%	7,7%
70000 – 100000	20	10,0%	12,8%
100000 – 150000	9	4,5%	5,8%
150000 – 200000	10	5,0%	6,4%
200000 – 300000	4	2,0%	2,6%
300000 – 500000	11	5,5%	7,1%
500000 – 600000	2	1,0%	1,3%
более 600000	2	1,0%	1,3%
нет ответа	45	22,4%	-

максимальное значение: 5,747 млрд. рублей

Вопрос 50. Изменение просроченной кредиторской задолженности поставщикам в 1998 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	102	50,7%	63,8%
уменьшилась	58	28,9%	36,3%
нет ответа	41	20,4%	-

Вопрос 51. Изменение просроченной кредиторской задолженности поставщикам в 1999 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	77	38,3%	48,4%
уменьшилась	82	40,8%	51,6%
нет ответа	42	20,9%	-

Вопрос 52. Изменение просроченной кредиторской задолженности в бюджет в 1998 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	119	59,2%	75,3%
уменьшилась	39	19,4%	24,7%
нет ответа	43	21,4%	-

Вопрос 53. Изменение просроченной кредиторской задолженности в бюджет в 1999 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	99	49,3%	61,9%
уменьшилась	61	30,3%	38,1%
нет ответа	41	20,4%	-

Вопрос 54. Изменение просроченной кредиторской задолженности банкам в 1998 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	15	7,5%	25,9%
уменьшилась	43	21,4%	74,1%
нет ответа	143	71,1%	-

Вопрос 55. Изменение просроченной кредиторской задолженности банкам в 1999 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	11	5,5%	17,7%
уменьшилась	51	25,4%	82,3%
нет ответа	139	69,2%	-

Вопрос 56. Изменение дебиторской задолженности бюджета в 1998 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	40	19,9%	56,3%
уменьшилась	31	15,4%	43,7%
нет ответа	130	64,7%	-

Вопрос 57. Изменение дебиторской задолженности бюджета в 1999 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	31	15,4%	45,6%
уменьшилась	37	18,4%	54,4%
нет ответа	133	66,2%	-

Вопрос 58. Изменение дебиторской задолженности покупателей в 1998 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	93	46,3%	58,9%
уменьшилась	65	32,3%	41,1%
нет ответа	43	21,4%	-

Вопрос 59. Изменение дебиторской задолженности покупателей в 1999 г.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
увеличилась	79	39,3%	48,2%
уменьшилась	85	42,3%	51,8%
нет ответа	37	18,4%	-

Вопрос 60. Какие мероприятия позволят сократить кредиторскую задолженность предприятий вашей отрасли: техническое перевооружение и повышение качества продукции

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	120	59,7%	100,0%
нет ответа	81	40,3%	-

Вопрос 61. Сокращение числа занятых

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	33	16,4%	100,0%
нет ответа	168	83,6%	-

Вопрос 62. Привлечение новых акционеров

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	30	14,9%	100,0%
нет ответа	171	85,1%	-

Вопрос 63. в т.ч. иностранных

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	15	7,5%	100,0%
нет ответа	186	92,5%	-

Вопрос 64. Банкротство

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	10	5,0%	100,0%
нет ответа	191	95,0%	-

Вопрос 65. Иные меры

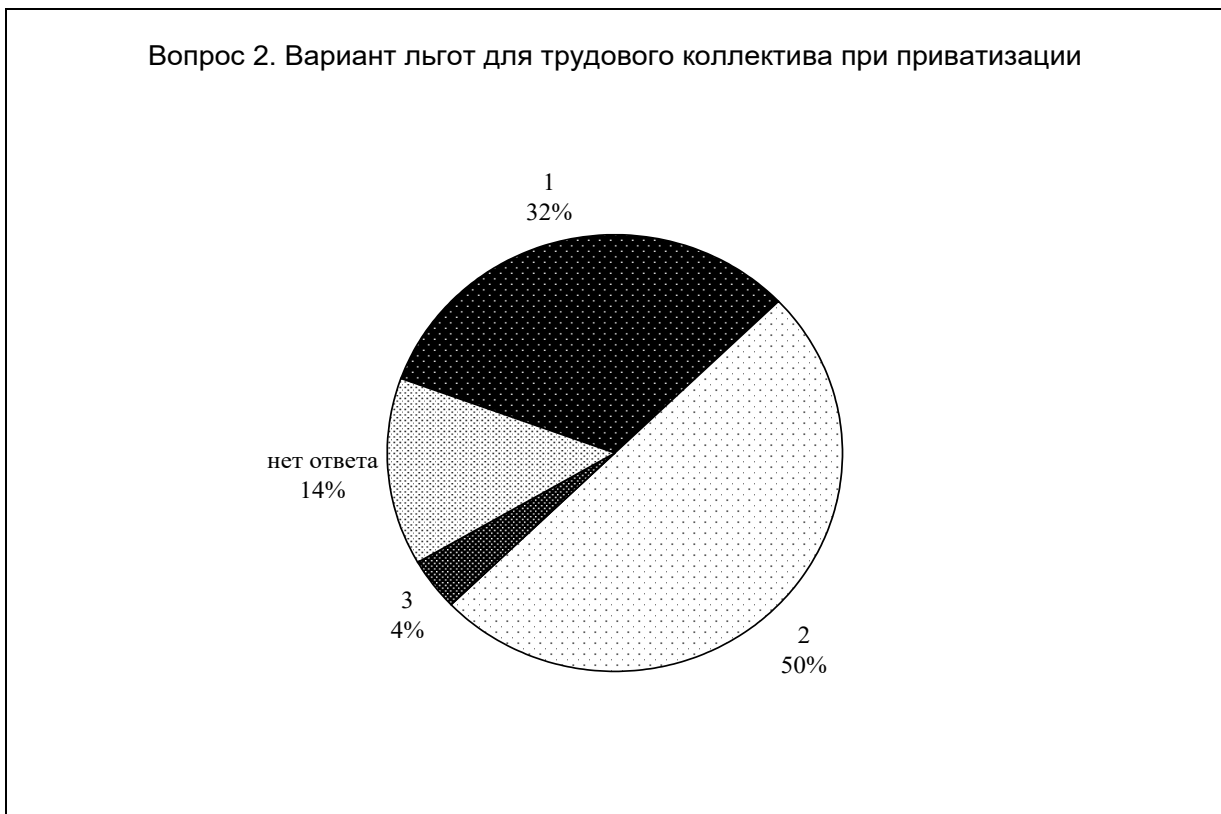
	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
да	81	40,3%	100,0%
нет ответа	120	59,7%	-

## Приложение 3

График 1.

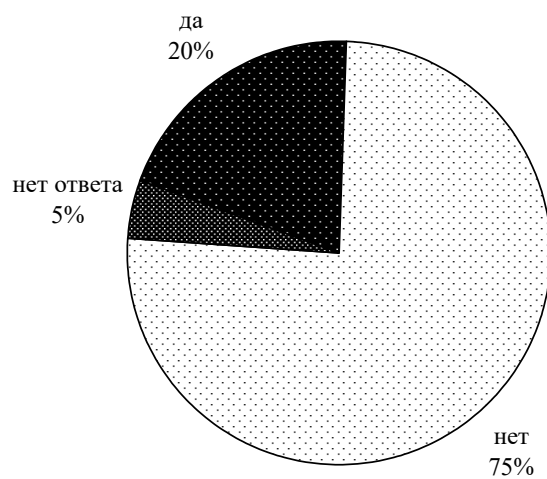


График 2.



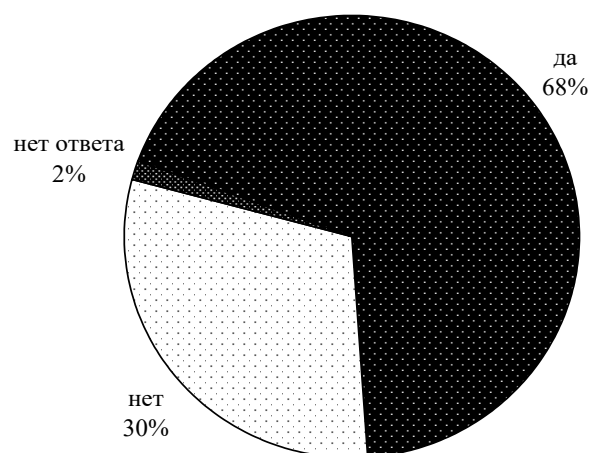
**График 3.**

Вопрос 19. Выплачивались ли в АО дивиденды по привилегированным акциям в 97-98 гг.

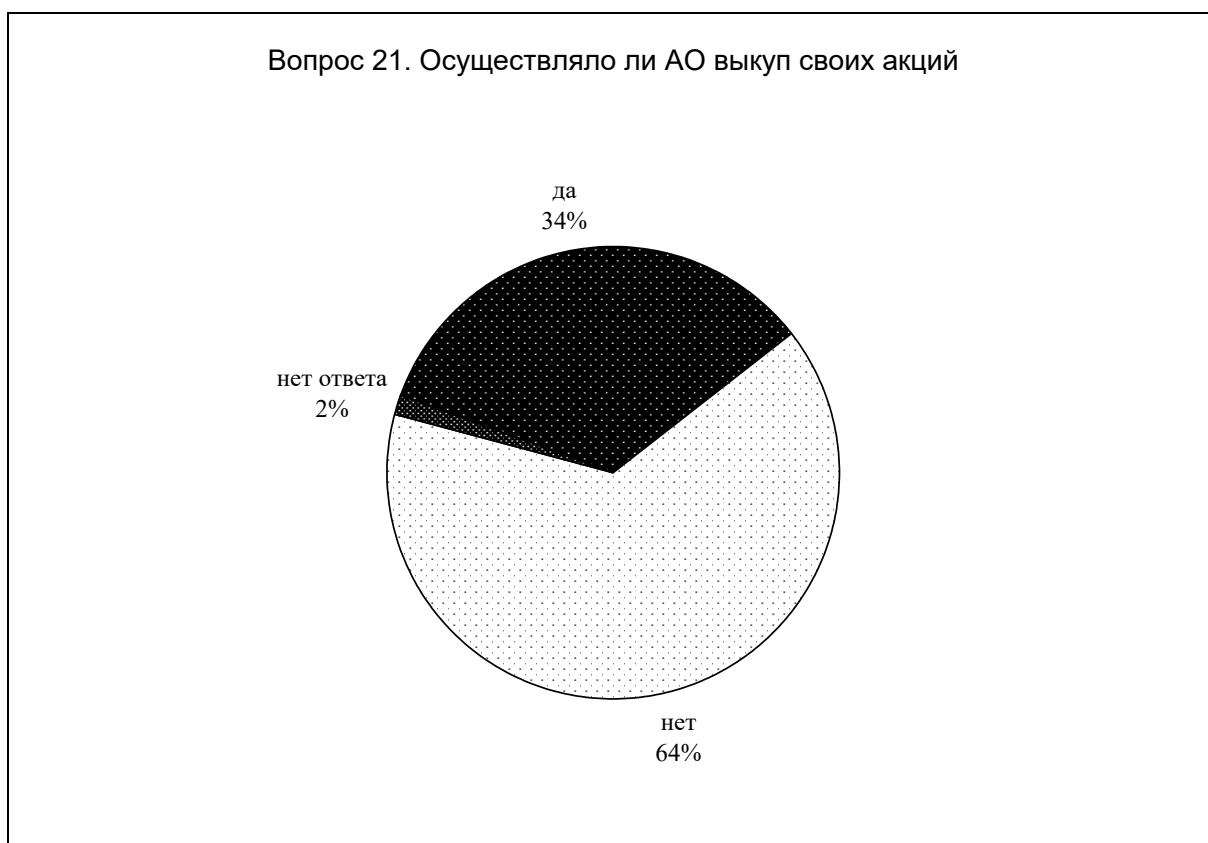


**График 4.**

Вопрос 20. Существует ли у АО независимый регистратор



**График 5.**



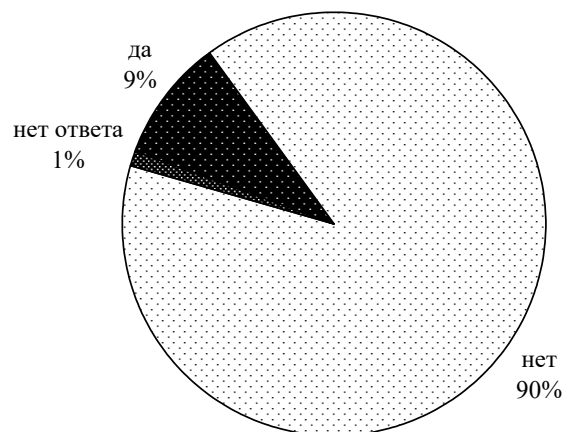
**График 6.**





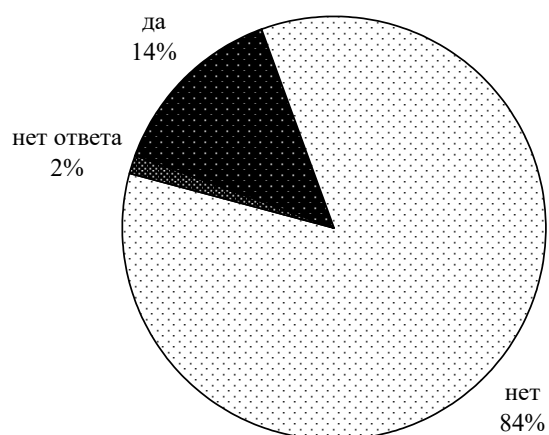
**График 7.**

Вопрос 23. Осуществлялись ли в 1996-1999 гг. в АО новые эмиссии, не связанные с переоценкой основных фондов



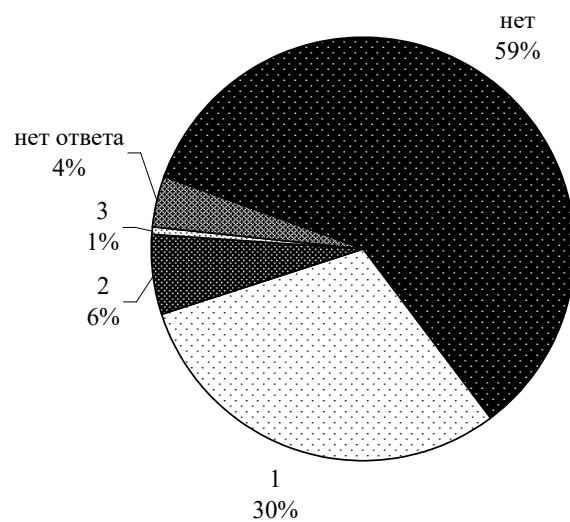
**График 8.**

Вопрос 24. Осуществлялась ли в 1996-1999 гг. открытая (публичная) торговля акциями АО



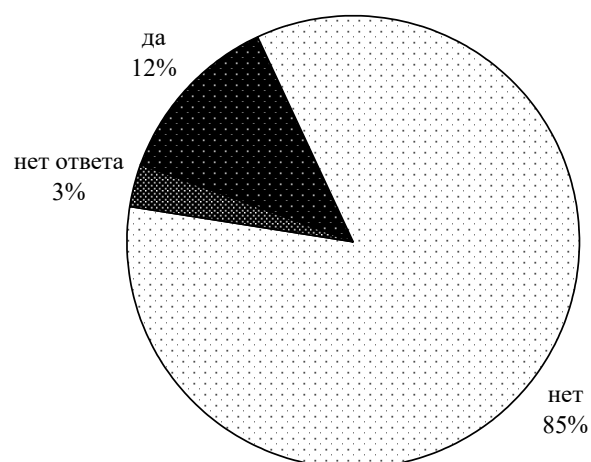
**График 9.**

Вопрос 26. Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%



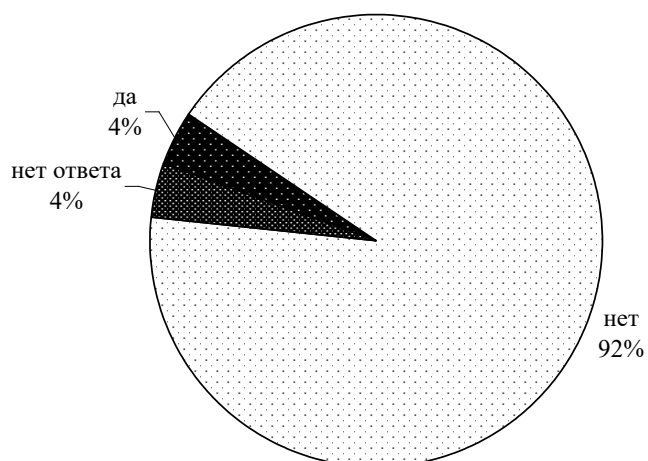
**График 10.**

Вопрос 27. Существует ли акционер, владеющий более 50% акций



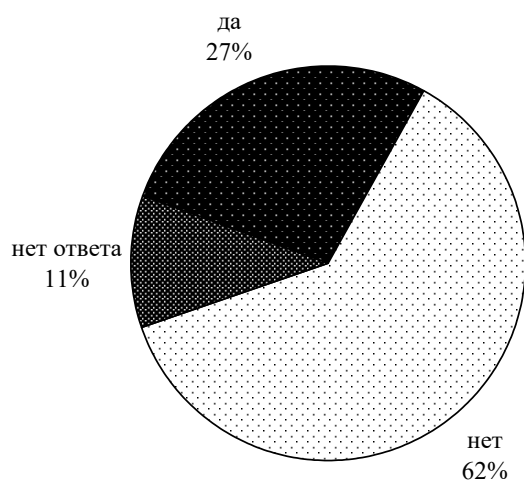
**График 11.**

Вопрос 28. Существует ли акционер, владеющий более 75% акций



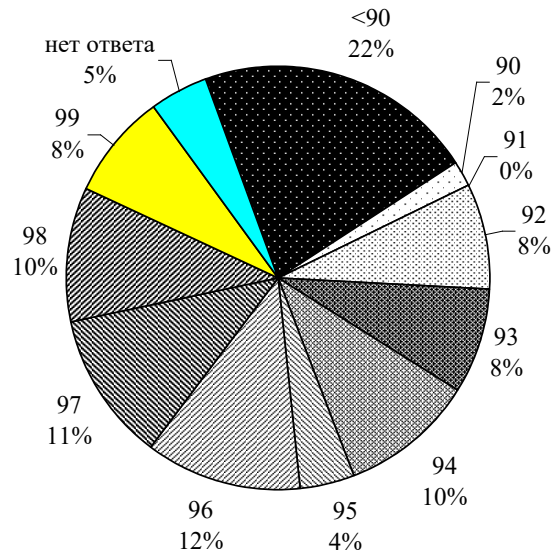
**График 12.**

Вопрос 29. Считаете ли Вы, что увеличение доли региональной администрации или местных властей в уставном капитале АО благоприятно скажется на деятельности АО



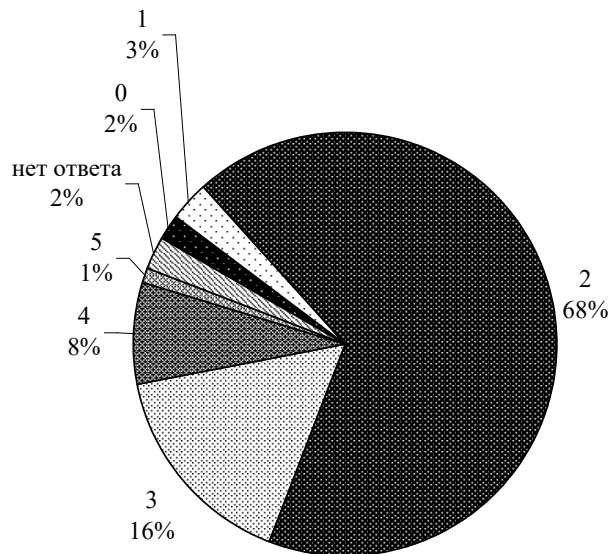
**График 13.**

Вопрос 30. С какого года Гендиректор вашего АО работает в этой должности

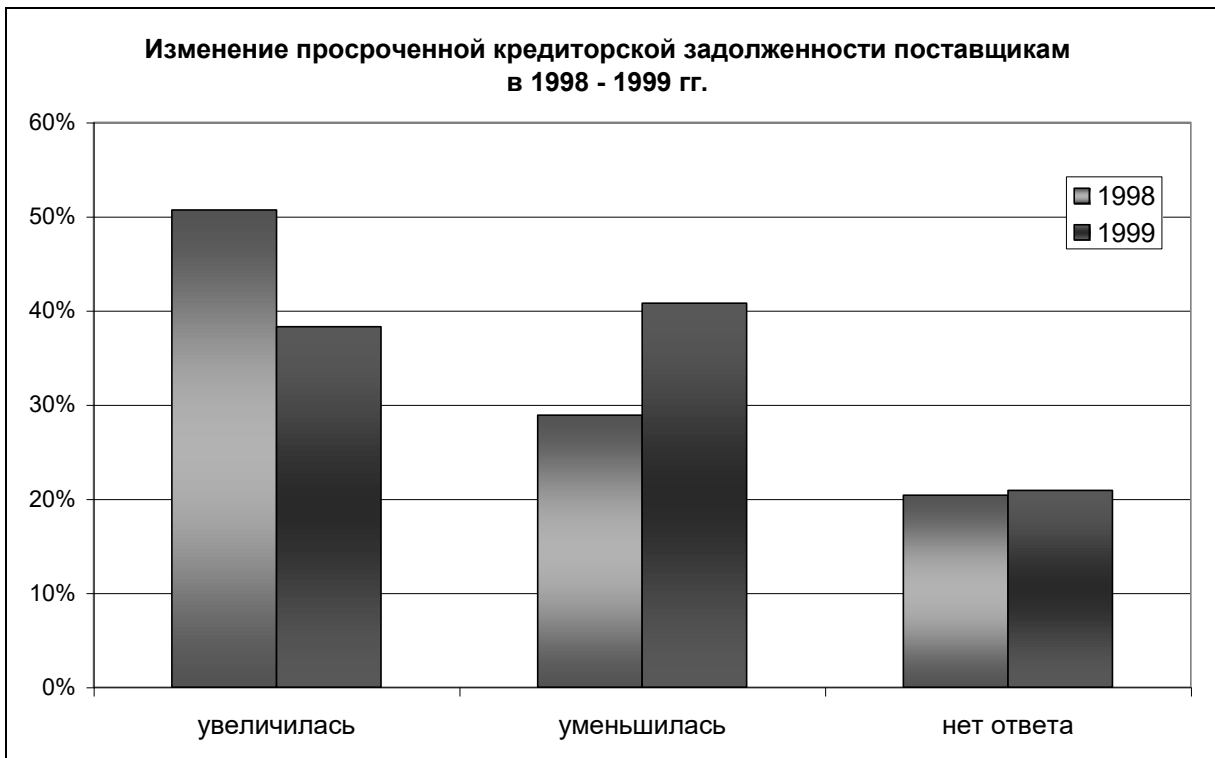


**График 14.**

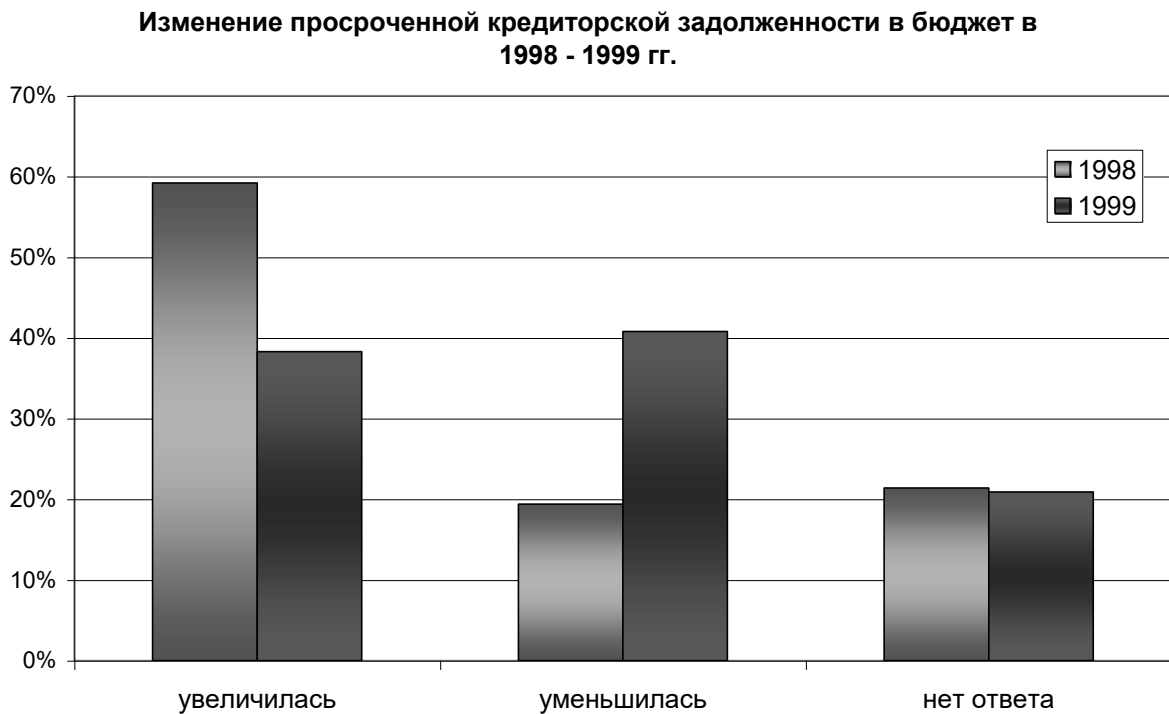
Вопрос 31. Сколько за последние 2 года было общих собраний акционеров



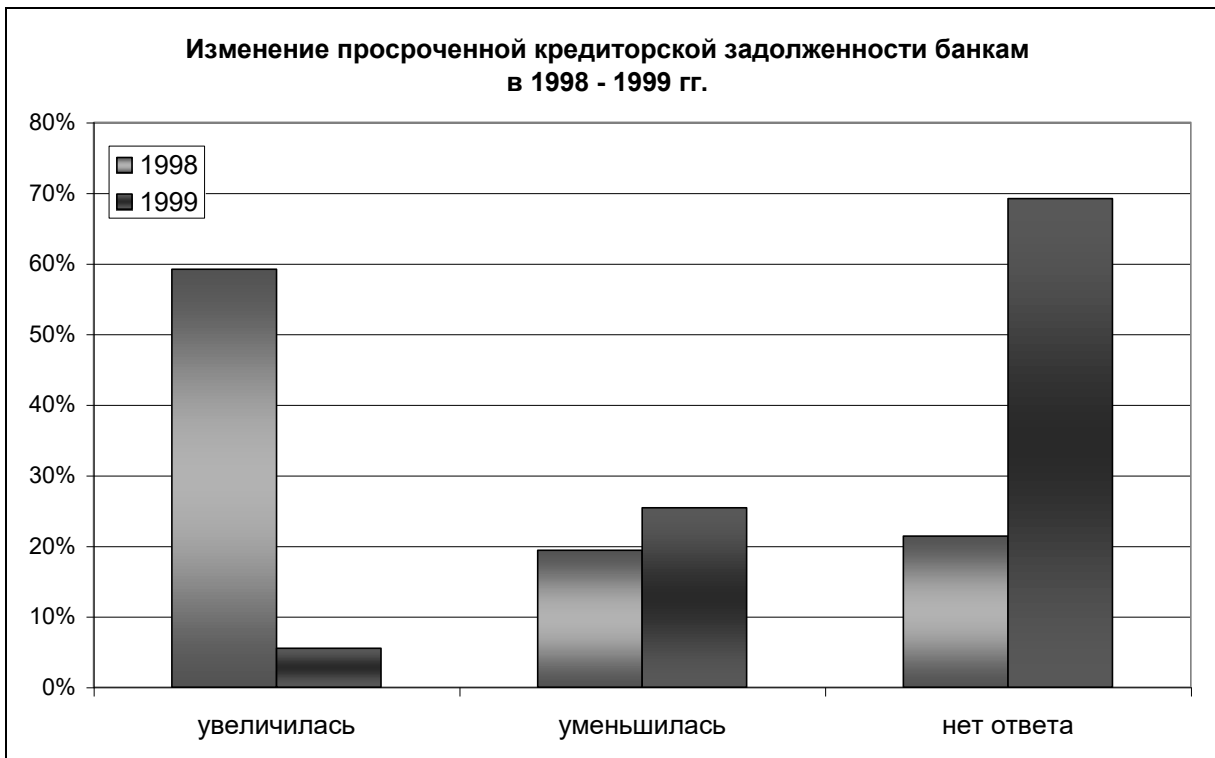
**График 15.**



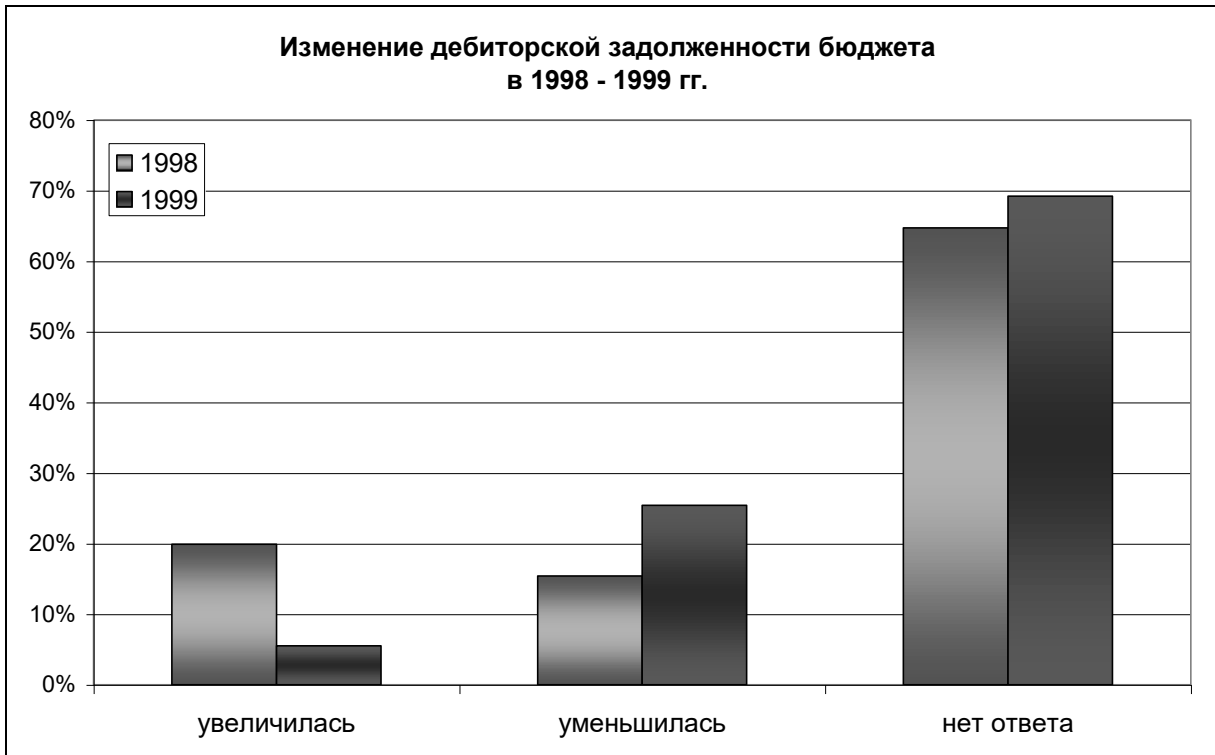
**График 16.**



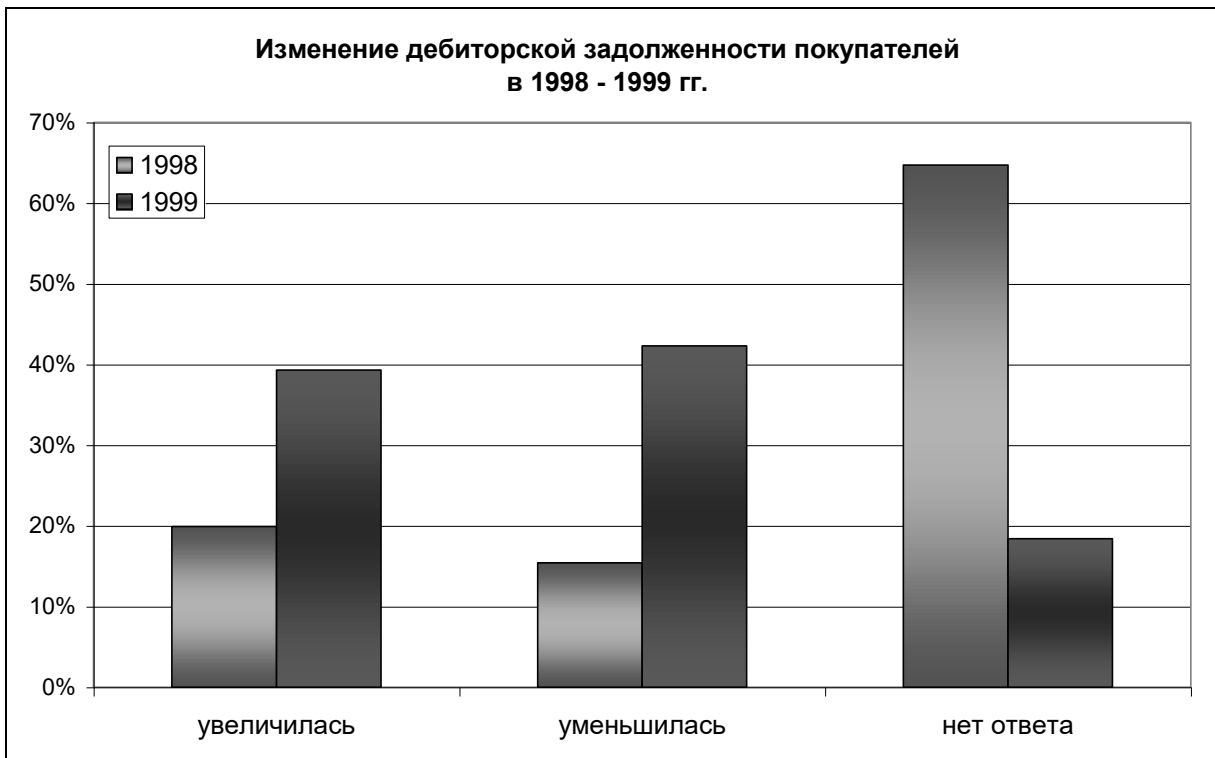
**График 17.**



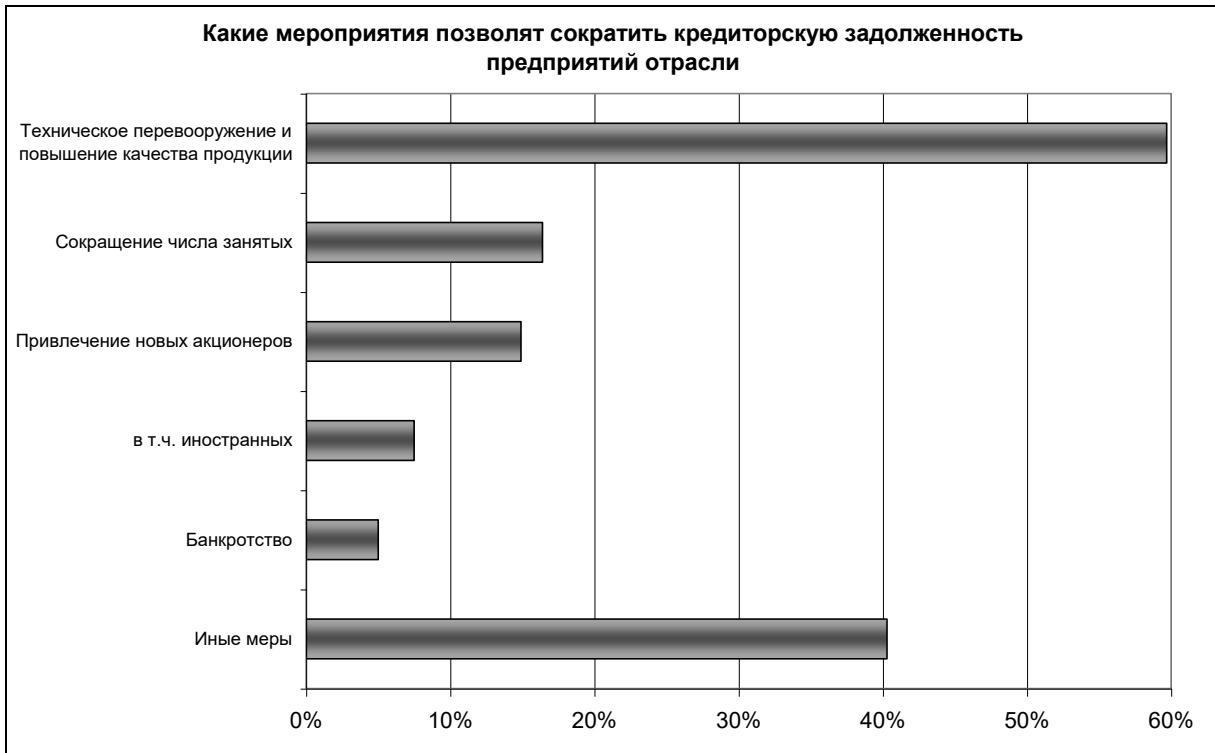
**График 18.**



**График 19.**



**График 20.**



## Приложение 4

*Таблица 1. Региональный разрез выборки «200» и «872»*

	выборка «200»	число предприятий региона	место среди «200»	выборка «872»	число предприятий региона	место среди «872»
МОСКОВСКАЯ ОБЛ.	8,50%	17	1	9,17%	80	1
СТАВРОПОЛЬСКИЙ КРАЙ	5,50%	11	2	2,64%	23	5
МОСКВА	5,00%	10	3	5,39%	47	2
СВЕРДЛОВСКАЯ ОБЛ.	5,00%	10	4	4,93%	43	3
БАШКИРСКАЯ РЕСП.	4,50%	9	5	2,18%	19	11
НИЖЕГОРОДСКАЯ ОБЛ.	4,00%	8	6	3,21%	28	4
ТАМБОВСКАЯ ОБЛ.	3,50%	7	7	1,15%	10	39
САНКТ-ПЕТЕРБУРГ	3,00%	6	8	1,61%	14	22
ЛЕНИНГРАДСКАЯ ОБЛ.	3,00%	6	9	2,18%	19	10
БРЯНСКАЯ ОБЛ.	2,50%	5	10	1,72%	15	17
САРАТОВСКАЯ ОБЛ.	2,50%	5	11	1,72%	15	19
ХАБАРОВСКИЙ КРАЙ	2,00%	4	12	1,26%	11	32
ВОЛГОГРАДСКАЯ ОБЛ.	2,00%	4	13	2,18%	19	9
ИВАНОВСКАЯ ОБЛ.	2,00%	4	14	2,41%	21	7
САМАРСКАЯ ОБЛ.	2,00%	4	15	1,61%	14	21
НОВОСИБИРСКАЯ ОБЛ.	2,00%	4	16	1,49%	13	27
ПЕНЗЕНСКАЯ ОБЛ.	2,00%	4	17	1,83%	16	13
ПЕРМСКАЯ ОБЛ.	2,00%	4	18	1,83%	16	14
РОСТОВСКАЯ ОБЛ.	2,00%	4	19	1,38%	12	31
ТАТАРСКАЯ РЕСП.	2,00%	4	20	1,83%	16	15
АЛТАЙСКИЙ КРАЙ	1,50%	3	21	1,72%	15	16
АРХАНГЕЛЬСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	22	0,92%	8	43
ИРКУТСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	23	1,49%	13	26
КАЛИНИНГРАДСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	24	1,26%	11	33
ОРЛОВСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	25	0,80%	7	50
СМОЛЕНСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	26	1,26%	11	35
УЛЬЯНОВСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	27	1,49%	13	28
ЧИТИНСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	28	0,57%	5	57
ЯРОСЛАВСКАЯ ОБЛ.	1,50%	3	29	2,41%	21	8
БУРЯТСКАЯ РЕСП.	1,50%	3	30	0,80%	7	51
МАРИЙСКАЯ РЕСП.	1,50%	3	31	0,69%	6	55
ВОРОНЕЖСКАЯ ОБЛ.	1,00%	2	32	1,49%	13	25
КАЛУЖСКАЯ ОБЛ.	1,00%	2	33	0,92%	8	44
КИРОВСКАЯ ОБЛ.	1,00%	2	34	1,72%	15	18
ЛИПЕЦКАЯ ОБЛ.	1,00%	2	35	0,92%	8	45
НОВГОРОДСКАЯ ОБЛ.	1,00%	2	36	0,92%	8	46
ПСКОВСКАЯ ОБЛ.	1,00%	2	37	0,92%	8	48
КАРАЧАЕВО-ЧЕРКЕССКАЯ РЕСП.	1,00%	2	38	0,57%	5	59
ХАКАСИЯ РЕСП.	1,00%	2	39	0,34%	3	63
ЧУВАШСКАЯ РЕСП.	1,00%	2	40	1,03%	9	42
КРАСНОДАРСКИЙ КРАЙ	0,50%	1	41	1,61%	14	20
КРАСНОЯРСКИЙ КРАЙ	0,50%	1	42	1,49%	13	24
ПРИМОРСКИЙ КРАЙ	0,50%	1	43	1,38%	12	29
АСТРАХАНСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	44	0,46%	4	60
ВЛАДИМИРСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	45	2,06%	18	12
ТВЕРСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	46	1,15%	10	37



КЕМЕРОВСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	47	1,15%	10	38
КОСТРОМСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	48	0,69%	6	53
КУРГАНСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	49	0,69%	6	54
КУРСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	50	0,80%	7	49
ОМСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	51	1,03%	9	40
ОРЕНБУРГСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	52	0,92%	8	47
РЯЗАНСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	53	1,26%	11	34
ТУЛЬСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	54	1,61%	14	23
ЧЕЛЯБИНСКАЯ ОБЛ.	0,50%	1	55	2,52%	22	6
КАЛМЫЦКАЯ РЕСП.	0,50%	1	56	0,11%	1	68
КАРЕЛЬСКАЯ РЕСП.	0,50%	1	57	0,80%	7	52
КОМИ РЕСП.	0,50%	1	58	0,57%	5	58
МОРДОВСКАЯ РЕСП.	0,50%	1	59	1,03%	9	41
АМУРСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	60	0,00%	0	69
БЕЛГОРОДСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	61	1,15%	10	36
ВОЛОГОДСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	62	1,38%	12	30
ИНГУШСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	63	0,00%	0	70
КАМЧАТСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	64	0,00%	0	71
МАГАДАНСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	65	0,00%	0	72
МУРМАНСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	66	0,11%	1	66
САХАЛИНСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	67	0,23%	2	65
ТОМСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	68	0,34%	3	62
ТЮМЕНСКАЯ ОБЛ.	0,00%	0	69	0,57%	5	56
ЧУКОТСКИЙ АО	0,00%	0	70	0,00%	0	73
АДЫГЕЯ РЕСП.	0,00%	0	71	0,00%	0	74
ДАГЕСТАНСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	72	0,11%	1	67
КАБАРДИНО-БАЛКАРСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	73	0,00%	0	75
ГОРНЫЙ АЛТАЙ РЕСП.	0,00%	0	74	0,00%	0	76
СЕВЕРО-ОСЕТИНСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	75	0,00%	0	77
ТУВИНСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	76	0,00%	0	78
УДМУРТСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	77	0,46%	4	61
ЧЕЧЕНСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	78	0,00%	0	79
ЯКУТСКАЯ РЕСП.	0,00%	0	79	0,34%	3	64
ЕВРЕЙСКАЯ АО	0,00%	0	80	0,00%	0	80

## Приложение 5

График 1.



Таблица 1.

Dependent Variable: GAINEMPL

Method: Least Squares

Date: 04/25/00 Time: 03:39

Sample(adjusted): 1 200

Included observations: 157

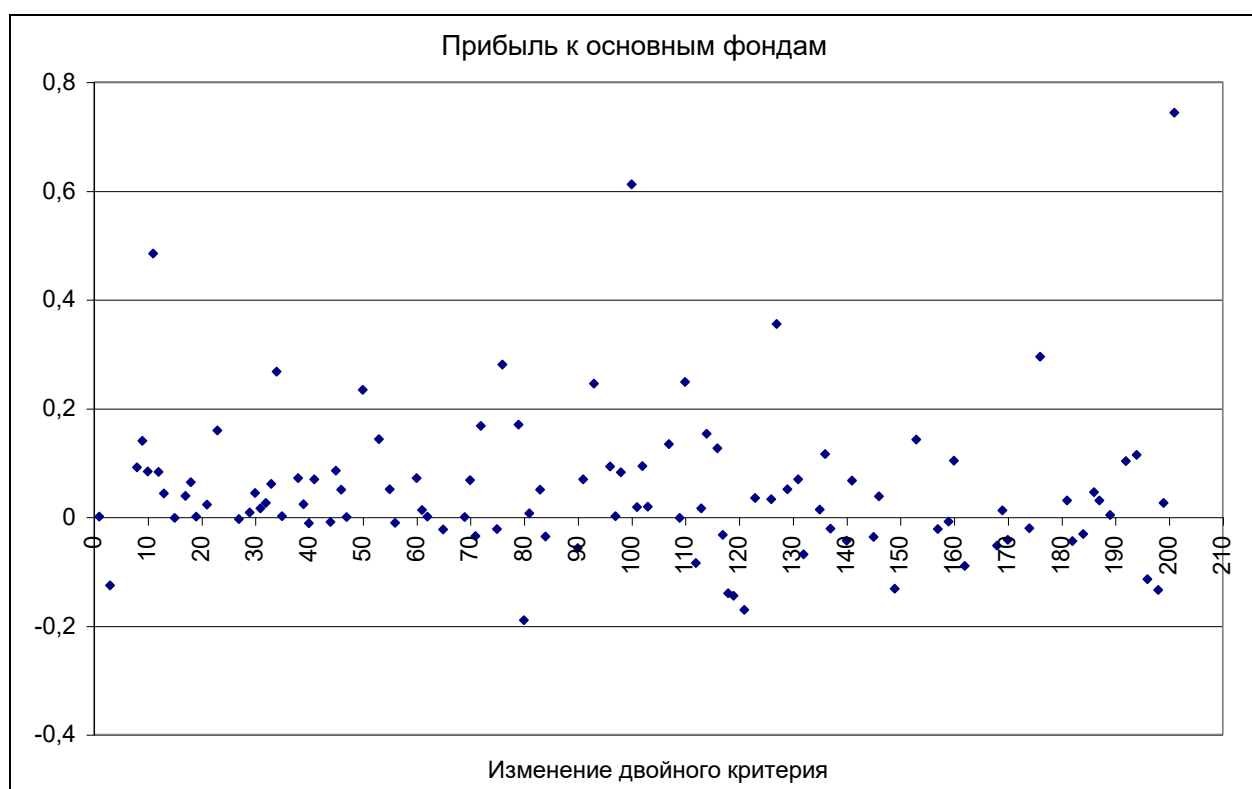
Excluded observations: 43 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	54778.45	10544.46	5.194998	0.0000
DOUBLE_CRITERIA	-22.09097	92.62869	-0.238489	0.8118
R-squared	0.000367	Mean dependent var		52609.03
Adjusted R-squared	-0.006082	S.D. dependent var		66618.34
S.E. of regression	66820.64	Akaike info criterion		25.07007
Sum squared resid	6.92E+11	Schwarz criterion		25.10900
Log likelihood	-1966.000	F-statistic		0.056877
Durbin-Watson stat	1.375153	Prob(F-statistic)		0.811816

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	1.758044	Probability	0.175823
Obs*R-squared	3.504568	Probability	0.173378

**График 2.**

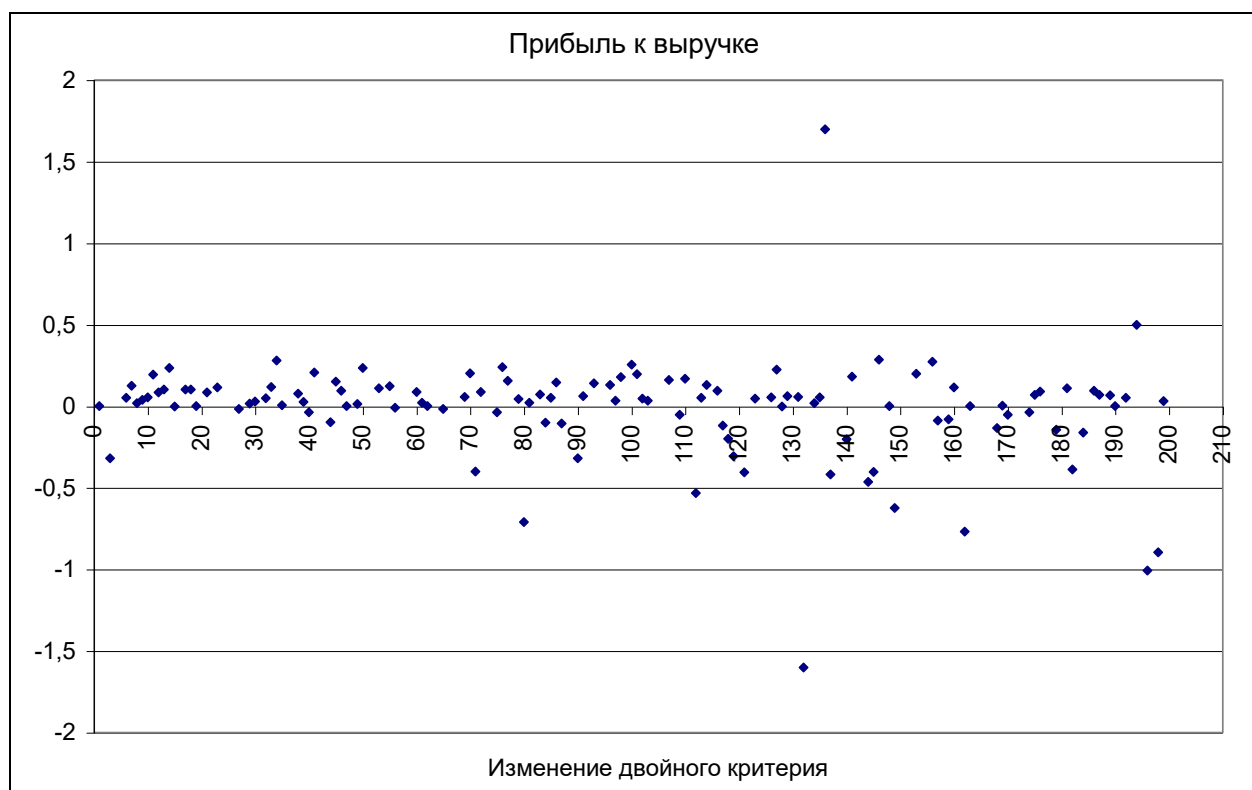


**Таблица 2.**

Dependent Variable: PROFASSET  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/25/00 Time: 04:03  
 Sample: 1 201  
 Included observations: 106  
 Excluded observations: 95

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.064176	0.025967	2.471385	0.0151
DOUBLE_CRITERIA	-0.000121	0.000233	-0.520199	0.6040
R-squared	0.002595	Mean dependent var		0.052611
Adjusted R-squared	-0.006995	S.D. dependent var		0.137676
S.E. of regression	0.138157	Akaike info criterion		-1.102164
Sum squared resid	1.985085	Schwarz criterion		-1.051911
Log likelihood	60.41470	F-statistic		0.270607
Durbin-Watson stat	1.531147	Prob(F-statistic)		0.604030
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.893984	Probability		0.155674
Obs*R-squared	3.760018	Probability		0.152589

**График 3.**



**Таблица 3.**

Dependent Variable: PROFGAIN

Method: Least Squares

Date: 04/25/00 Time: 04:05

Sample(adjusted): 1 199

Included observations: 121

Excluded observations: 78 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.090921	0.055612	1.634926	0.1047
DOUBLE_CRITERIA	-0.001035	0.000493	-2.099078	0.0379
R-squared	0.035704	Mean dependent var		-0.009456
Adjusted R-squared	0.027601	S.D. dependent var		0.316685
S.E. of regression	0.312284	Akaike info criterion		0.526585
Sum squared resid	11.60505	Schwarz criterion		0.572796
Log likelihood	-29.85837	F-statistic		4.406129
Durbin-Watson stat	2.346146	Prob(F-statistic)		0.037924
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	2.118097	Probability		0.124810
Obs*R-squared	4.193353	Probability		0.122864

**График 4.**



**Таблица 4.**

Dependent Variable: GAINEMPL2

Method: Least Squares

Date: 04/25/00 Time: 04:06

Sample(adjusted): 1 200

Included observations: 151

Excluded observations: 49 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	68419.47	10774.63	6.350053	0.0000
DOUBLE_CRITERIA	-112.0107	94.59675	-1.184086	0.2383
R-squared	0.009322	Mean dependent var		57443.90
Adjusted R-squared	0.002673	S.D. dependent var		67590.60
S.E. of regression	67500.20	Akaike info criterion		25.09081
Sum squared resid	6.79E+11	Schwarz criterion		25.13077
Log likelihood	-1892.356	F-statistic		1.402059
Durbin-Watson stat	1.617257	Prob(F-statistic)		0.238265
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.231909	Probability		0.793306
Obs*R-squared	0.471742	Probability		0.789883

**График 5.**



**Таблица 5.**

Dependent Variable: GAINASSET

Method: Least Squares

Date: 04/25/00 Time: 04:08

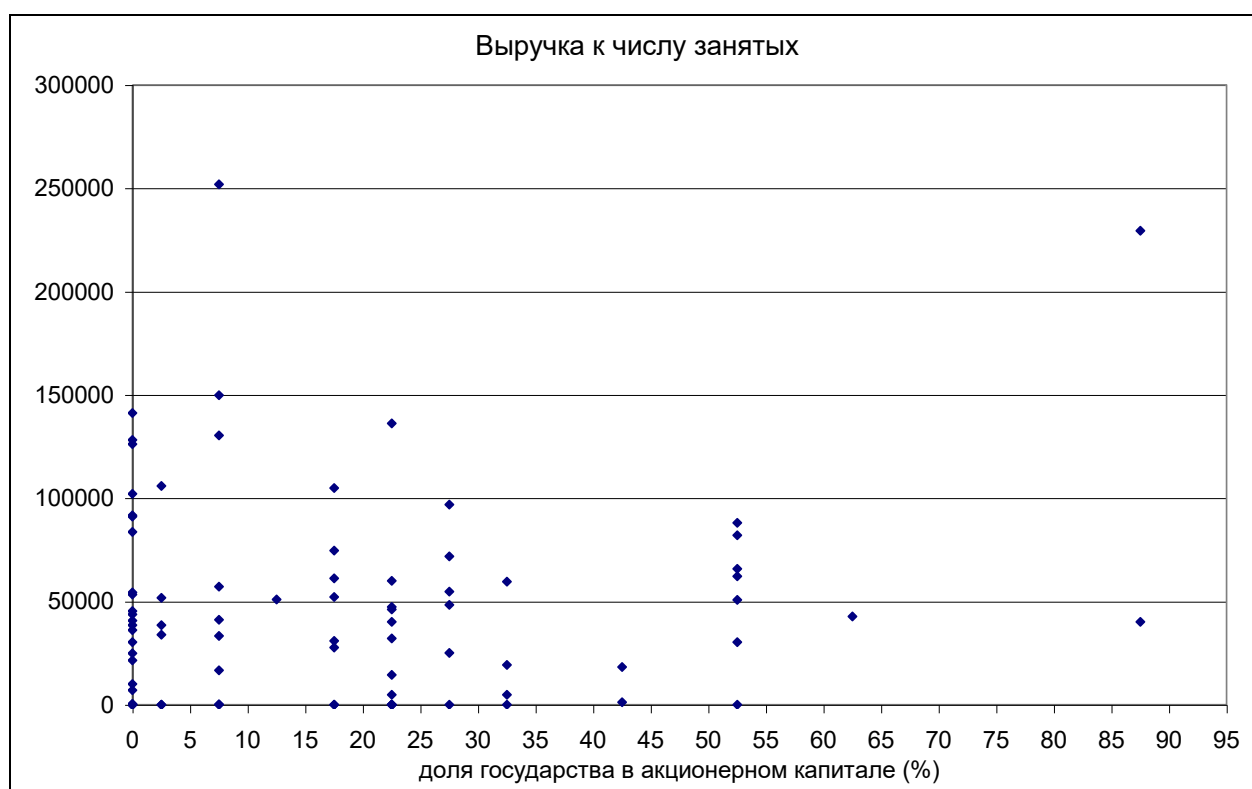
Sample(adjusted): 1 200

Included observations: 142

Excluded observations: 58 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.077178	0.148050	7.275782	0.0000
DOUBLE_CRITERIA	-0.003116	0.001317	-2.365997	0.0194
R-squared	0.038448	Mean dependent var		0.776051
Adjusted R-squared	0.031580	S.D. dependent var		0.915850
S.E. of regression	0.901273	Akaike info criterion		2.643967
Sum squared resid	113.7210	Schwarz criterion		2.685598
Log likelihood	-185.7217	F-statistic		5.597943
Durbin-Watson stat	1.715555	Prob(F-statistic)		0.019352
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.675066	Probability		0.510784
Obs*R-squared	1.366003	Probability		0.505099

**График 6.**



**Таблица 6.**

Dependent Variable: GAINEMPL

Method: Least Squares

Date: 04/26/00 Time: 11:43

Sample: 1 114

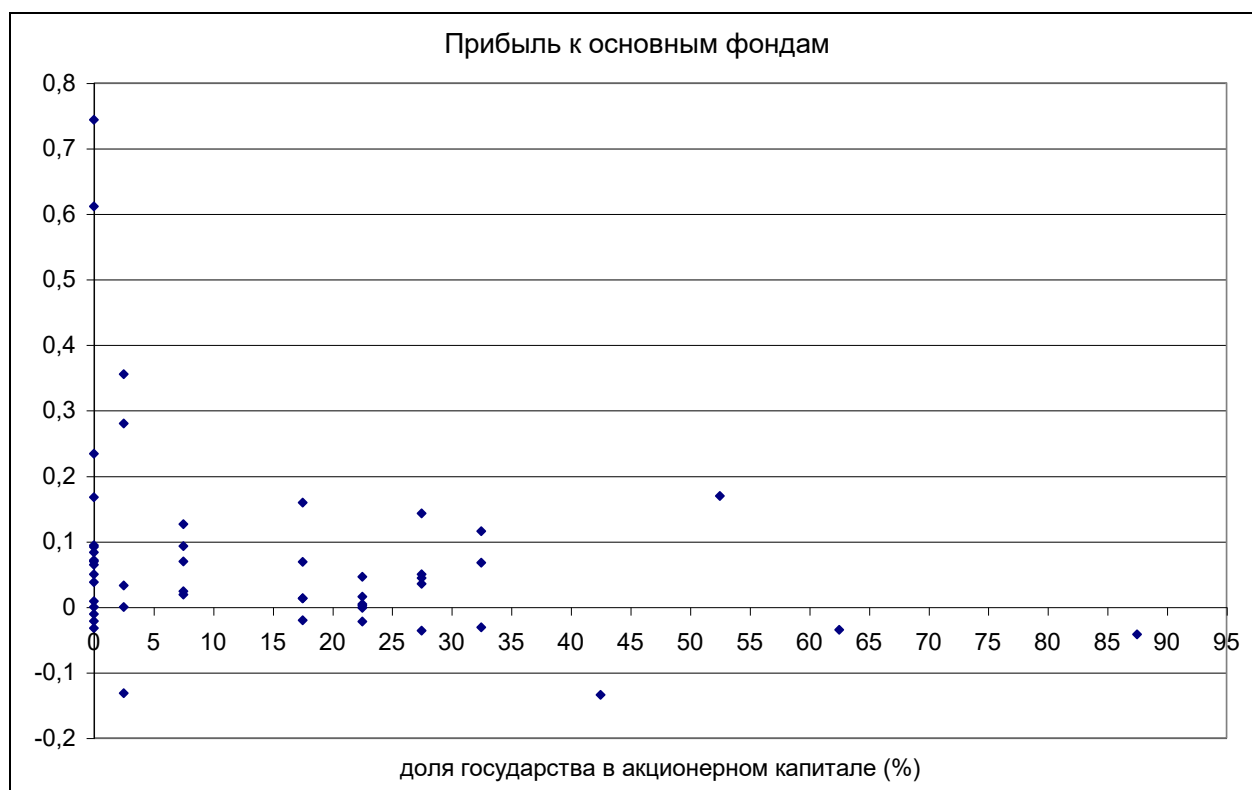
Included observations: 84

Excluded observations: 30

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	42016.02	10166.50	4.132792	0.0001
GOV	1019.867	1887.162	0.540424	0.5904
R-squared	0.007294	Mean dependent var		47091.08
Adjusted R-squared	-0.004813	S.D. dependent var		49809.27
S.E. of regression	49928.98	Akaike info criterion		24.49811
Sum squared resid	2.04E+11	Schwarz criterion		24.55599
Log likelihood	-1026.921	F-statistic		0.602469
Durbin-Watson stat	1.645256	Prob(F-statistic)		0.439871

**График 7.**



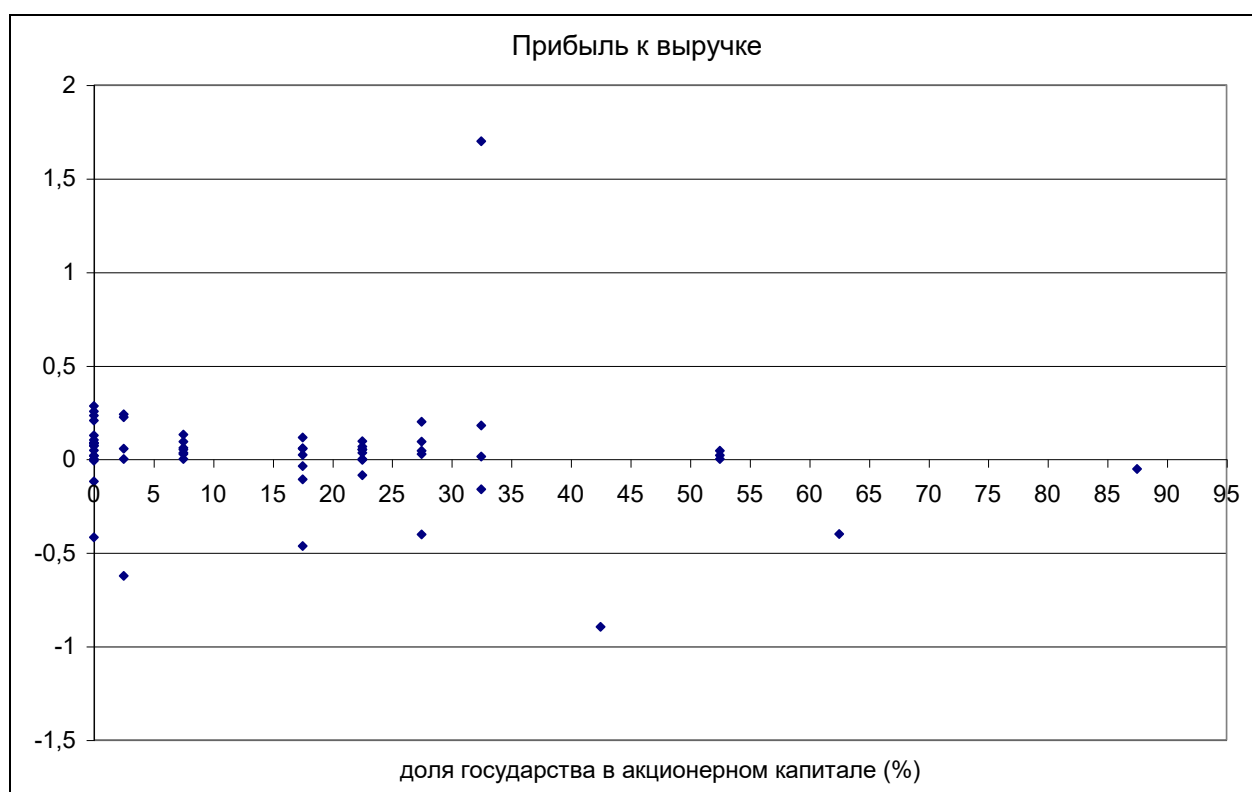
**Таблица 7.**

Dependent Variable: PROFASSET  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/26/00 Time: 12:06  
 Sample: 1 114  
 Included observations: 50  
 Excluded observations: 64

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.124062	0.031948	3.883213	0.0003
GOV	-0.011179	0.005487	-2.037247	0.0472
R-squared	0.079585	Mean dependent var		0.075099
Adjusted R-squared	0.060409	S.D. dependent var		0.153551
S.E. of regression	0.148841	Akaike info criterion		-0.932698
Sum squared resid	1.063375	Schwarz criterion		-0.856217
Log likelihood	25.31745	F-statistic		4.150374
Durbin-Watson stat	1.193464	Prob(F-statistic)		0.047159
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.551889	Probability		0.222507
Obs*R-squared	3.097349	Probability		0.212529



**График 8.**



**Таблица 8.**

Dependent Variable: PROFGAIN  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/26/00 Time: 12:11  
 Sample: 1 114  
 Included observations: 60  
 Excluded observations: 54

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.058648	0.061752	0.949743	0.3462
GOV	-0.006402	0.010226	-0.626027	0.5338
R-squared	0.006712	Mean dependent var		0.028774
Adjusted R-squared	-0.010414	S.D. dependent var		0.302010
S.E. of regression	0.303579	Akaike info criterion		0.486415
Sum squared resid	5.345289	Schwarz criterion		0.556226
Log likelihood	-12.59245	F-statistic		0.391910
Durbin-Watson stat	0.774023	Prob(F-statistic)		0.533753
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.359850	Probability		0.264900
Obs*R-squared	2.732465	Probability		0.255066

**График 9.**

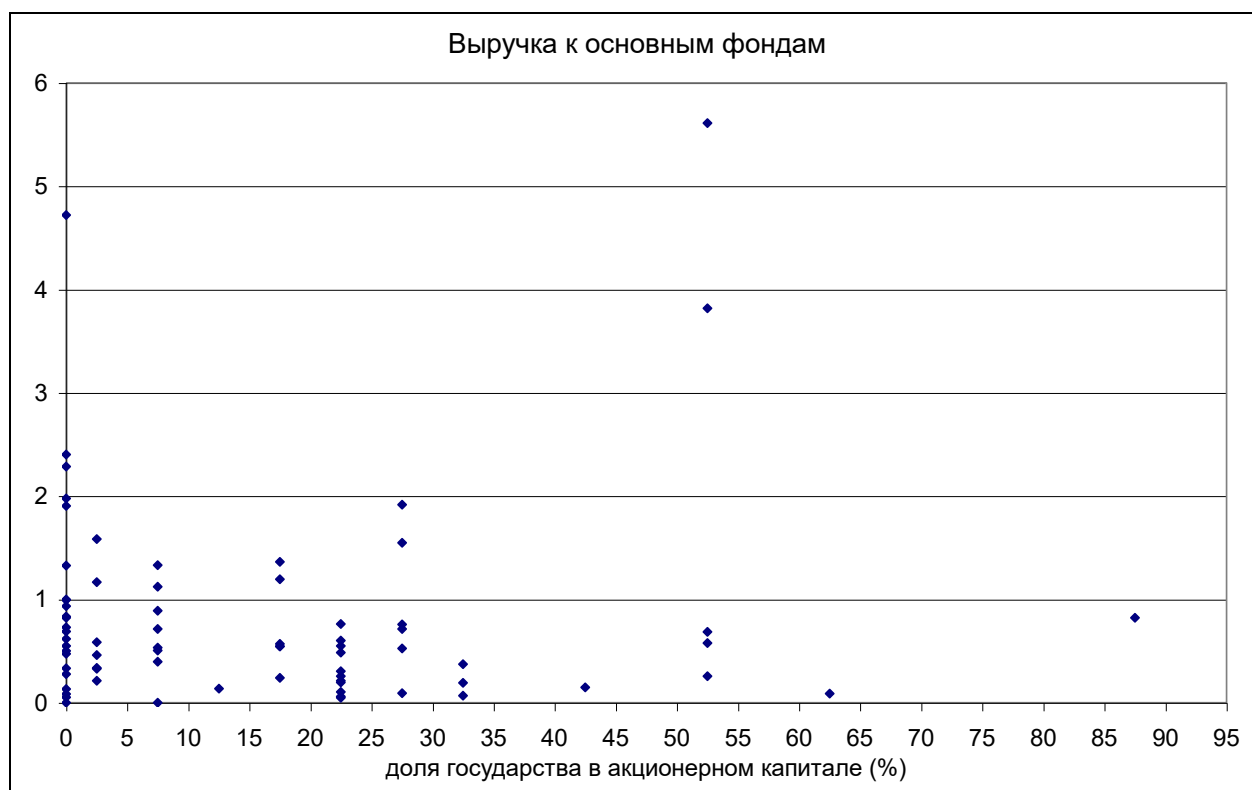


**Таблица 9.**

Dependent Variable: GAINEMPL2  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/26/00 Time: 12:12  
 Sample: 1 114  
 Included observations: 80  
 Excluded observations: 34

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	44516.50	10311.32	4.317244	0.0000
GOV	2414.090	1619.020	1.491081	0.1400
R-squared	0.027714	Mean dependent var		56436.07
Adjusted R-squared	0.015249	S.D. dependent var		58704.50
S.E. of regression	58255.18	Akaike info criterion		24.80774
Sum squared resid	2.65E+11	Schwarz criterion		24.86729
Log likelihood	-990.3094	F-statistic		2.223324
Durbin-Watson stat	1.563111	Prob(F-statistic)		0.139973
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.469117	Probability		0.627331
Obs*R-squared	0.963053	Probability		0.617839

**График 10.**

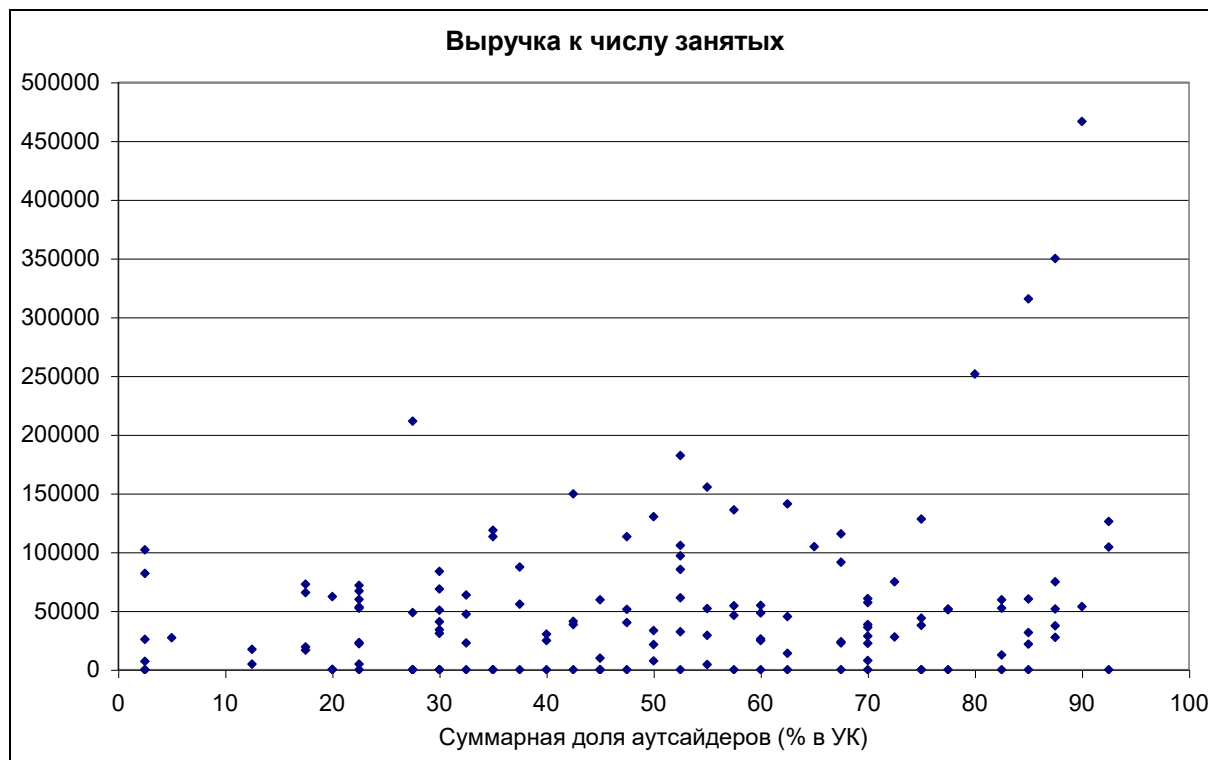


**Таблица 10.**

Dependent Variable: GAINASSET  
 Method: Least Squares  
 Date: 04/26/00 Time: 12:14  
 Sample: 1 114  
 Included observations: 73  
 Excluded observations: 41

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.764343	0.180846	4.226484	0.0001
GOV	0.013186	0.030408	0.433647	0.6659
R-squared	0.002642	Mean dependent var		0.824314
Adjusted R-squared	-0.011406	S.D. dependent var		0.990019
S.E. of regression	0.995649	Akaike info criterion		2.856172
Sum squared resid	70.38355	Schwarz criterion		2.918924
Log likelihood	-102.2503	F-statistic		0.188049
Durbin-Watson stat	1.106693	Prob(F-statistic)		0.665860
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.368169	Probability		0.261295
Obs*R-squared	2.746257	Probability		0.253313

**График 11.**



**Таблица 11.**

Dependent Variable: GAINEMPL

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 04:12

Sample(adjusted): 1 166

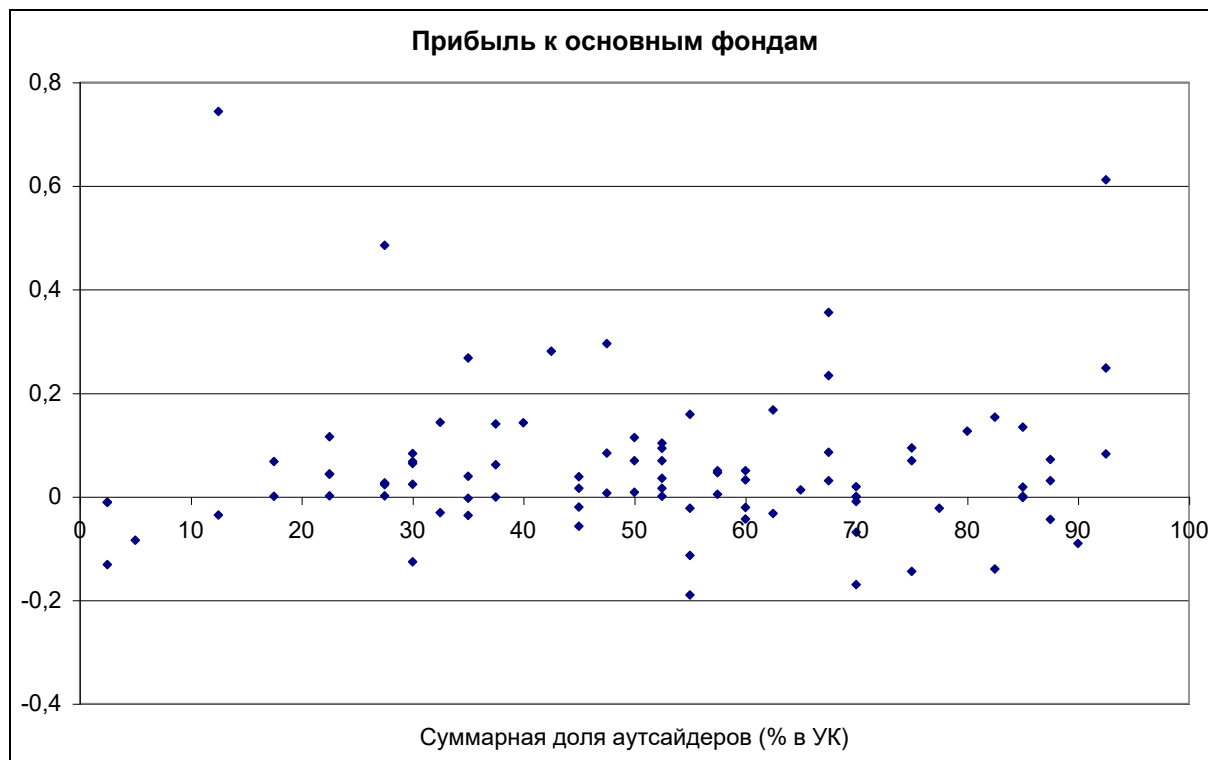
Included observations: 138

Excluded observations: 28 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	18000.71	12054.44	1.493285	0.1377
OUTSIDERS	686.0697	299.8756	2.287847	0.0237
R-squared	0.060719	Mean dependent var		52229.63
Adjusted R-squared	0.053812	S.D. dependent var		67808.93
S.E. of regression	65959.22	Akaike info criterion		25.04585
Sum squared resid	5.92E+11	Schwarz criterion		25.08827
Log likelihood	-1726.163	F-statistic		8.791580
Durbin-Watson stat	2.216883	Prob(F-statistic)		0.003575

**График 12.**



**Таблица 12.**

Dependent Variable: PROFASSET

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 04:18

Sample(adjusted): 3 166

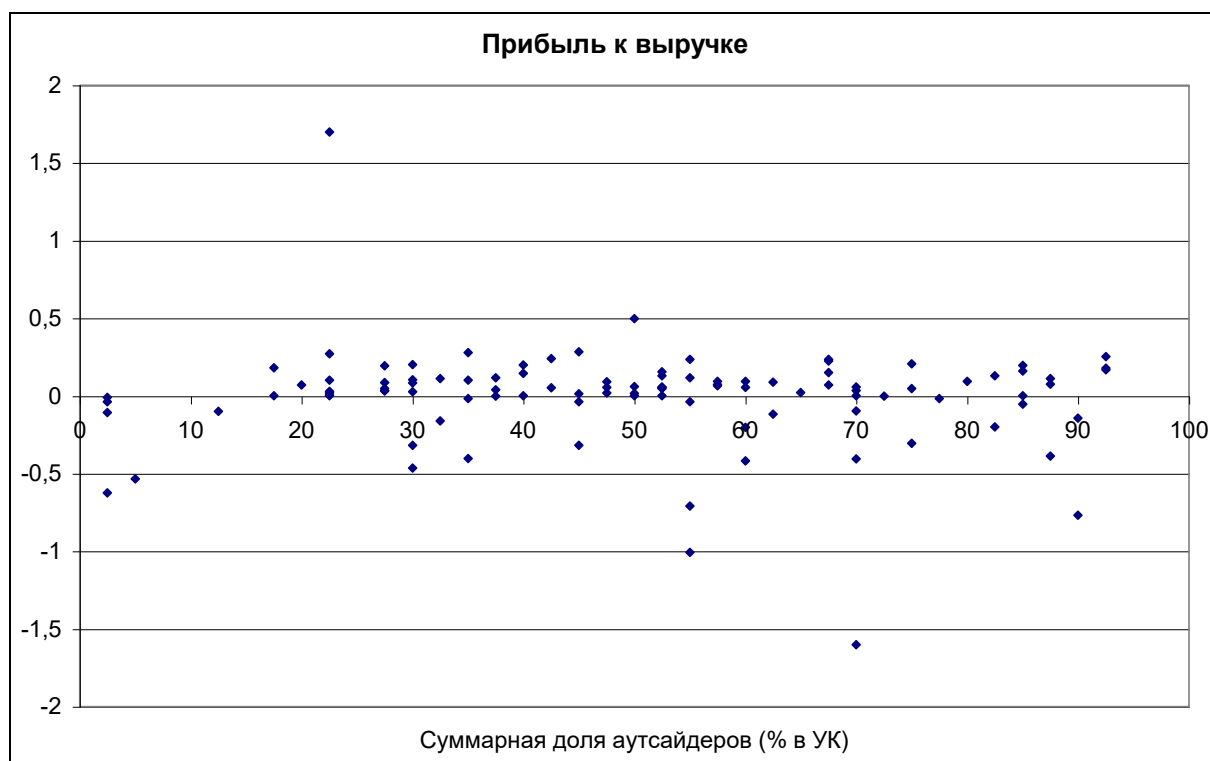
Included observations: 91

Excluded observations: 73 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.054661	0.048408	1.129175	0.2619
OUTSIDERS	1.86E-05	0.000864	0.021569	0.9828
R-squared	0.000009	Mean dependent var		0.055617
Adjusted R-squared	-0.011227	S.D. dependent var		0.143726
S.E. of regression	0.144531	Akaike info criterion		-1.008916
Sum squared resid	1.859134	Schwarz criterion		-0.953732
Log likelihood	47.90567	F-statistic		0.000832
Durbin-Watson stat	1.569543	Prob(F-statistic)		0.977059

**График 13.**



**Таблица 13.**

Dependent Variable: PROFGAIN

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 04:19

Sample(adjusted): 1 166

Included observations: 104

Excluded observations: 62 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.045715	0.075842	0.602770	0.5480
OUTSIDERS	-0.000974	0.001370	-0.710852	0.4788

R-squared	0.004930	Mean dependent var	-0.003140
Adjusted R-squared	-0.004826	S.D. dependent var	0.326258
S.E. of regression	0.327045	Akaike info criterion	0.621604
Sum squared resid	10.90974	Schwarz criterion	0.672457
Log likelihood	-30.32339	F-statistic	0.505311
Durbin-Watson stat	2.586602	Prob(F-statistic)	0.478798

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.141780	Probability	0.867984
Obs*R-squared	0.291165	Probability	0.864518

**График 14.**



**Таблица 14.**

Dependent Variable: GAINEMPL2

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 04:21

Sample(adjusted): 1 166

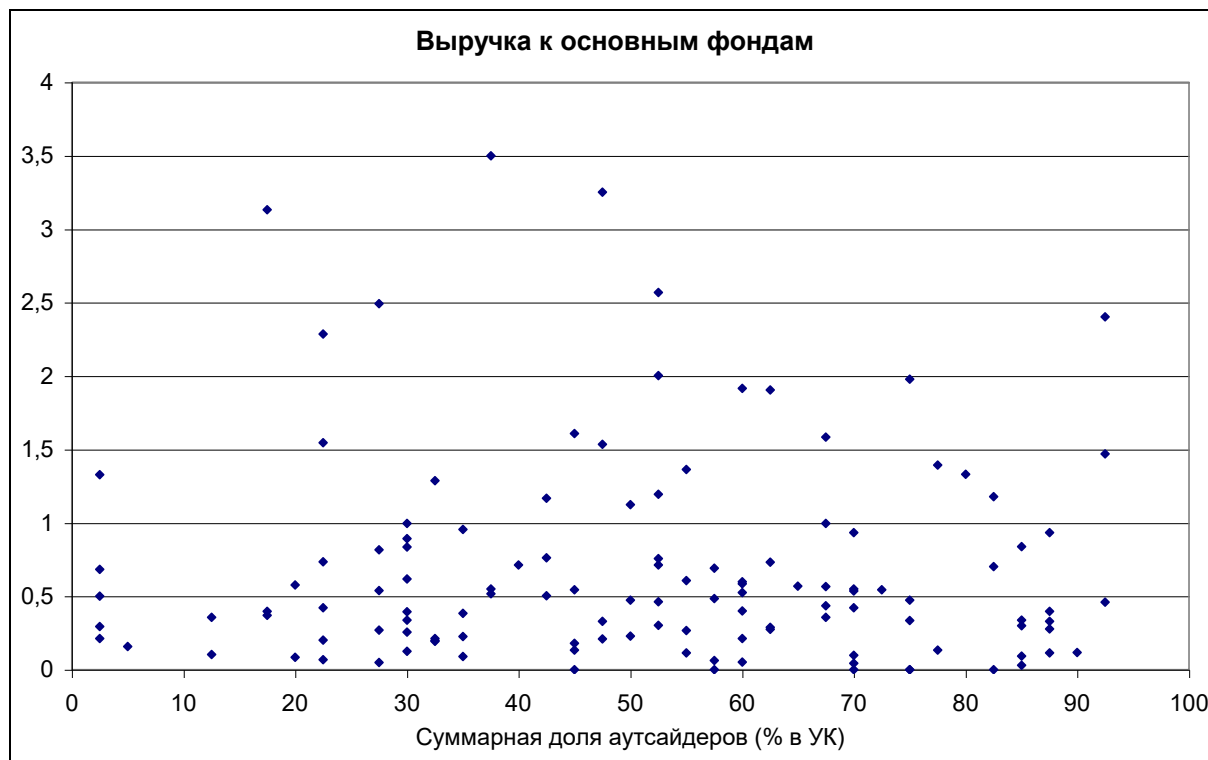
Included observations: 133

Excluded observations: 33 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	14529.88	19490.36	0.745491	0.4573
OUTSIDERS	941.4946	488.5518	1.927113	0.0561
R-squared	0.053125	Mean dependent var		62754.94
Adjusted R-squared	0.045897	S.D. dependent var		95371.58
S.E. of regression	93157.23	Akaike info criterion		25.73689
Sum squared resid	1.14E+12	Schwarz criterion		25.78035
Log likelihood	-1709.503	F-statistic		7.349872
Durbin-Watson stat	2.325922	Prob(F-statistic)		0.007606

**График 15.**



**Таблица 15.**

Dependent Variable: GAINASSET

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 04:21

Sample(adjusted): 2 166

Included observations: 124

Excluded observations: 41 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.744890	0.155157	4.800867	0.0000
OUTSIDERS	-0.001123	0.002583	-0.434833	0.6645

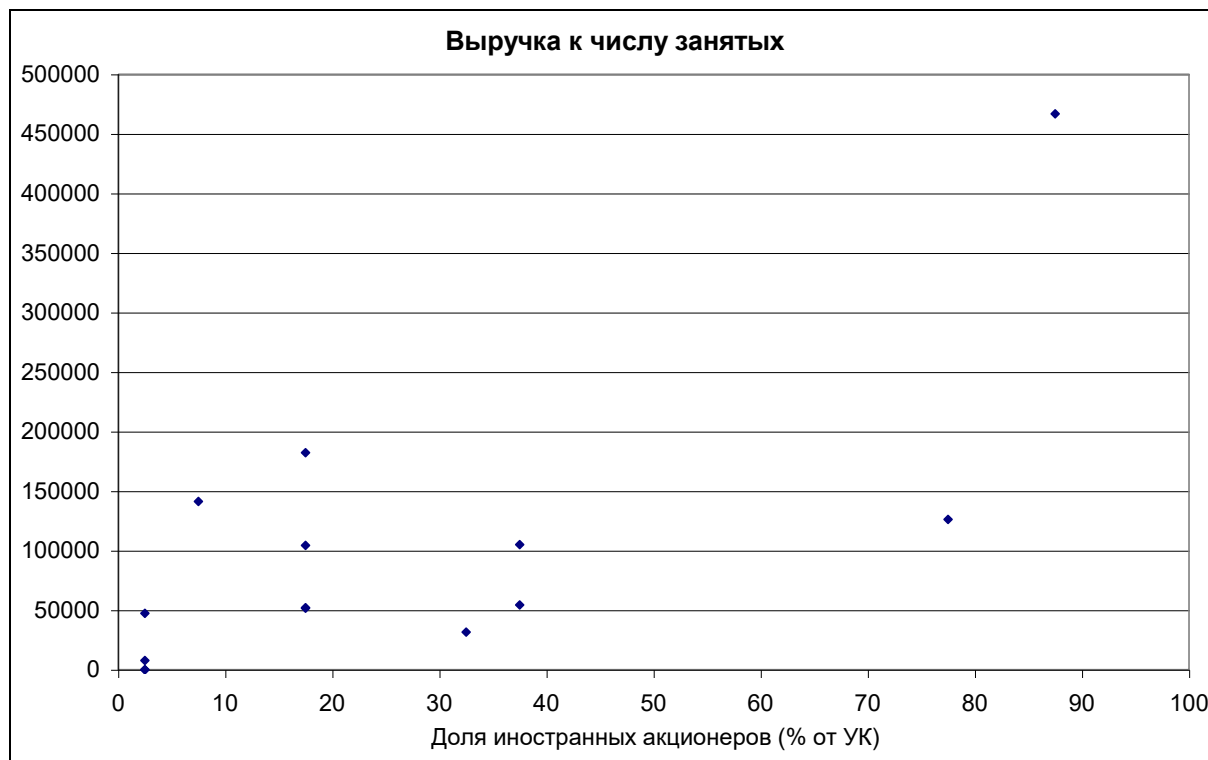
R-squared	0.001433	Mean dependent var	0.687807
Adjusted R-squared	-0.006752	S.D. dependent var	0.707421
S.E. of regression	0.709805	Akaike info criterion	2.168346
Sum squared resid	61.46649	Schwarz criterion	2.213834
Log likelihood	-132.4374	F-statistic	0.175051
Durbin-Watson stat	2.330476	Prob(F-statistic)	0.676397

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.377048	Probability	0.686686
Obs*R-squared	0.768006	Probability	0.681130



**График 16.**



**Таблица 16.**

Dependent Variable: GAINEMPL

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 13:27

Sample: 1 17

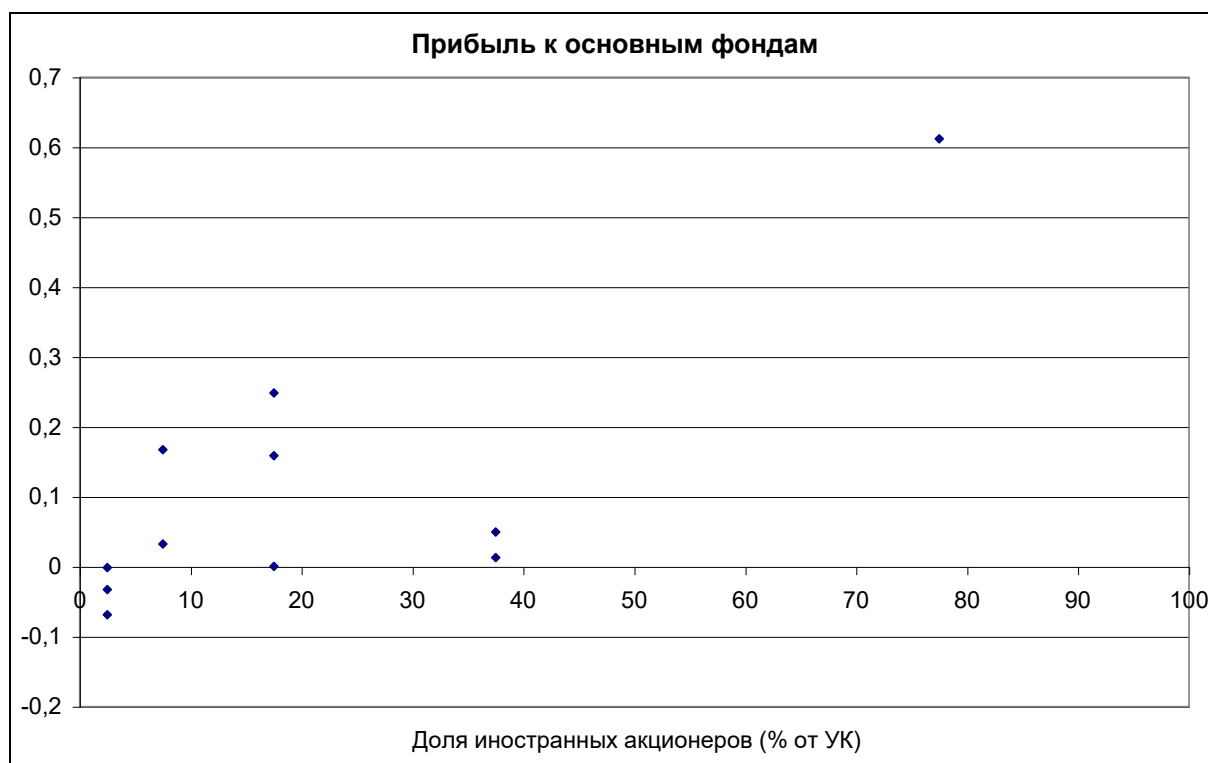
Included observations: 14

Excluded observations: 3

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	16299.17	28377.09	0.574378	0.5763
FOREIGN	3172.974	1471.518	2.156259	0.0521
R-squared	0.517870	Mean dependent var		97889.93
Adjusted R-squared	0.477692	S.D. dependent var		119694.8
S.E. of regression	86504.47	Akaike info criterion		25.70534
Sum squared resid	8.98E+10	Schwarz criterion		25.79664
Log likelihood	-177.9374	F-statistic		12.88955
Durbin-Watson stat	1.748801	Prob(F-statistic)		0.003712

**График 17.**



**Таблица 17.**

Dependent Variable: PROFASSET

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 14:26

Sample(adjusted): 2 16

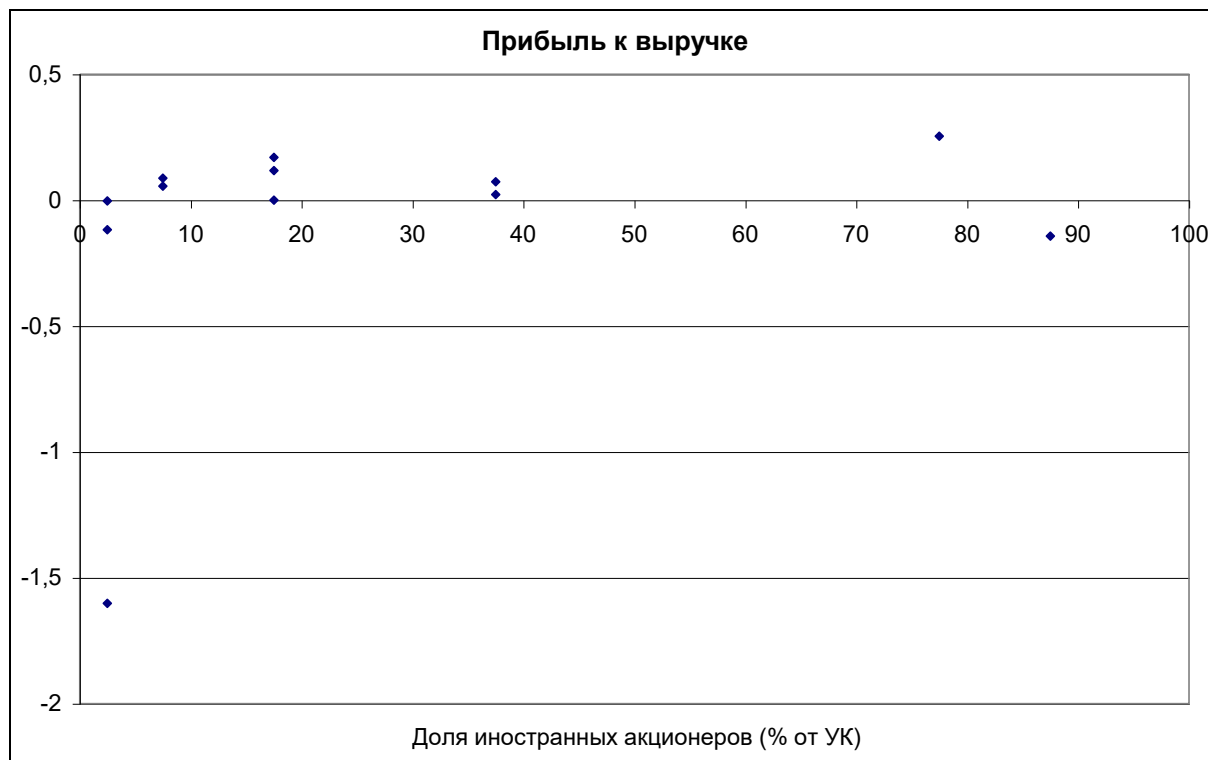
Included observations: 11

Excluded observations: 4 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.027895	0.040399	-0.690493	0.5073
FOREIGN	0.006535	0.001943	3.363406	0.0083
R-squared	0.592464	Mean dependent var		0.107270
Adjusted R-squared	0.547182	S.D. dependent var		0.192941
S.E. of regression	0.129833	Akaike info criterion		-1.082164
Sum squared resid	0.151710	Schwarz criterion		-1.009819
Log likelihood	7.951902	F-statistic		13.08392
Durbin-Watson stat	1.046596	Prob(F-statistic)		0.005596

**График 18.**



**Таблица 18.**

Dependent Variable: PROFGAIN

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 14:27

Sample(adjusted): 2 17

Included observations: 12

Excluded observations: 4 after adjusting endpoints

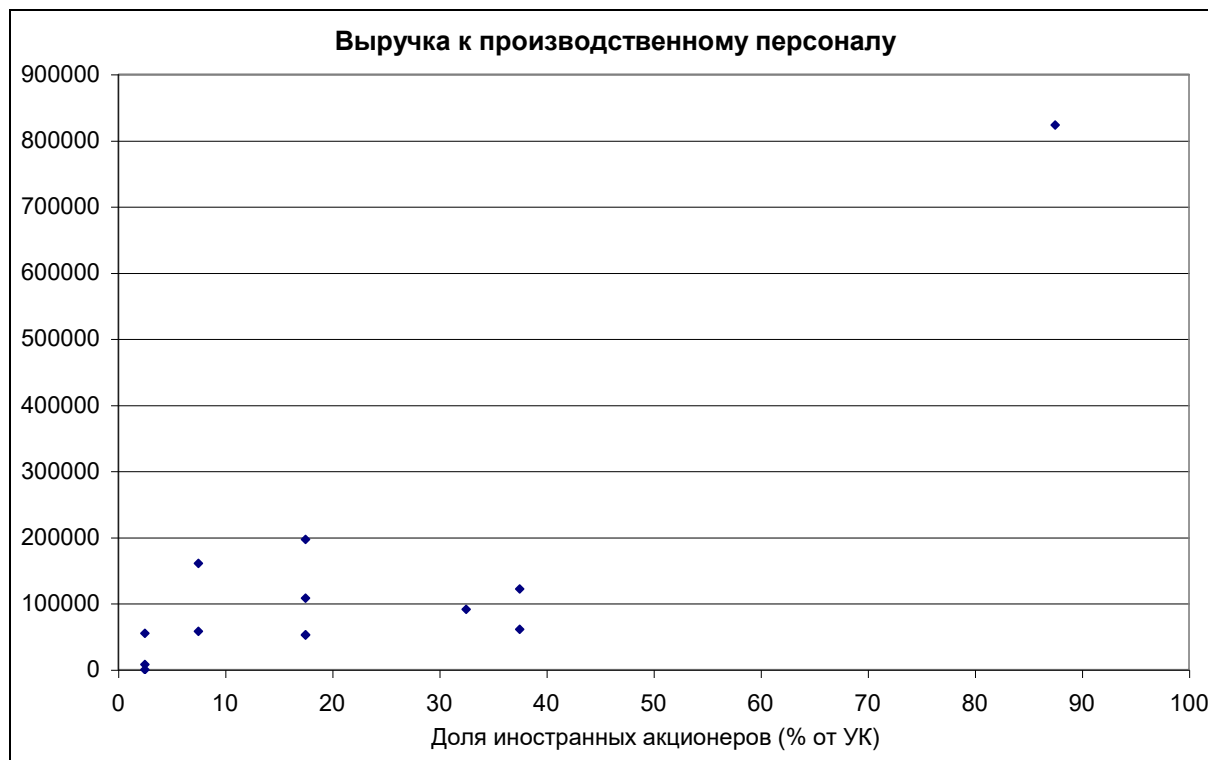
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.206774	0.196226	-1.053753	0.3168
FOREIGN	0.004434	0.005135	0.863597	0.4080

R-squared	0.069404	Mean dependent var	-0.090372
Adjusted R-squared	-0.023656	S.D. dependent var	0.488269
S.E. of regression	0.494011	Akaike info criterion	1.578493
Sum squared resid	2.440466	Schwarz criterion	1.659310
Log likelihood	-7.470956	F-statistic	0.745801
Durbin-Watson stat	1.501560	Prob(F-statistic)	0.408045

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.850922	Probability	0.458699
Obs*R-squared	1.908280	Probability	0.385143

**График 19.**



**Таблица 19.**

Dependent Variable: GAINEMPL2

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 14:29

Sample: 1 17

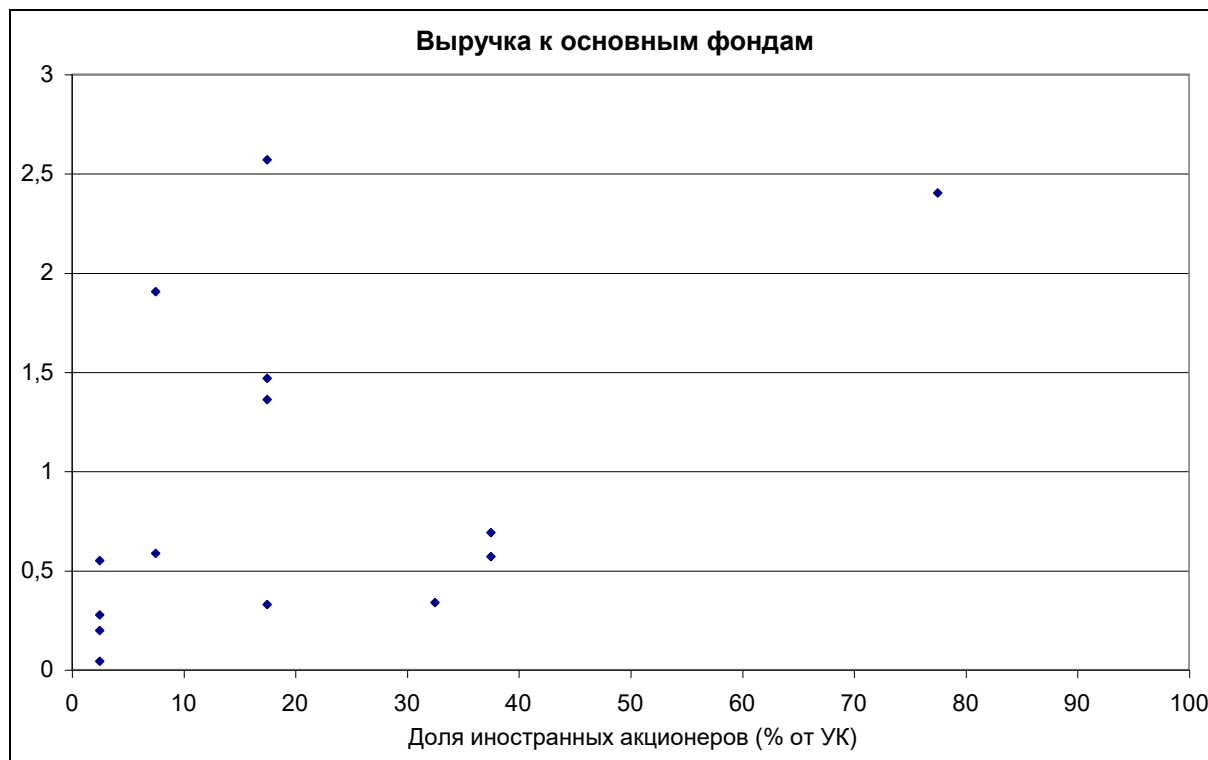
Included observations: 13

Excluded observations: 4

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-36255.39	38451.34	-0.942890	0.3660
FOREIGN	7860.628	2033.245	3.866051	0.0026
R-squared	0.736741	Mean dependent var		137585.4
Adjusted R-squared	0.712809	S.D. dependent var		213518.4
S.E. of regression	114425.0	Akaike info criterion		26.27387
Sum squared resid	1.44E+11	Schwarz criterion		26.36078
Log likelihood	-168.7801	F-statistic		30.78398
Durbin-Watson stat	0.597517	Prob(F-statistic)		0.000173

**График 20.**



**Таблица 20.**

Dependent Variable: GAINASSET

Method: Least Squares

Date: 05/03/00 Time: 14:30

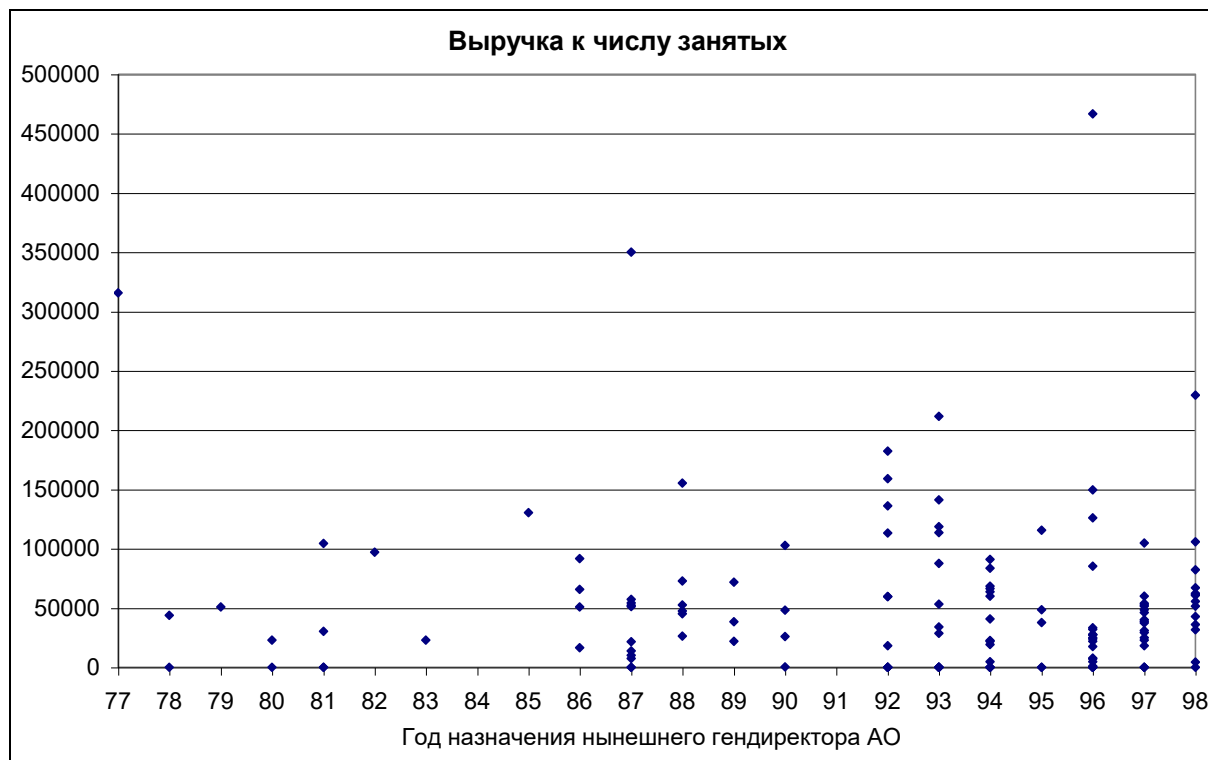
Sample(adjusted): 1 16

Included observations: 14

Excluded observations: 2 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.592986	0.296350	2.000964	0.0685
FOREIGN	0.017793	0.010460	1.701073	0.1147
R-squared	0.194287	Mean dependent var		0.948853
Adjusted R-squared	0.127145	S.D. dependent var		0.840633
S.E. of regression	0.785376	Akaike info criterion		2.486255
Sum squared resid	7.401784	Schwarz criterion		2.577549
Log likelihood	-15.40379	F-statistic		2.893650
Durbin-Watson stat	1.274284	Prob(F-statistic)		0.114674
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	0.452066	Probability		0.647623
Obs*R-squared	1.063315	Probability		0.587630

**График 21.**



**Таблица 21.**

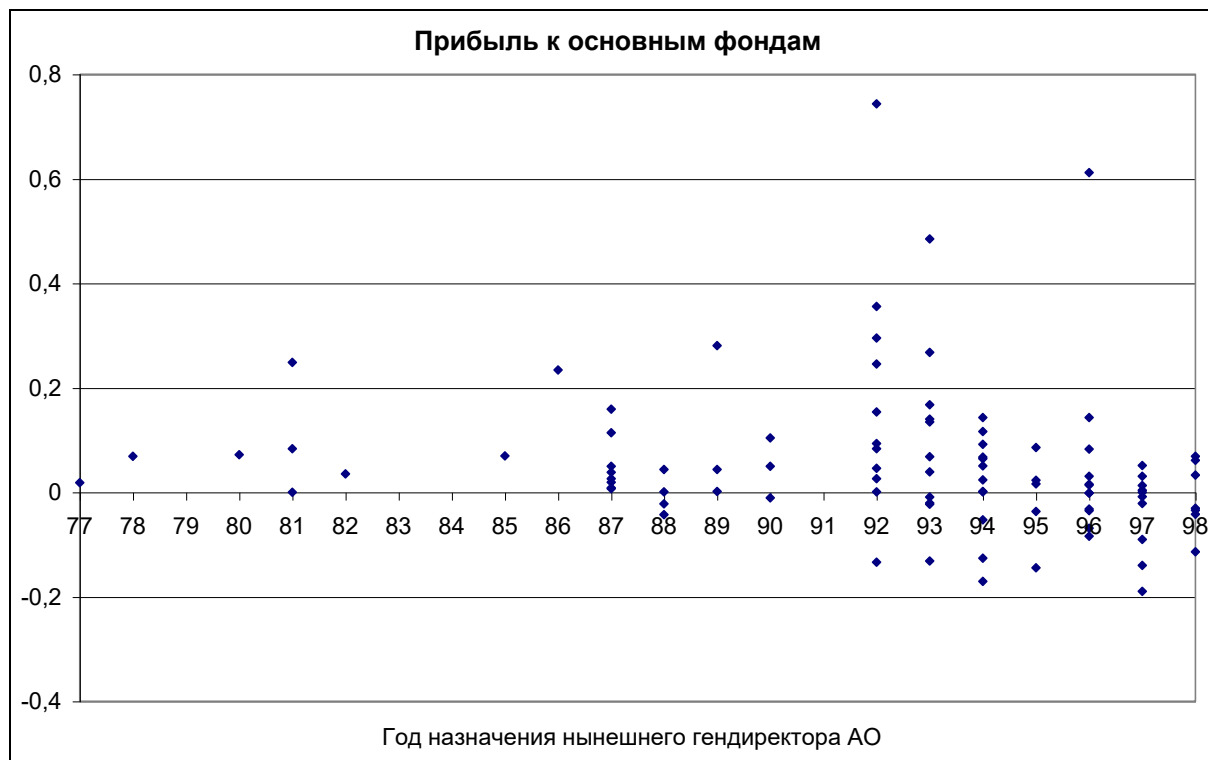
Dependent Variable: GAINEMPL  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/06/00 Time: 13:42  
 Sample: 1 176  
 Included observations: 138  
 Excluded observations: 38

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	141673.2	102161.6	1.386756	0.1678
APPOINT_YEAR	-964.0298	1104.689	-0.872670	0.3844
R-squared	0.005568	Mean dependent var		52661.07
Adjusted R-squared	-0.001744	S.D. dependent var		67487.03
S.E. of regression	67545.84	Akaike info criterion		25.09339
Sum squared resid	6.20E+11	Schwarz criterion		25.13581
Log likelihood	-1729.444	F-statistic		0.761554
Durbin-Watson stat	1.507343	Prob(F-statistic)		0.384381

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.596029	Probability	0.552439
Obs*R-squared	1.207883	Probability	0.546653

**График 22.**



**Таблица 22.**

Dependent Variable: PROFASSET

Method: Least Squares

Date: 05/06/00 Time: 13:44

Sample(adjusted): 1 174

Included observations: 95

Excluded observations: 79 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.492699	0.279435	1.763195	0.0812
APPOINT_YEAR	-0.004756	0.003026	-1.571809	0.1194

R-squared	0.025878	Mean dependent var	0.054079
Adjusted R-squared	0.015404	S.D. dependent var	0.143307
S.E. of regression	0.142199	Akaike info criterion	-1.042347
Sum squared resid	1.880519	Schwarz criterion	-0.988581
Log likelihood	51.51146	F-statistic	2.470583
Durbin-Watson stat	1.576073	Prob(F-statistic)	0.119391

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.495047	Probability	0.611157
Obs*R-squared	1.011493	Probability	0.603055

График 23.

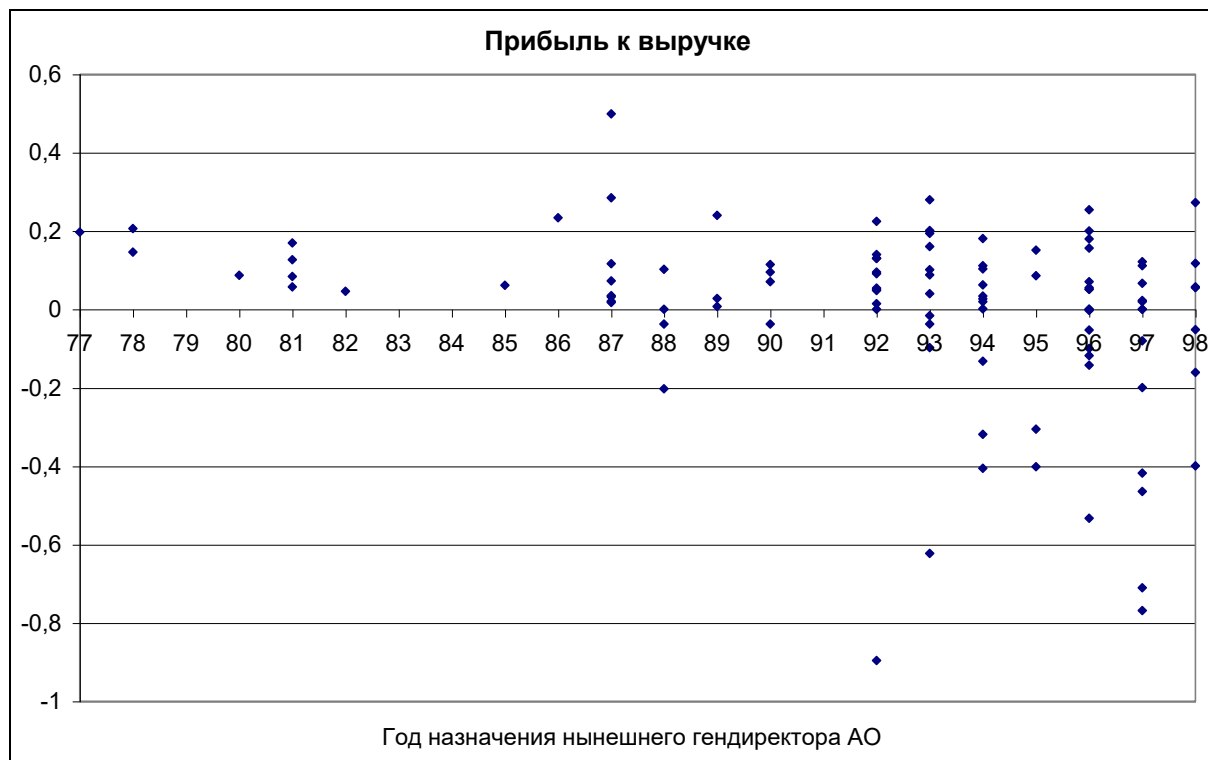


Таблица 23.

Dependent Variable: PROFGAIN

Method: Least Squares

Date: 05/06/00 Time: 13:45

Sample(adjusted): 1 174

Included observations: 104

Excluded observations: 70 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.244798	0.386689	3.219116	0.0017
APPOINT_YEAR	-0.013487	0.004188	-3.220658	0.0017
R-squared	0.092306	Mean dependent var		0.001271
Adjusted R-squared	0.083407	S.D. dependent var		0.225454
S.E. of regression	0.215847	Akaike info criterion		-0.209446
Sum squared resid	4.752191	Schwarz criterion		-0.158593
Log likelihood	12.89122	F-statistic		10.37264
Durbin-Watson stat	2.234551	Prob(F-statistic)		0.001716
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.429283	Probability		0.244282
Obs*R-squared	2.862459	Probability		0.239015



**График 24.**



**Таблица 24.**

Dependent Variable: GAINEMPL2

Method: Least Squares

Date: 05/06/00 Time: 13:46

Sample(adjusted): 2 176

Included observations: 130

Excluded observations: 45 after adjusting endpoints

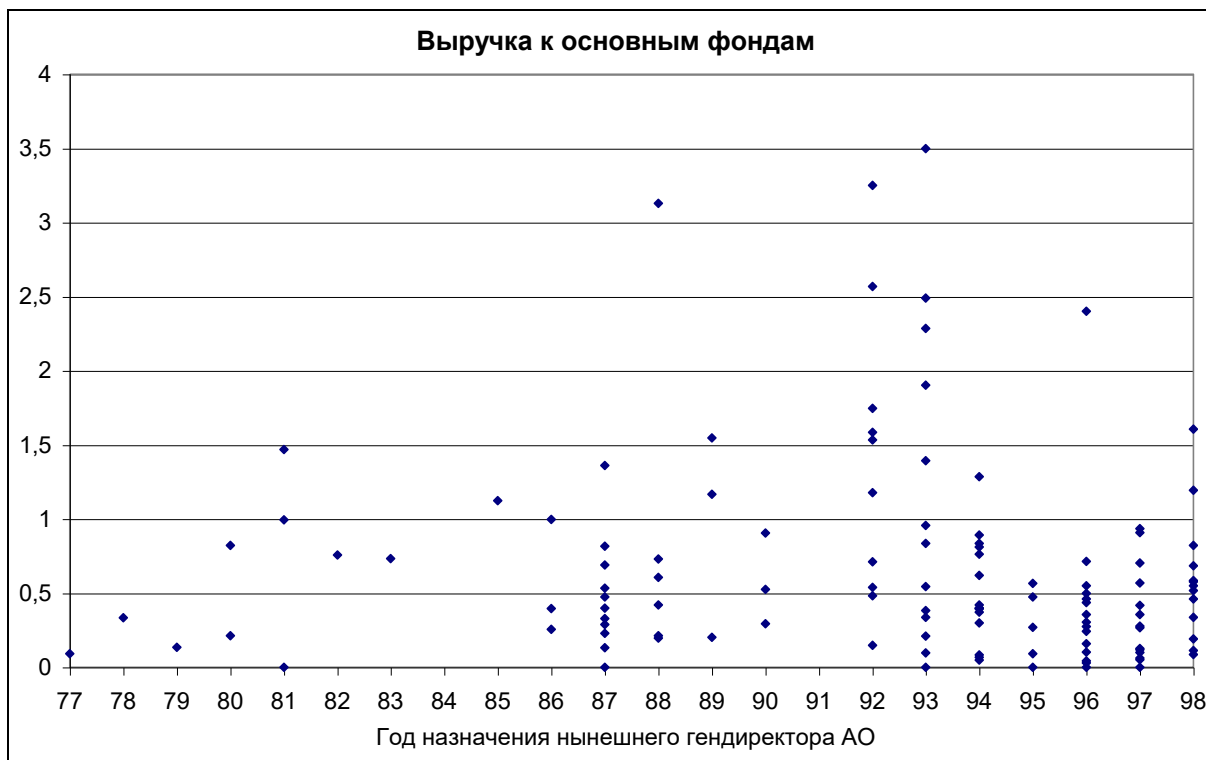
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	24022.73	84020.11	0.285916	0.7754
APPOINT_YEAR	308.9858	907.3368	0.340541	0.7340

R-squared	0.000905	Mean dependent var	52592.03
Adjusted R-squared	-0.006900	S.D. dependent var	52338.06
S.E. of regression	52518.33	Akaike info criterion	24.59098
Sum squared resid	3.53E+11	Schwarz criterion	24.63509
Log likelihood	-1596.414	F-statistic	0.115968
Durbin-Watson stat	2.036538	Prob(F-statistic)	0.734007

White Heteroskedasticity Test:

F-statistic	0.965039	Probability	0.383744
Obs*R-squared	1.946095	Probability	0.377930

**График 25.**



**Таблица 26.**

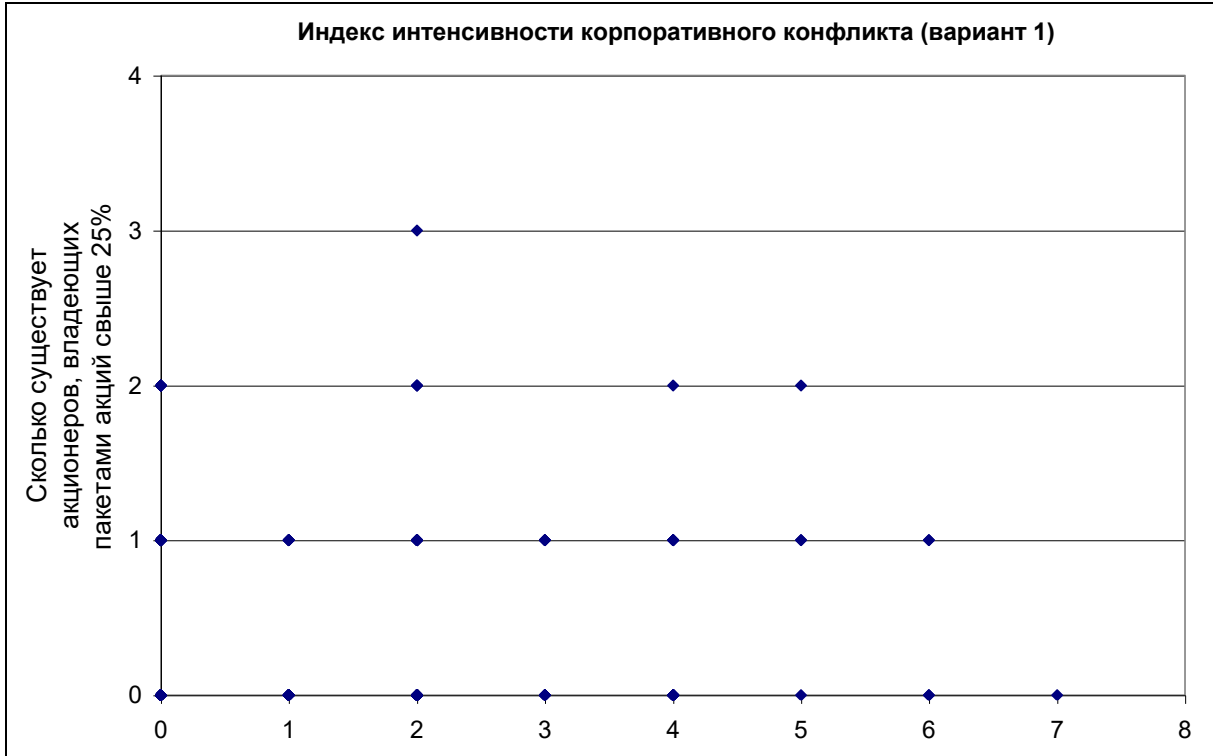
Dependent Variable: GAINASSET  
 Method: Least Squares  
 Date: 05/06/00 Time: 13:47  
 Sample: 1 176  
 Included observations: 122  
 Excluded observations: 54

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	1.432309	1.131439	1.265919	0.2080
APPOINT_YEAR	-0.008375	0.012248	-0.683763	0.4954
R-squared	0.003881	Mean dependent var		0.659848
Adjusted R-squared	-0.004420	S.D. dependent var		0.686781
S.E. of regression	0.688298	Akaike info criterion		2.107066
Sum squared resid	56.85041	Schwarz criterion		2.153034
Log likelihood	-126.5311	F-statistic		0.467532
Durbin-Watson stat	2.038472	Prob(F-statistic)		0.495443
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	1.755228	Probability		0.177313
Obs*R-squared	3.495830	Probability		0.174137

## Приложение 6

*Первый вариант индекса интенсивности корпоративного конфликта*

*График 1.*



*График 2.*

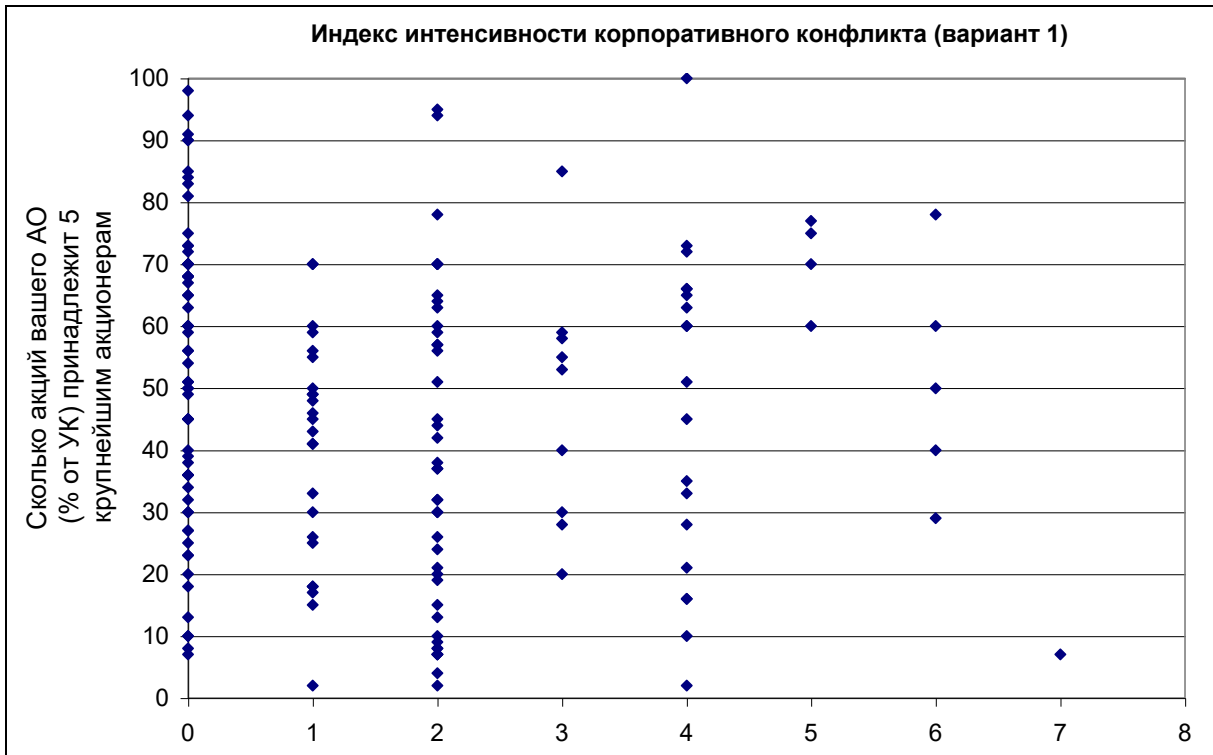


График 3.

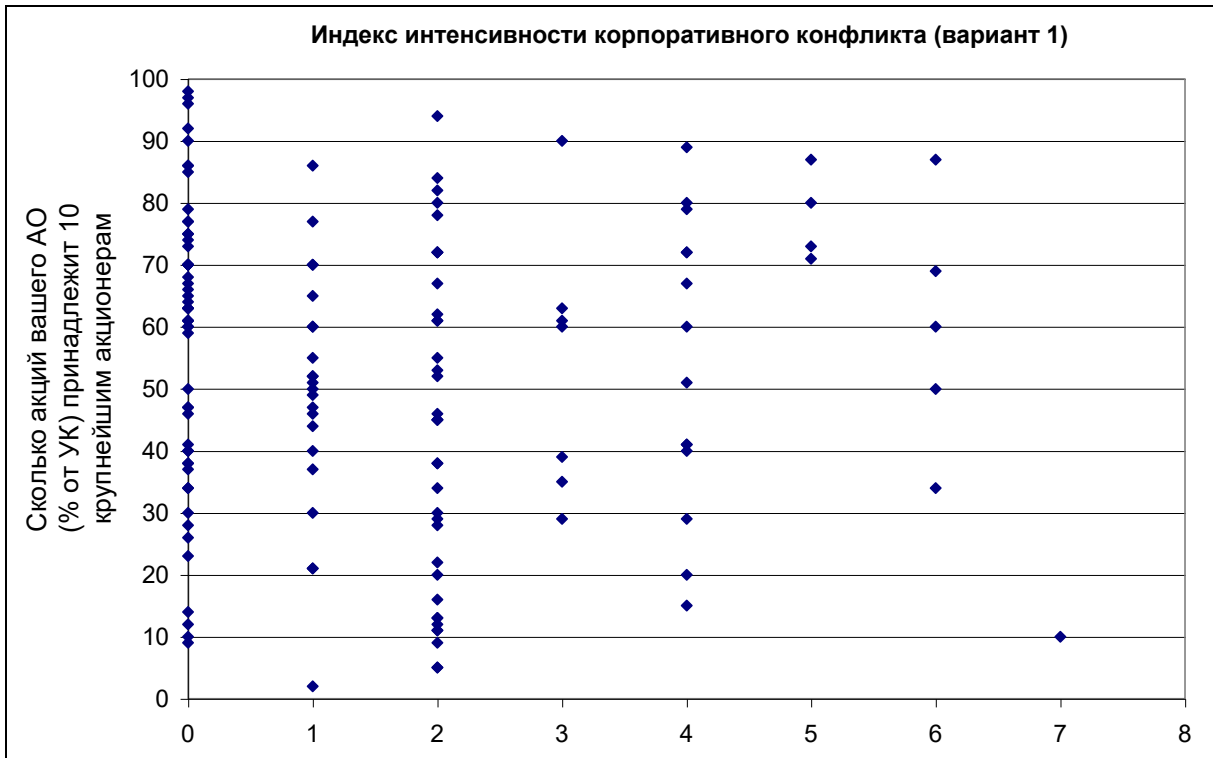


График 4.

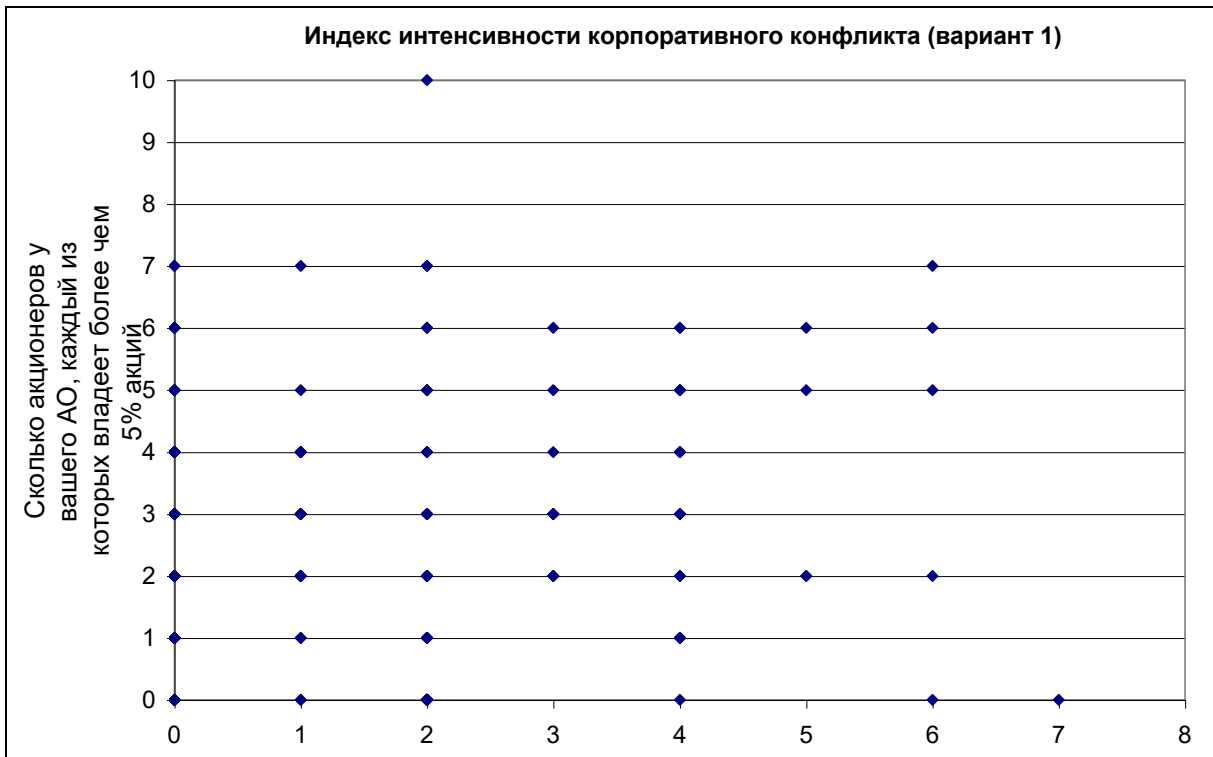


График 5.

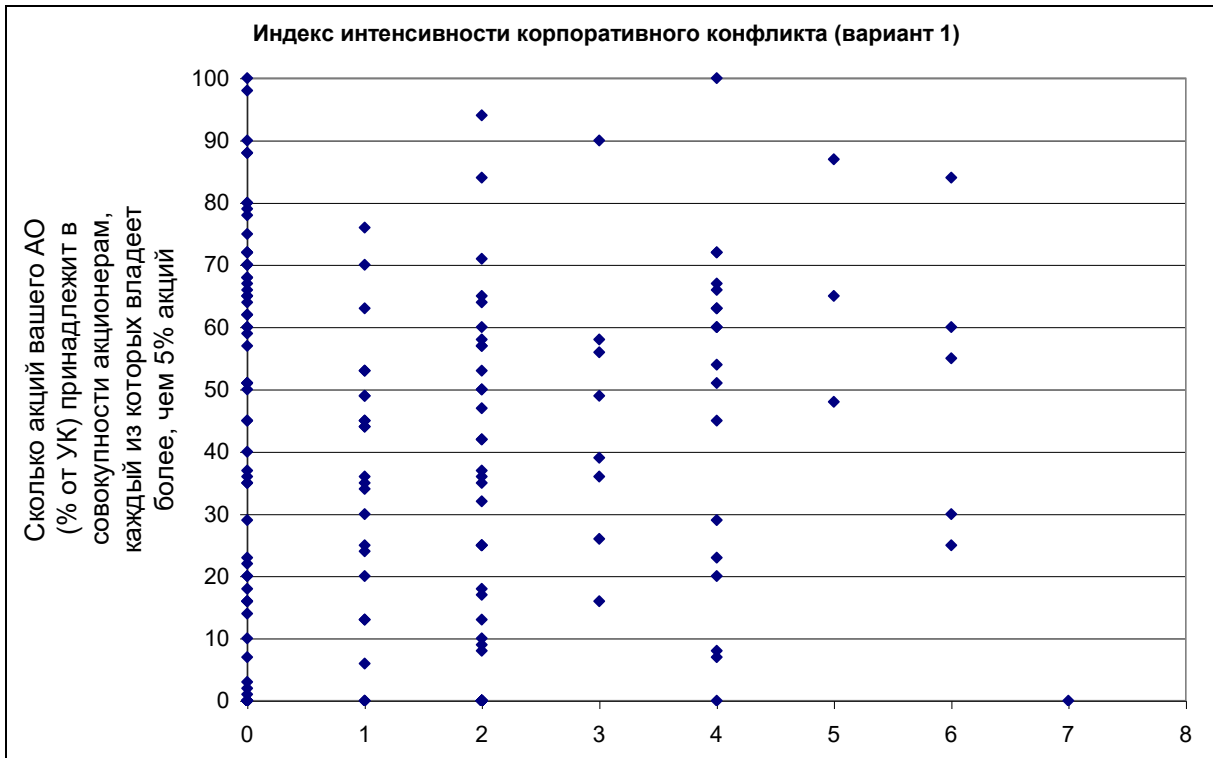


График 6.



График 7.



График 8.



График 9.

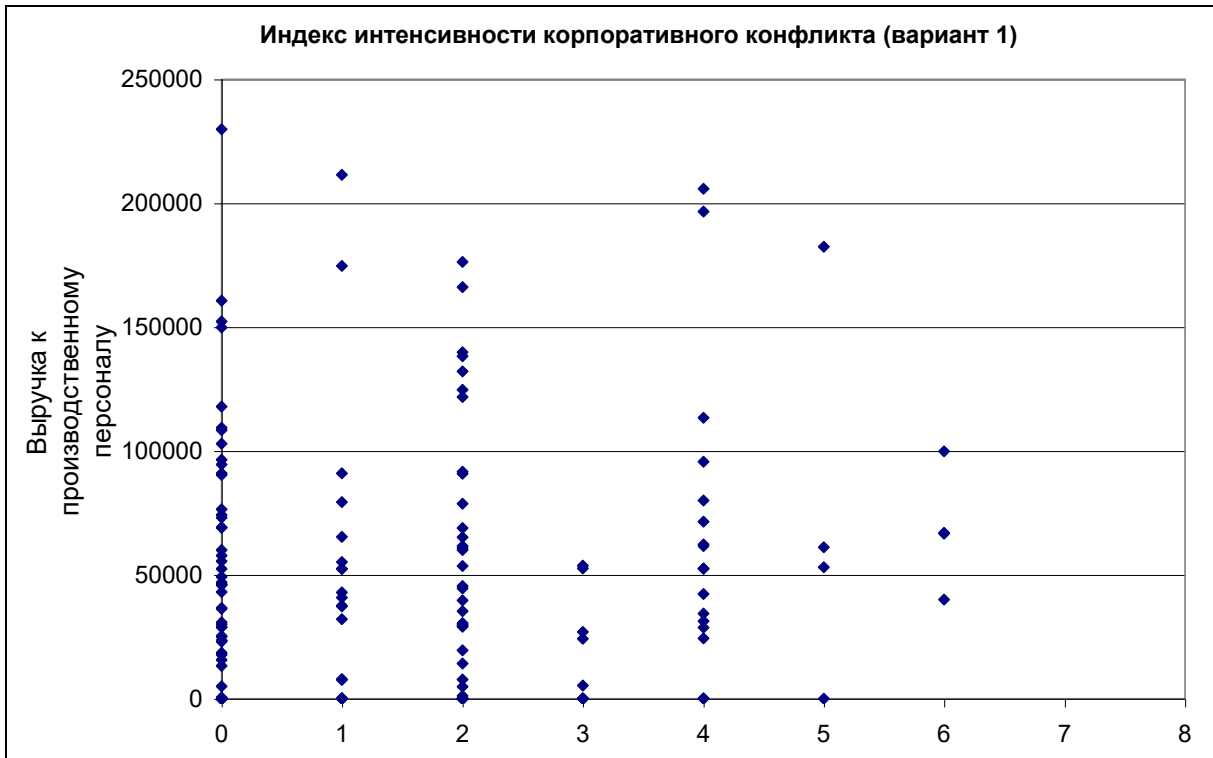
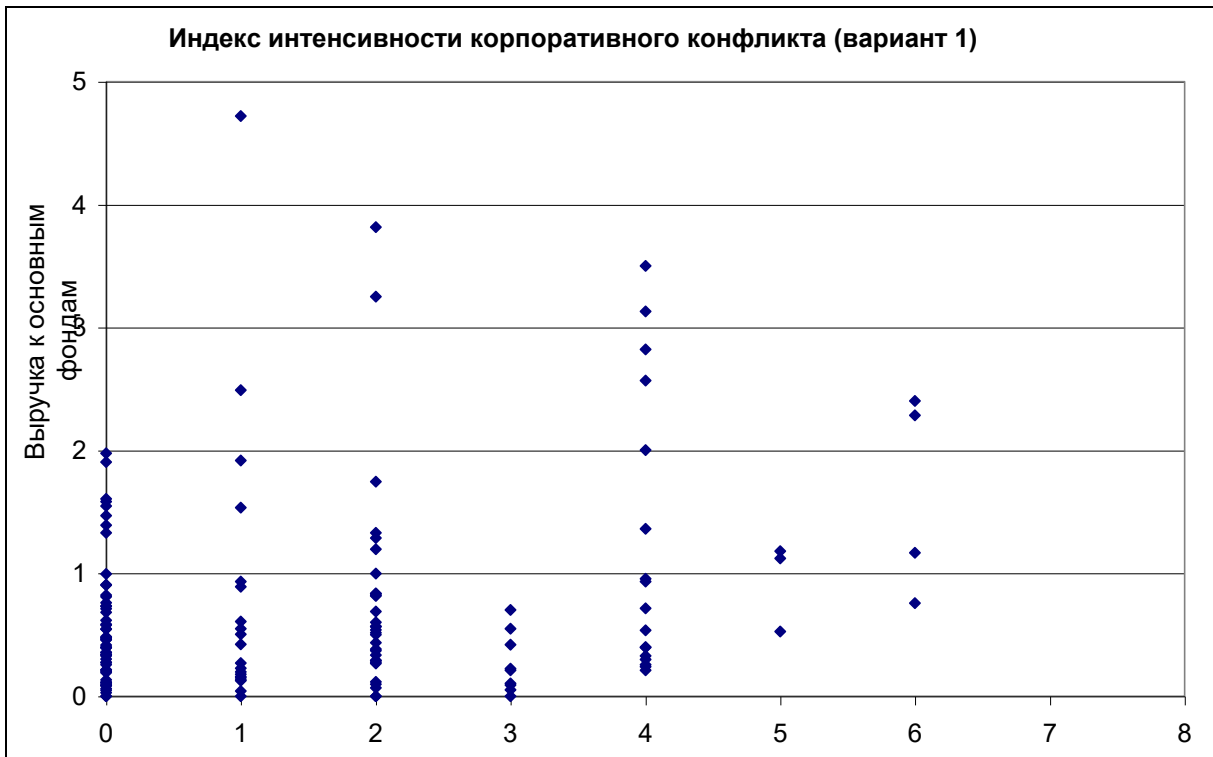
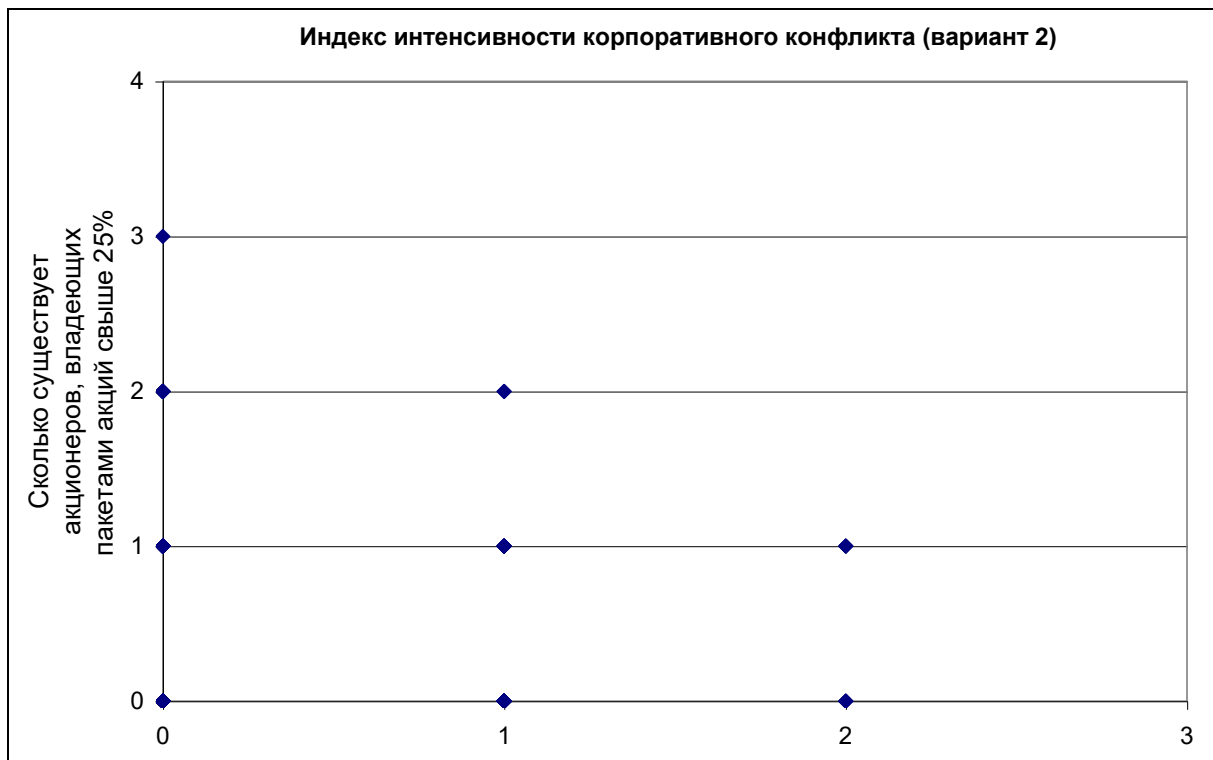


График 10.



*Второй вариант индекса интенсивности корпоративного конфликта*

*График 11.*



*График 12.*

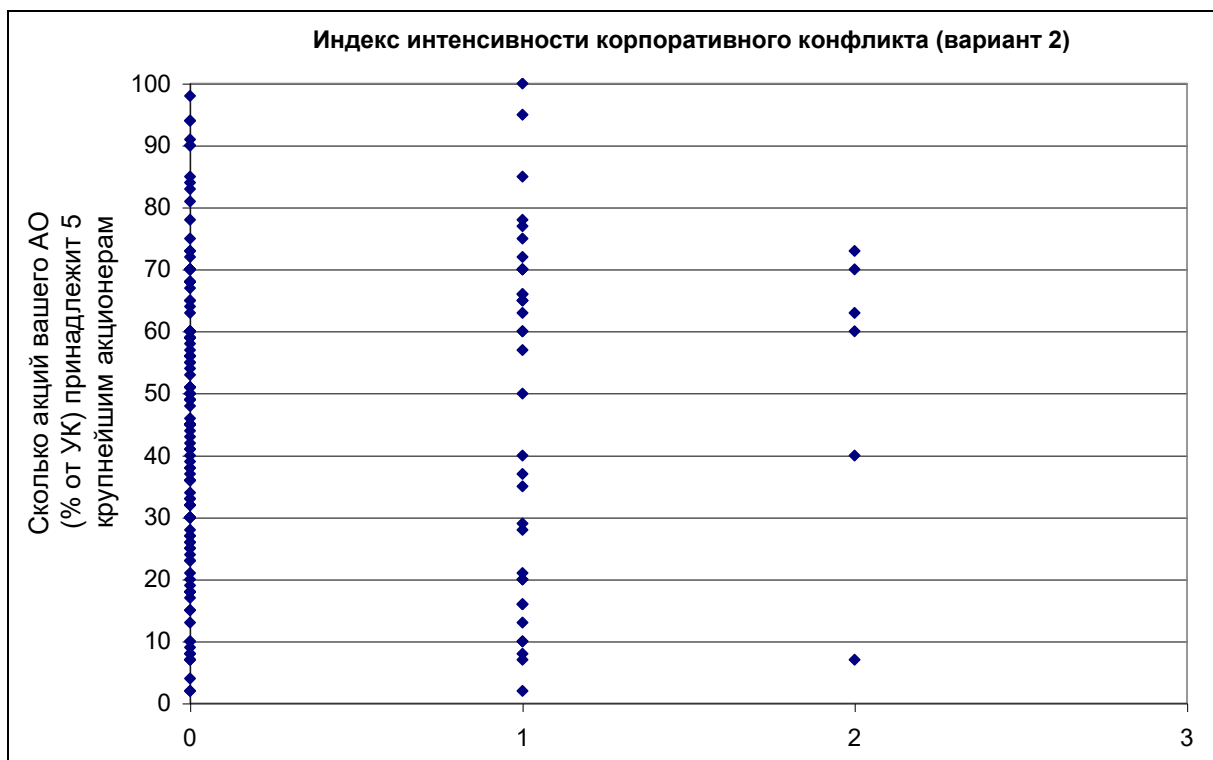




График 13.

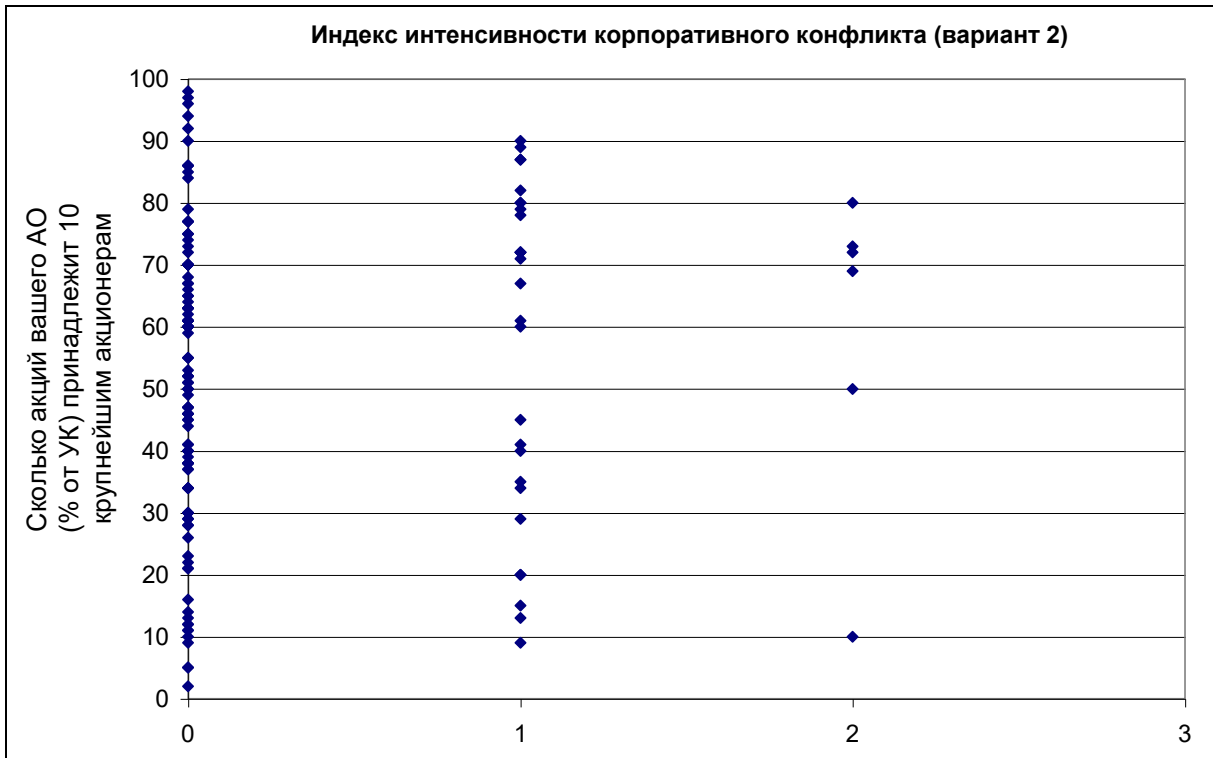


График 14.

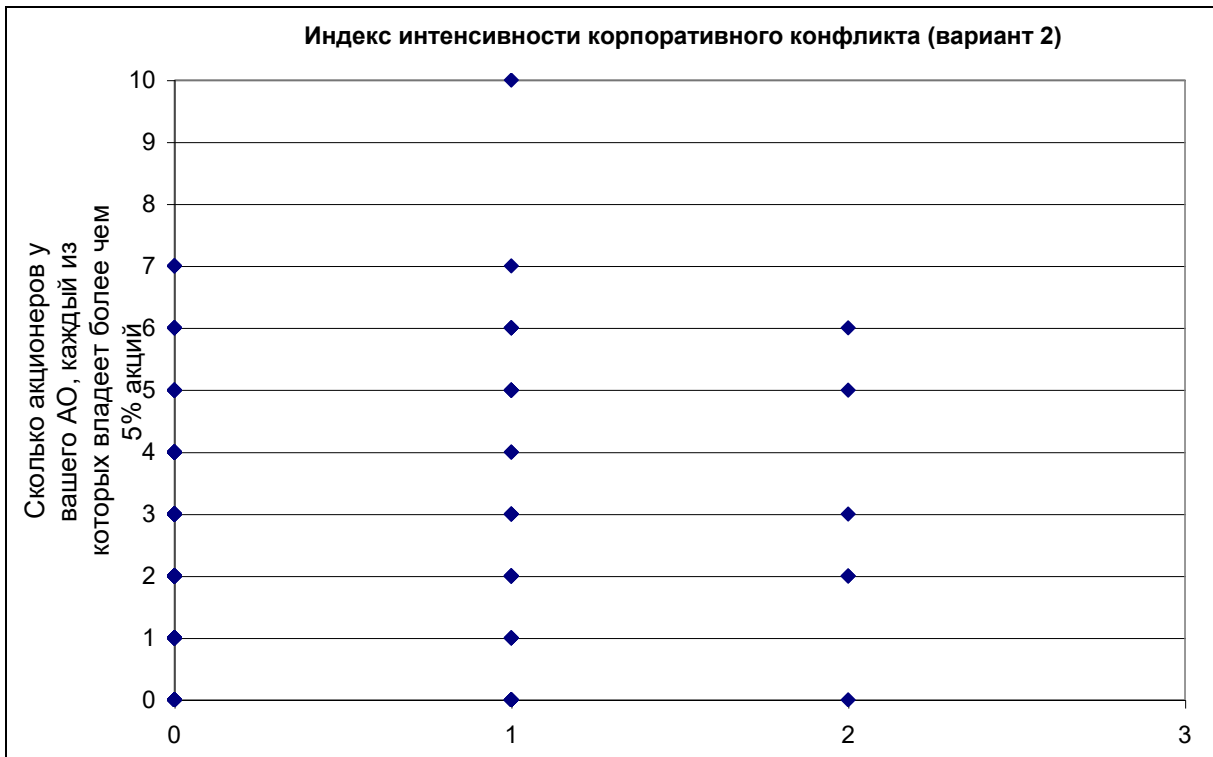


График 15.

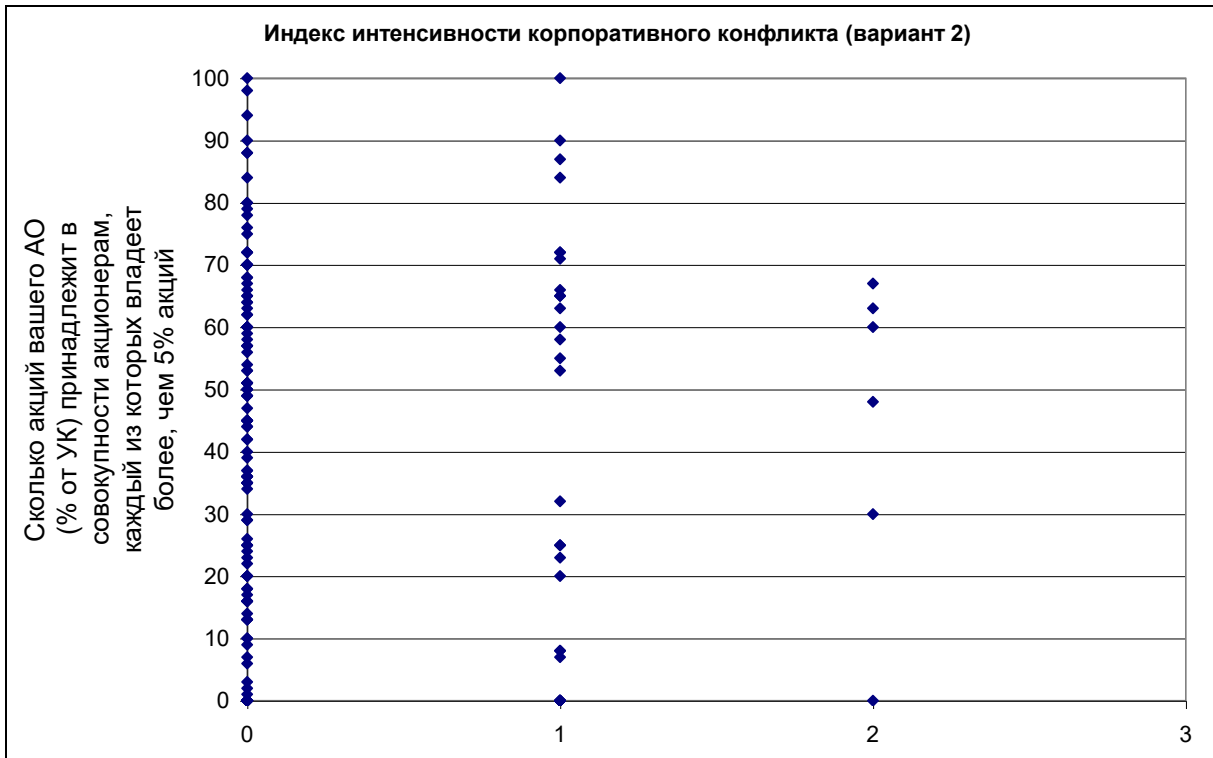


График 16.

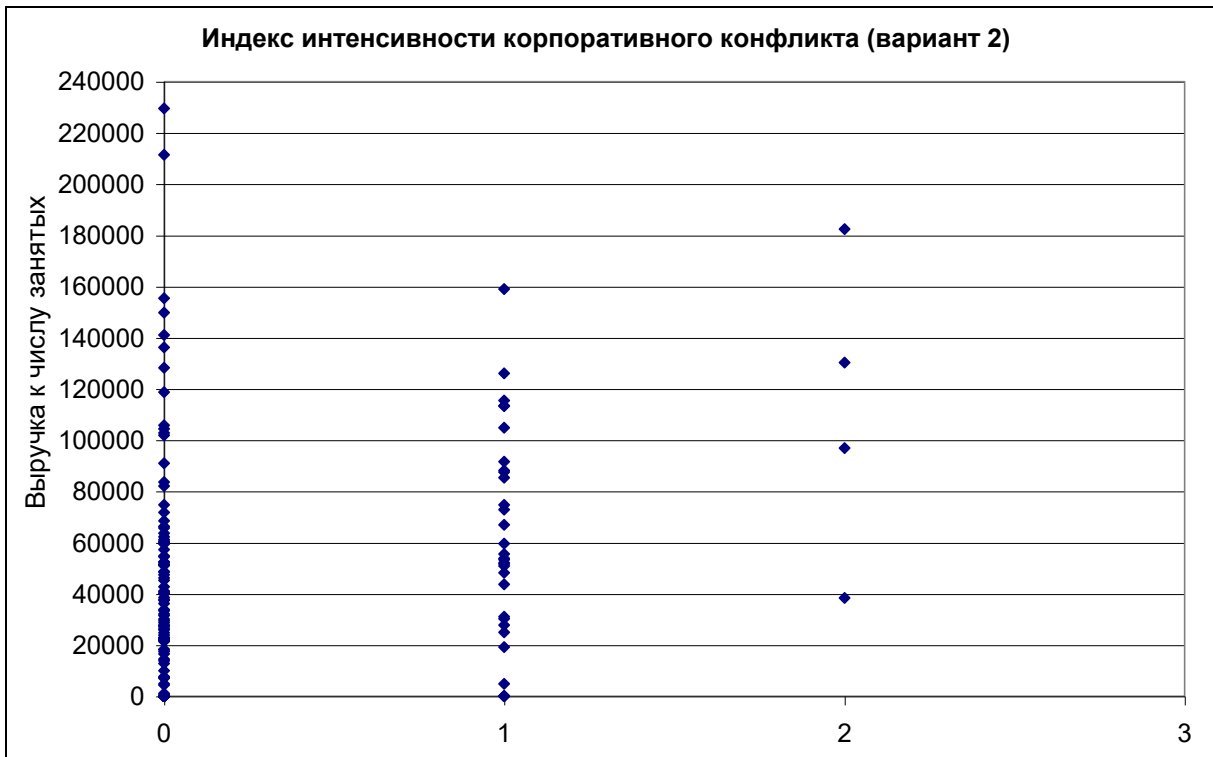


График 17.

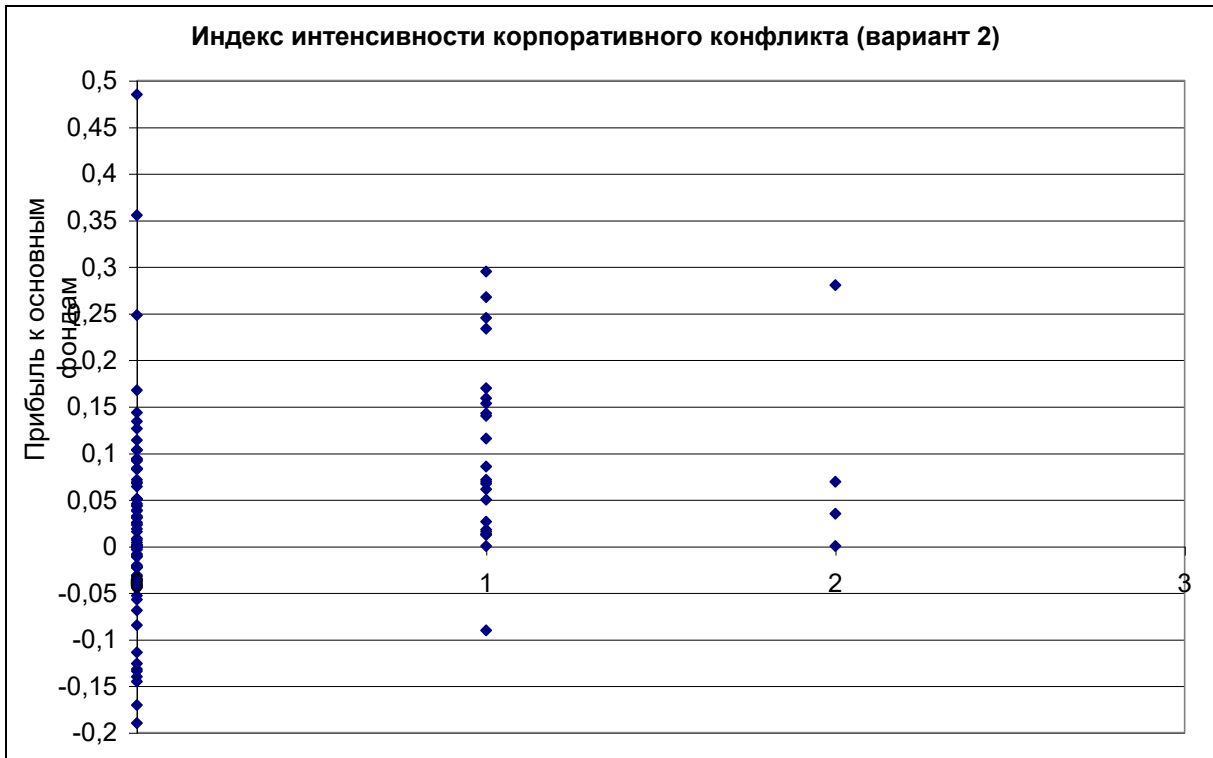


График 18.

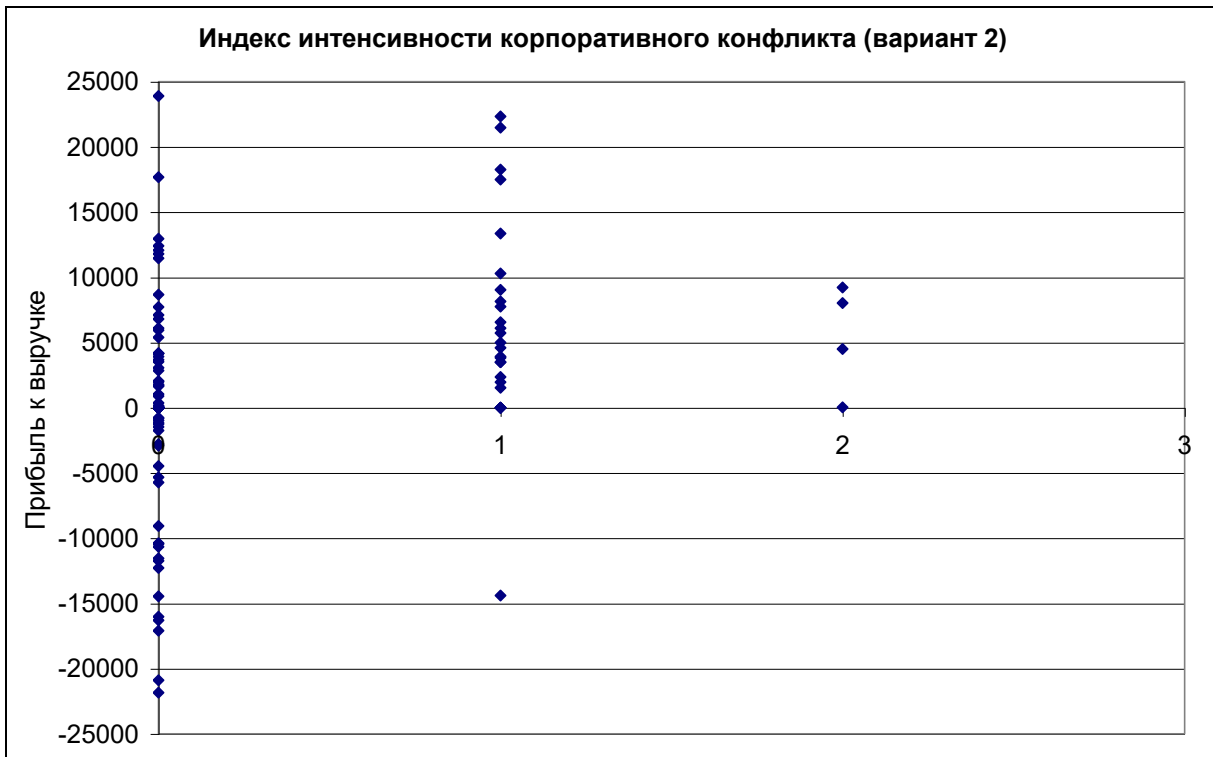


График 19.

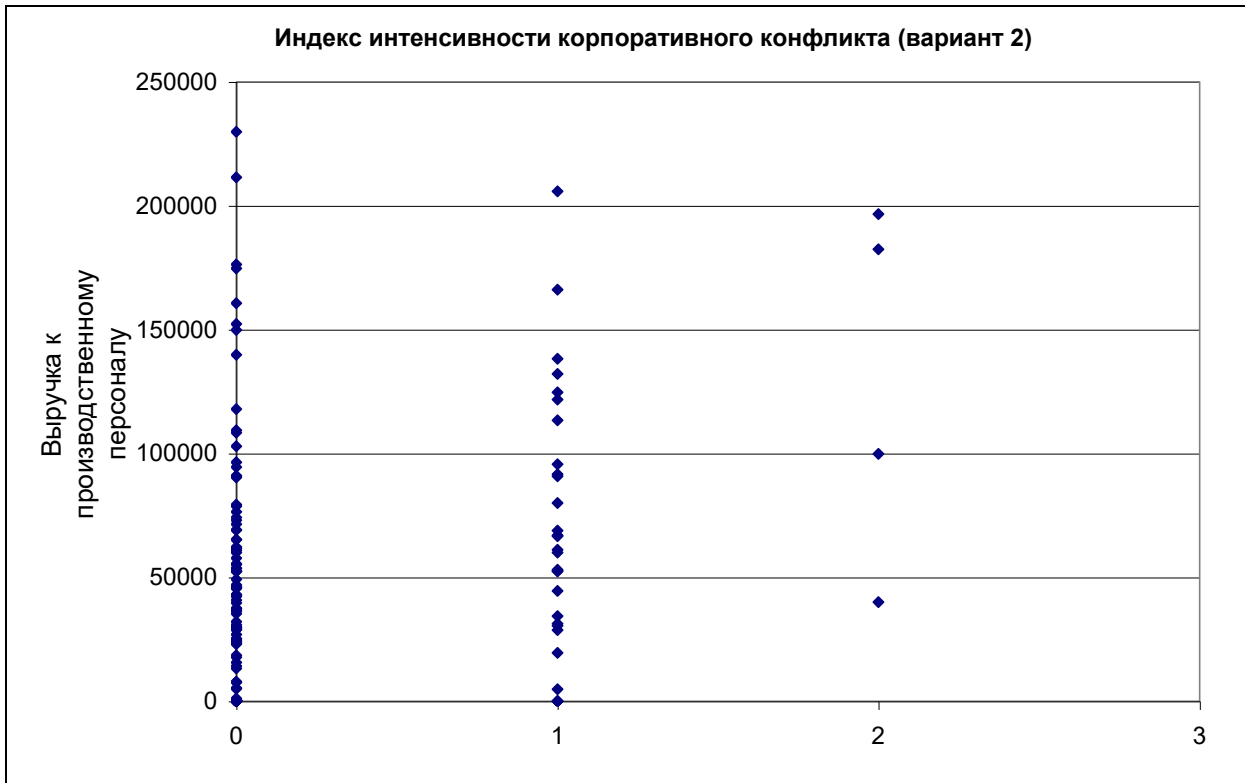
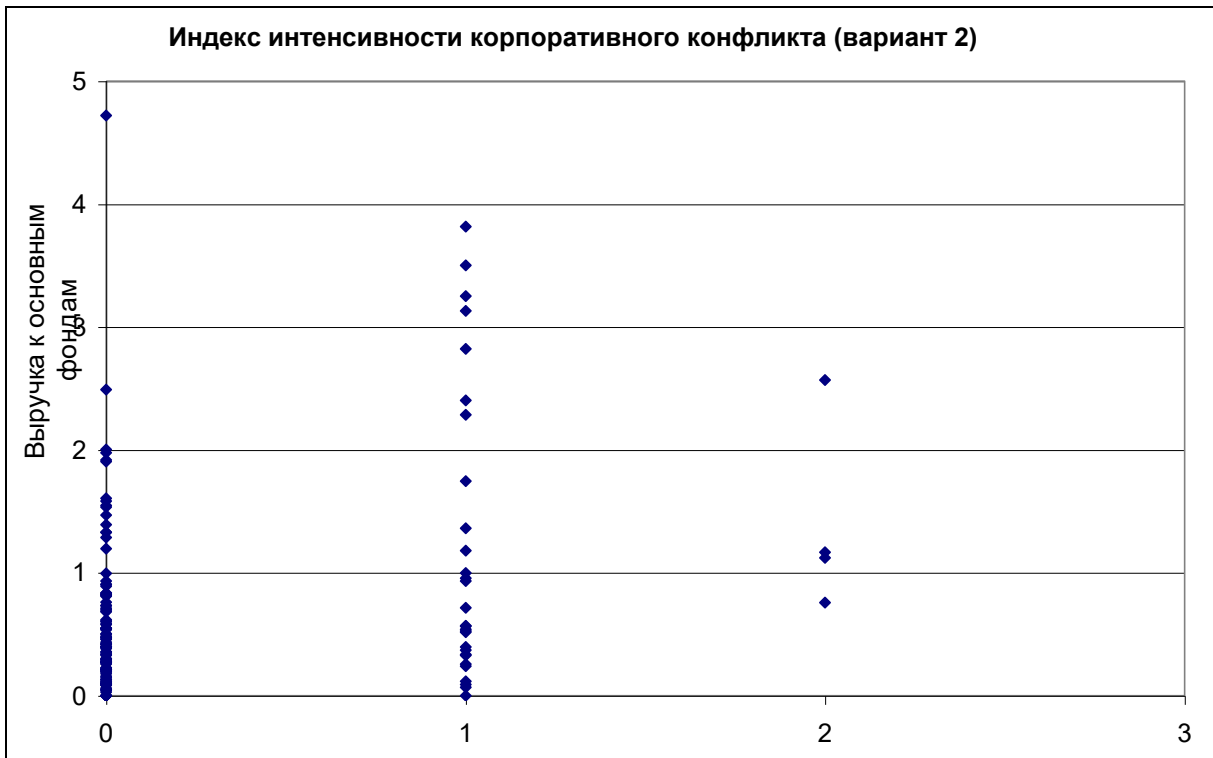


График 20.



**Таблица 1.**

Dependent Variable: CC12  
Method: Least Squares  
Date: 05/22/00 Time: 13:11  
Sample(adjusted): 3 199  
Included observations: 153

Excluded observations: 44 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.117827	0.049964	2.358221	0.0196
GAINEMPL	3.20E-06	1.20E-06	2.666377	0.0085
R-squared	0.085591	Mean dependent var		0.261438
Adjusted R-squared	0.079536	S.D. dependent var		0.496981
S.E. of regression	0.476808	Akaike info criterion		1.369578
Sum squared resid	34.32917	Schwarz criterion		1.409192
Log likelihood	-102.7728	F-statistic		14.13404
Durbin-Watson stat	1.614551	Prob(F-statistic)		0.000243

**Таблица 2.**

Dependent Variable: CC12  
Method: Least Squares  
Date: 05/22/00 Time: 13:12  
Sample(adjusted): 3 199  
Included observations: 104

Excluded observations: 93 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.245773	0.047495	5.174677	0.0000
PROFASSET	1.525518	0.578009	2.639265	0.0096
R-squared	0.091447	Mean dependent var		0.307692
Adjusted R-squared	0.082540	S.D. dependent var		0.541069
S.E. of regression	0.518258	Akaike info criterion		1.542358
Sum squared resid	27.39636	Schwarz criterion		1.593212
Log likelihood	-78.20262	F-statistic		10.26644
Durbin-Watson stat	1.689737	Prob(F-statistic)		0.001808

**Таблица 3.**

Dependent Variable: CC12  
Method: Least Squares  
Date: 05/22/00 Time: 13:14  
Sample(adjusted): 3 199  
Included observations: 114

Excluded observations: 83 after adjusting endpoints

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.267904	0.048012	5.579981	0.0000
PROFGAIN	2.12E-05	5.86E-06	3.614218	0.0005
R-squared	0.104448	Mean dependent var		0.298246
Adjusted R-squared	0.096452	S.D. dependent var		0.530984
S.E. of regression	0.504727	Akaike info criterion		1.487791
Sum squared resid	28.53196	Schwarz criterion		1.535795
Log likelihood	-82.80411	F-statistic		13.06257
Durbin-Watson stat	1.509834	Prob(F-statistic)		0.000453
White Heteroskedasticity Test:				
F-statistic	2.212053	Probability		0.114280
Obs*R-squared	4.369521	Probability		0.112505

**Таблица 4.**

Dependent Variable: CC12  
Method: Least Squares  
Date: 05/22/00 Time: 13:15  
Sample(adjusted): 3 199  
Included observations: 148

Excluded observations: 49 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.109775	0.050763	2.162509	0.0322
GAINEMPL2	2.87E-06	1.04E-06	2.761050	0.0065
R-squared	0.089053	Mean dependent var		0.256757
Adjusted R-squared	0.082813	S.D. dependent var		0.496541
S.E. of regression	0.475536	Akaike info criterion		1.364675
Sum squared resid	33.01569	Schwarz criterion		1.405177
Log likelihood	-98.98592	F-statistic		14.27271
Durbin-Watson stat	1.811876	Prob(F-statistic)		0.000230

**Таблица 5.**

Dependent Variable: CCI2

Method: Least Squares

Date: 05/22/00 Time: 13:16

Sample(adjusted): 3 199

Included observations: 141

Excluded observations: 56 after adjusting endpoints

White Heteroskedasticity-Consistent Standard Errors & Covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.122935	0.050495	2.434603	0.0162
GAINASSET	0.188033	0.061162	3.074322	0.0025
R-squared	0.094912	Mean dependent var		0.262411
Adjusted R-squared	0.088400	S.D. dependent var		0.502073
S.E. of regression	0.479368	Akaike info criterion		1.381385
Sum squared resid	31.94127	Schwarz criterion		1.423211
Log likelihood	-95.38764	F-statistic		14.57617
Durbin-Watson stat	1.744457	Prob(F-statistic)		0.000202

## **Приложение 7. Оценка влияния корпоративных факторов на финансовые показатели предприятий**

### **7.1. Проблема выбора показателей финансово – хозяйственной деятельности**

На стадии статистического анализа данных, полученных по опросам предприятий (см. раздел 3 настоящей работы), подтверждена статистическая значимость некоторых гипотез, касающихся влияния доли инсайдеров в структуре акционерного капитала на показатели экономической эффективности корпорации. Безусловно, анонимные опросы предприятий не позволили получить детальное представление о показателях рентабельности, структуры активов и пассивов компаний, оборачиваемости запасов и ряда других параметров, которые можно извлечь только из детального анализа финансово-бухгалтерской отчетности предприятий.

Однако уже на стадии предварительных исследований авторы столкнулись с проблемой выбора показателей, характеризующих оценку эффективности деятельности предприятия.

Выбор показателя, который не зависел бы от учетной политики предприятия и характеризовал бы эффективность всей деятельности всего предприятия оказался достаточно сложен.

Например, рентабельность вряд ли может служить таким показателем, потому что бухгалтерско-финансовые службы предприятий пытаются всеми возможными методами «накачать» себестоимость с целью снижения налогооблагаемой прибыли (если только предприятие не пользуется значительными льготами или имеет освобождение от налога на прибыль, что тоже весьма нетипично).

Точно также, затруднительно использовать для этой цели показатели, связанные со структурой и качеством основных фондов (например, фондоотдачу), потому что балансовая величина основных фондов является предметом регулярной переоценки. Кроме того, значительная часть предприятий, используя «не совсем» корректные методы оценки намеренно занижают стоимость активов, с целью снижения налога на имущество.

Показатели задолженности или просроченной задолженности не могут служить индикаторами эффективности производства. Дело в том, что доля дебиторской и кредиторской задолженности (в том числе, просроченной) в активах может быть велика



как для неэффективных предприятий, использующих в расчетах бартер и взаимозачеты и наращивающих неплатежи, так и для эффективных предприятий, активно использующих в своей торговой политике поставки продукции и покупки комплектующих в кредит.

Как показал эмпирический анализ крупной выборки, единственным значимым показателем, характеризующим эффективность производства, является отношение валовой выручки к числу занятых, аналог производительности труда. Она положительно зависит от концентрации собственности, положительно – от доли, принадлежащей аутсайдеру и отрицательно – от доли государства.

С другой стороны, из эмпирического анализа крупной выборки хорошо видно, что корпоративные факторы порождают очень небольшую долю дисперсии отношения выручки к числу занятых. Остальная же доля генерируется другими факторами. Можно предположить, что к ним относятся, в частности, межотраслевые различия в трудоемкости (капиталоемкости) производств, воздействие налогового окружения, различия в спросе на продукцию.

## **7.2. Методика анализа**

Из эмпирического анализа достаточно крупной выборки (данные опросов, см. раздел 3 настоящей работы) хорошо видно, что корпоративные факторы порождают весьма небольшую долю дисперсии отношения выручки к числу занятых. Остальная же доля генерируется другими факторами. Можно предположить, что к ним относятся, как внешние (макроэкономические показатели, состояние банковской системы, валютная и таможенная политика, политика региональных властей, адекватность и прозрачность бухгалтерского учета, другие), так и внутренние (налоговое окружение, доля денежных расчетов, вид продукции, доля рынка) факторы.

В настоящем case study мы преследуем две цели. Во-первых, мы хотим выяснить, какие факторы, за исключением корпоративных, определяют распределение отношения выручки к числу занятых на исследуемых нами предприятиях. За счет этого мы сможем более точно указать, чем может определяться оставшаяся на долю некорпоративных факторов доля дисперсии отношения выручки к числу занятых. Во-вторых, мы хотели бы установить, на каких еще показателях эффективности предприятия, кроме отношения выручки к числу занятых могут сказываться

корпоративные факторы, даже если это влияние статистически не подтверждалось для всей генеральной совокупности.

Методика исследования финансового состояния предприятий предусматривала оценку таких показателей по стандартной программе расчета финансовых показателей за 1998-99 гг. в поквартальной динамике.

Помимо уже известных показателей:

- Выручка к числу занятых;
- Доля инсайдеров, %;
- Доля государства, %;
- Концентрация капитала %

нами были рассчитаны следующие аналитические коэффициенты:

- Оборачиваемость запасов;
- Рентабельность капитала;
- Коэффициент текущей ликвидности;
- Показатель обеспеченности собственными средствами;
- Налоговая нагрузка (доля налоговых отчислений от выручки).

Ниже приводятся несколько замечаний по расчету показателей.

Оборачиваемость запасов рассчитывалась в днях (при этом в запасы включались незавершенное производство, готовая продукция, а также сырье и материалы).

Рентабельность капитала – это отношение чистой прибыли к средним активам предприятия за период (год). При этом к чистой прибыли относились нераспределенная прибыль и отвлеченные средства (поскольку их расходование предусматривало наличие прибыли). В бухгалтерском понимании это строки 150 и 160 отчета о прибылях и убытках.

Коэффициент текущей ликвидности – это коэффициент в понимании закона о банкротстве. Отношение текущих активов (раздел 2 баланса) к текущим краткосрочным пассивам (раздел 6 пассива) за минусом собственных фондов, доходов будущих периодов и резервов предстоящих расходов (строки 640,650, 660 пассива баланса).

Налоговая нагрузка – это средняя доля (в процентах) от валовой выручки отчисляемая в бюджеты и внебюджетные фонды (за исключением начислений на заработную плату).

Все показатели рассчитывались на начало года (1 января 1999 г, 1 января 2000 г.). Следует заметить, что практически по всем предприятиям перерасчет выручки и балансовых показателей сделан по данным за 9 месяцев 1999 года. При этом использовался метод простой линейной регрессии.

Чтобы абстрагироваться от доли дисперсии показателей эффективности, определяемой межотраслевыми различиями, мы сравнивали предприятия, принадлежащие одинаковым отраслям.

Для целей case study мы отобрали 8 предприятий, 4 из которых производят продукцию машиностроения, а 4 – пищевую продукцию.

В целом, можно предположить, что предприятия пищевой (перерабатывающей) промышленности имеют более выгодное положение в силу специфики производимой продукции – как правило, это продукция, непосредственно потребляемая населением, и поэтому доля неденежных расчетов в общей выручке предприятия достаточно низка. Кроме того, производственный цикл таких предприятий также крайне небольшой (то есть технология производства не предусматривает значительного числа переделов (сборка и др.) как в машиностроительной отрасли) и общее время от запуска в производство до выпуска готовой продукции может исчисляться всего лишь несколькими часами. В таком случае, увеличение оборачиваемости запасов (материалов) может быть связано только с сезонным спросом или спецификой заготовления сырья.

### **7.3. Пример 1: предприятия машиностроения**

В таблице 7.1 приведены некоторые показатели, характеризующие как изменение финансового состояния за 1999 год, так и структуру акционерной собственности рассмотренных нами предприятий.

**Таблица 7.1**

Показатели	Ед. Изм.	Предприятие 01		Предприятие 02		Предприятие 03		Предприятие 04	
		01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00
Доля инсайдера	%	3	3	52	52	20	20	50	45
Доля государства	%	0	0	35	35	32	32	0	0
Доля 1-го акционера	%	42	42	35	35	32	32	22	22
Выручка/зан	Тыс. руб.	136	320	140	170	55	94	26	48
Оборачиваемость запасов	Дни	135	45	132	110	245	144	85	30
Рентабельность капитала	%	-4,7	5,0	-3,0	1,0	-23	15	7,0	8,0
Текущая ликвидность	коэф	0,36	1,04	1,17	1,18	0,77	0,75	1,44	1,6
Налоговая нагрузка	%	27	27	28	28	25	12	25	25

Проанализируем предварительно, соответствуют ли данные таблицы статистически подтвержденным гипотезам о влиянии корпоративных факторов на эффективность производства на предприятии. С ростом доли инсайдера показатель выручки к числу занятых уменьшается на всех предприятиях, кроме предприятия 02. Аналогично, предприятия 01 и 04, где государство не обладает долей в акционерном капитале, более эффективны, чем Предприятие 03, где в собственности властей является крупный пакет акций. Для всех рассматриваемых предприятий концентрация собственности положительно связана с отношением выручки к числу занятых, что соответствует теоретическим гипотезам. Самый низкий показатель выручки к числу занятых наблюдается на предприятии 04. Как будет показано ниже, это будет связано с его градообразующей функцией.

Бросается в глаза, что все предприятия на начало 1999 года отвечали признакам несостоятельности по показателю текущей ликвидности. Однако ни на одном предприятии, за исключением предприятия 03, не были предприняты меры по инициированию процедуры банкротства.

Теперь сопоставим финансовое состояние и динамику его изменения по отдельным предприятиям подробнее. Также проследим, в какой степени имеющуюся динамику можно связать с влиянием корпоративных факторов.

## Предприятие 01.

Предприятие расположено в г. Ишимбае (Башкортостан). Создано в 1990 г. на базе Ишимбайского НГДУ (нефтегазодобывающего управления) для производства специализированной техники для нефтяников. В советское время были приобретены лицензии на производство финских гидроманипуляторов высокой грузоподъемности (фирмы «ЛОГЛИФТ»). Готовая продукция предприятия представляет собой выносной подъемный кран, установленный на открытой (или с бортами) автомобильной платформе. Как правило, автомобильная база – КРАЗ. Грузоподъемность – до 14 тонн. В 1993 году предприятие было преобразовано в закрытое акционерное общество, учредителями выступили российские нефтяные компании – ЛУКОЙЛ, Кондпетролеум, Башнефть, Татнефть и др.

Производственные мощности – до 120 гидроманипуляторов в год.

Средняя численность персонала – 90 человек.

В 1998 году произошло перераспределение пакетов акций и основную часть акций приобрело АО «Башнефть». Таким образом, владелец этого предприятия является, согласно нашей классификации, высококонцентрированным аутсайдером.

В 1999 году предприятие 01 продемонстрировало резкий рост всех показателей. Еще в 1998 году отношение выручки к числу занятых не превышало 130 тыс. руб. При этом следует иметь в виду, что добавочная стоимость (трудозатраты) на предприятии весьма невысока по сравнению со стоимостью комплектующих (готовые автомобили КРАЗ, импортные комплектующие – гидравлика). Такая специфика производства позволяет иметь достаточно высокий показатель выручки к числу занятых. По результатам 1998 года компания получила убыток в размере 1,2 млн. руб. Однако в 1999 году из-за резкого изменения конъюнктуры рынка выручка выросла более чем в 2 раза (при том же – около 100 человек – числе работников). Это объясняется тем, что круг потребителей продукции предприятия весьма узок, включает в себя, преимущественно, нефтяные компании. Из-за резкого повышения цен на нефть компании-экспортеры стали получать дополнительную прибыль, у них появились свободные оборотные средства и у них появилась возможность приобретать дорогостоящую технику (то есть делать капитальные вложения, которые затем можно впоследствии прольготировать по налогу на прибыль).

## Предприятие 02.

Предприятие расположено в г. Ишимбае (Башкортостан). Создано было в 1978 году как предприятие ВПК (военно-промышленного комплекса) для производства двухзвенных болотоходов. Это уникальная техника высокой проходимости и грузоподъемности. Аналогичные изделия производит лишь одна канадская фирма. Грузоподъемность до 30 тонн, при плавании по воде - до 5 тонн. Предприятие приватизировалось по второму варианту приватизации. В 1996 году пересмотрело устав. Дополнительных эмиссий акций не было. В настоящее время основной собственник – государство (через представителей Росвооружения). В федеральной собственности находится почти 36% акций. Еще 52% находятся в собственности трудового коллектива. Остальное - физические и юридические лица.

Таким образом, владельцами предприятия являются инсайдеры и государство с блокирующим пакетом акций в федеральной собственности. Концентрация собственности средняя.

Следует также отметить, что предприятие претерпевает структурную реорганизацию. В середине 1998 года было сменено руководство завода (генеральный директор и главный инженер). Новым руководителем назначен бывший директор малого государственного предприятия «ВИТЯЗЬ» - 100% дочернего предприятия завода, которое занималось ремонтом и эксплуатацией двухзвенных транспортеров.

В настоящее время предприятие выделяет непрофильные производства в самостоятельные компании с образованием новых юридических лиц в форме обществ с ограниченной ответственностью.

Завод транспортного машиностроения имеет средние показатели выручки – 140-150 тыс. руб. на одного работающего. Однако это связано во многом с использованием дорогостоящей техники и высоким уровнем добавленной стоимости (на одно изделие), поскольку производственный цикл на предприятии достаточно длительный. При нарушенной технологической цепочке производство одного транспортера может занимать свыше 3 месяцев. Этим объясняются достаточно низкие показатели оборачиваемости запасов 130-140 дней.

Несмотря на то, что благодаря активизации закупок государственным сектором (в частности, МЧС) и крупными компаниями-экспортерами (например, Газпромом) в 1999 году предприятию удалось получить положительные финансовые результаты -

бухгалтерскую прибыль, существенных изменений в финансовом состоянии предприятия не произошло.

Наблюдавшийся рост выручки и других финансовых результатов вряд ли можно связать с изменением менеджмента компании, произошедшим в 1998 году. Смена директорского корпуса произошла под влиянием председателя совета директоров компании – бывшего «красного» директора, использующего личные связи в ГК «Росвооружение» для поиска частной ренты и главного акционера – представителя федерального фонда имущества.

Действия, предпринимаемые компанией с целью реструктуризации, представляются экономически слабо обоснованными, так как неочевидно, что выделение вспомогательных подразделений в самостоятельные юридические лица приведет к заметному изменению финансового положения предприятия.

Из рассматриваемых предприятий это практически единственное, которое имеет весьма значительную долю государственного пакета. Из практики работы этого предприятия видно, что реструктурировать (или преобразовывать кардинально) завод его руководство не может. Это связано с тем, что все существенные изменения должны пройти согласование в МГИ. А федеральный собственник заинтересован в сохранении основного профиля предприятия, так как производство болотоходов для перевозки военной техники и снаряжения многими воспринимается как важное со стратегической точки зрения.

В целом предприятие 02 является ярким примером отрицательного влияния государства и распыленного инсайдера на эффективность предприятия.

### **Предприятие 03.**

Предприятие расположено в г. Перми.

Предприятие производит шахтные вагонетки, опрокидыватели, конвейеры и бункера. Аналогичную номенклатуру продукции производит несколько российских предприятий.

Акционировались по второму варианту приватизации.

Значительный пакет акций находится в государственной собственности. Небольшая часть акций принадлежит трудовому коллективу. Вновь назначенный менеджмент (генеральный директор, коммерческий директор) владеет через юридическое лицо блокирующим пакетом (около 30%).

Таким образом, владельцев предприятия можно отнести к инсайдерам со средней концентрацией собственности.

В течение последнего времени предприятие постоянно переходило из рук в руки и практически не работало, а потому финансовое состояние на начало 1999 года было крайне сложным (коэффициент текущей ликвидности ниже 1). Убытки за 1998 год превысили 20 млн. руб. Отрицательная рентабельность капитала составила 23%.

Однако с конца 1998 года предприятием стал руководить директор, перешедший на эту должность с должности арбитражного управляющего. И в 1999 году предприятие 03 кардинальным образом изменил свои финансовые показатели. Это произошло благодаря тому, что менеджменту предприятия удалось сформировать портфель заказов на горно-шахтное оборудование, наладить взаимоотношения с основным заказчиком – концерном «Норильский никель». Кроме того, решающее значение сыграло соглашение с региональной администрацией об отсрочке налоговых платежей в местный бюджет. В этом аспекте предприятие 03 представляет собой пример положительного влияния местных администраций на финансовое состояние предприятий. Благодаря подобной налоговой политике местных властей, несмотря на то, что показатели текущей ликвидности остаются ниже 1, оборотные средства компании выросли за счет нераспределенной прибыли и эффективность производства возросла.

#### **Предприятие 04.**

Предприятие расположено в г. Медногорске Оренбургской области.

Основная продукция предприятия – синхронные и асинхронные электродвигатели. Кроме того, предприятие производит низковольтную пусковую аппаратуру (электромагнитные пускатели). Электродвигатели используются в станкостроении, производстве насосов, холодильников, других отраслях. Предприятие имеет сертифицированные двигатели для поставок за рубеж. Свыше 60% продукции поставляется на экспорт.

Основным конкурентами являются заводы электродвигателей в Ярославле, Владимире, Гомеле (Белоруссия).

Достаточно распыленный пакет акций предприятия находится в руках трудового коллектива. В настоящее время идет активная скупка акций руководством компании и их концентрация у физических лиц – руководителей компании.



Таким образом, владельцем предприятия является инсайдер. Концентрация собственности низкая, но наблюдается тенденция к ее повышению. Руководство компании предпринимает усилия по привлечению инвесторов и дополнительных эмиссий акций. Открытость компании позволила создать на базе моторного производства новое предприятие с участием иностранного капитала (27%), партнером в котором выступила итальянская фирма.

В 1995 году на заводе сменился генеральный директор. До этого завод производил минимум продукции и имел отрицательные финансовые показатели (убытки).

На сегодняшний день, при наличии вполне удовлетворительных показателей текущей ликвидности, у предприятия 04 достаточно невысокий показатель отношения выручки к числу занятых. Он колеблется от 26 до 48 тыс. руб. Это можно объяснить спецификой градообразующего предприятия. В таком маленьком городе как Медногорск (более 30% трудоспособного населения работает на одном предприятии) руководство не может сократить лишние рабочие места без серьезных социальных последствий. Общая численность работающих составляет свыше 3500 человек, хотя для выполнения производственной программы вполне хватило бы 600-700 человек.

#### **7.4. Пример 2: пищевая промышленность**

Предприятия пищевой промышленности, безусловно, должны иметь финансовые показатели, отличающиеся в среднем от предприятий машиностроения. Это обусловлено, прежде всего, спецификой отрасли: высокой оборачиваемостью запасов, высокой долей денежных расчетов, ориентацией на конечных потребителей.

Гипотезы о зависимости отношения выручки к числу занятых от доли аутсайдеров, инсайдеров и государства и степени концентрации капитала проявляются здесь более ярко, чем для предприятий машиностроения.

В таблице 2 приведены некоторые показатели, характеризующие как изменение финансового состояния за 1999 год, так и структуру акционерной собственности рассмотренных нами предприятий.

**Таблица 7.2.**

Показатели	Ед. Изм.	Предприятие 05		Предприятие 06		Предприятие 07		Предприятие 08	
		01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00	01.01.98	01.01.00	01.01.99	01.01.00
Доля инсайдера	%	18	18	8	8	100		52	
Доля государства	%	26	26	10	10	0		0	
Доля 1-го акционера	%	17	17	5	5	100		25	
Выручка/зан	тыс. руб.	270	380	230	360	1600		1800	
Оборачиваемость запасов	Дни	26	34	33	28	21		70	
Рентабельность капитала	%	7,0	4,7	10	5,7	800		-0,05	
Текущая ликвидность	Кэф	7,3	1,88	3,7	3,6	1,1		1,4	
Налоговая нагрузка	%	21	21	20	20	8		20	

Из предварительного анализа таблицы видно, что более концентрированные предприятия 08 и 07 имеют больший показатель отношения выручки к числу занятых, чем слабо концентрированное предприятие 05. Другим фактором, который, возможно, оказал отрицательное влияние на эффективность предприятия 05, явилось наличие среди его акционеров государственных структур.

### **Предприятие 05**

Предприятие расположено в г. Перми. Производит колбасные изделия и полуфабрикаты. Это одно из старейших предприятий из тех, которые нами рассмотрены. Общее число работающих 1150 человек. Акционировались по 2 варианту приватизации в 1992 году. Все акции обыкновенные.

Имеет холодильное оборудование на 3600 тонн. Ежедневное производство 20 – 30 тонн готовых колбасных изделий и полуфабрикатов. Задолженности по зарплате нет.

Показатель выручки к числу занятых недостаточно высок для этой отрасли. Это связано, на наш взгляд, с дефицитом оборотных ресурсов и вынужденной работой на давальческом сырье. Использование давальческой схемы приводит к зависимости предприятия от поставщиков, которые получают возможность диктовать менеджменту

оптовые цены на отпускаемую продукцию. Следствием заниженных отпускных цен являются низкие показатели прибыльности и рентабельности.

В конце 1999 года происходило перераспределение пакета акций между акционерами и концентрация его у поставщиков. Кроме того, предполагалась смена директора (работающего в должности с 1969 года!). В данном случае можно отметить влияние достаточно консервативного директорского корпуса на проведение активной маркетинговой политики, необходимой для роста выручки предприятия.

### **Предприятие 06**

Предприятие производит молочную продукцию свыше 30 наименований, включая мороженное. Однако основная выручка, получаемая предприятием, связана с реализацией молока в пакетах. На долю этого предприятия приходится свыше 50% общего рынка молочной продукции в городе Перми.

Предприятие акционировалось по второму варианту приватизации в 1992 году. Все акции обыкновенные. Размер уставного капитала 30 млн. руб. Привилегированных акций нет. Общее число работающих 750 человек.

По сведениям дирекции, нет акционеров, владеющих свыше 25% акций. Доля государства составляет 10%. У дирекции в собственности находится пакет в 8% акций. В соответствии с нашей классификацией корпоративных факторов предприятие можно отнести к слабоконцентрированному инсайдеру. Предприятие ежегодно выплачивало дивиденды. В настоящее время идет активная скупка акций как у работников предприятия, так и у мелких акционеров.

По показателям выручки к занятым это предприятие практически полностью идентично к данным предприятия 05. В 1999 году предприятие увеличило объемы продаж как в натуральном исчислении, так и в денежном выражении. Резкий прирост связан с сокращением поставок дорогих импортных (пастеризованных) продуктов и правильно выбранной маркетинговой стратегией (на дешевое молоко в пленке и разливное в бочках).

Хотя в настоящее время предприятие выглядит весьма привлекательным в инвестиционном плане, но руководство не торопится с установкой дорогих импортных линий для производства молока в тетрапаках, сыров, пастеризованной продукции. Это объясняется сложившейся структурой потребления продуктов в регионе, а также

отчасти низким качеством сырья (молока), которое невозможно использовать для производства твердых сыров.

Предприятие проводит консервативную политику по привлечению инвестиций или расширению спектра новых продуктов, поскольку предприятия – конкуренты (с новым оборудованием и, соответственно, дорогими продуктами) испытывают трудности со сбытом своих товаров и загрузкой мощностей.

### **Предприятие 07**

Предприятие 07 создано в Москве в 1998 году и занимается производством газированных прохладительных напитков, продаваемых под маркой РС. Предприятие полностью соответствует гипотезе об эффективности функционирования компаний, созданных после перехода к рыночным отношениям.

Учредителем и владельцем компании является единственное физическое лицо, действующее через оффшорную фирму.

Высококонтрированный собственник, одновременно являющийся главным менеджером, обеспечивает эффективный бизнес. Показатели выручки к занятым за 1998 год превысили 1600 тыс. руб. Это стало возможным благодаря использованию новейшего высокотехнологичного оборудования. Так, линия по «выдуву» пластиковых бутылок и расфасовки газированных напитков типа РС-колы, обслуживается всего тремя специалистами. Кроме того, благодаря грамотному налоговому планированию, предприятие 07 обладает различными налоговыми льготами:

- По прибыли как малое предприятие, производящее пищевую продукцию;
- По налогу на добавленную стоимость – как предприятие инвалидов;
- По налогу на имущество.

### **Предприятие 08**

Предприятие 08 ведет свою историю еще с довоенных 30-х годов, когда на окраине Москвы было построено зернохранилище. В середине 80-х годов было построено современное зернохранилище (элеватор) и приобретено оборудование для мельницы у швейцарской компании. Проектная мощность 2-х мельниц выработка - 500 тонн муки высшего качества в сутки (из пшеницы). Предприятие в 1993 году был приватизирован по 2-му варианту приватизации. В настоящее время доли государства в

акционерном капитале нет. Основная часть акций (свыше 52 процентов) принадлежит коллективу предприятия, в том числе и руководству комбината.

Таким образом, собственник предприятия является инсайдером, концентрация собственности средняя.

Хотя по показателю доли инайдера предприятия 07 и 08 различаются существенно, но по показателю выручки к числу занятых два предприятия находятся примерно на одном уровне. Эти компании сближает весьма высокий уровень автоматизации. Аналогично автоматической линии приготовления и разлива напитков, элеватор и мельницу обслуживает небольшое число специалистов в смене. Доля трудозатрат в структуре себестоимости продукции предприятия 08 не выше 2%. Для производственной эффективности такого типа предприятий определяющим является уровень автоматизации и размеры рынка сбыта. Огромный рынок сильногазированных напитков Москвы и Московского региона практически сопоставим с рынком муки и других продуктов переработки - манка, отруби.

Кроме того, общим в этих двух предприятиях (07 и 08) является достаточно высокий уровень концентрации капитала (в 08 генеральный директор вместе с контролируемым им фирмами владеет свыше 40% голосующих акций).

Для 08 и аналогичных им предприятий характерно поведение квазимонополиста. Основной их целью является непосредственное оказание услуг и поставка продукции. При этом ценовая политика приближена к тарифной политике естественных монополий. Причиной этого, помимо социальной значимости отдельных предприятий, является специфическое понимание целевой функции предприятия, по-видимому, сохранившееся с советских времен директорского корпуса. В отличие от коммерческой структуры, финансовый результат не является определяющим в ценовой политике предприятия.

Именно поэтому, несмотря на внешнюю схожесть компаний, финансовые результаты предприятия 07 и 08 отличаются кардинально. Уровень рентабельности капитала по финансовым результатам за 1999 год на 08 отрицательный, т.е. по итогам финансового года получены убытки.

### 7.5. Пример 3: предприятие - региональный монополист («Пермьэнерго»)

Особый статус, а также и показатели финансово-хозяйственной деятельности имеют предприятия – монополисты (квазимонополисты). В качестве примера можно рассмотреть открытое акционерное общество «Пермьэнерго». Эта энергетическая компания, осуществляющая выработку и реализацию тепловой и электрической энергии на территории Пермской области.

Открытое акционерное общество энергетики и электрификации «Пермьэнерго» (головной офис компании находится в г. Пермь) акционировалось по 1-му варианту льгот для трудового коллектива в 1992 году. Общее количество занятых составляет (на конец 1999 года) 18700 человек, из них 15200 человек – промышленно-производственный персонал.

В состав «Пермьэнерго» входят 13 тепловых и 1 гидравлическая электростанции, 9 предприятий электрических и тепловых сетей, 8 общесистемных ремонтных и обслуживающих предприятий. Ниже приводится перечень основных электростанций, их установленная мощность и доля в процентах от общей мощности областной энергосистемы.

Яйвинская ГРЭС – 16	600 (МВт)	30%
Пермская ТЭЦ – 9	484,5	23
Пермская ТЭЦ – 14	345,0	17
Чайковская ТЭЦ – 18	170,0	8
Остальные	456,4	22

Выручка от реализации (в 1998 году) составила 6628 млн. руб. Бухгалтерский убыток (учетная политика в целях налогообложения по оплате) составил 176 млн. руб. Стоимость основных фондов составила – 10993,4 млн. руб. Размер уставного капитала компании составляет – 2616,1 млн. руб. Общее количество акционеров – 9312.

В таблице 7.3 приводится краткая характеристика акционерного капитала

**Таблица 7.3.**

Акционер	% уставного капитала по обыкновенным акциям	% уставного капитала по привилегированным акциям	% уставного капитала общий
Иностранные лица	3,14	1,44	4,58
Номинальные держатели	64,87	11,46	76,35
Физические лица			
1.Работники «Пермьэнерго»	5,76	7,66	13,42
2.Сторонние акционеры	1,71	2,35	4,06

Анализируя степень концентрации можно отметить, что 4 номинальных держателя акций владеют акциями около 70% от уставного капитала. Существует всего 1 акционер (номинальный держатель) владеющий акциями свыше 25% от уставного капитала.

Показатель выручка к числу занятых в данном случае (по данным 1998 года) составляет около 350 тыс. руб. на 1 работающего. При этом степень концентрации капитала можно оценить как высокую. По сведениям, которые представило руководство ОАО «Пермьэнерго», можно только лишь предположить долю инсайдера на уровне 20 -27%, поскольку номинальные держатели могут иметь и высокую долю акций самих менеджеров компании. Что касается доли государства, то ее наличие можно установить только косвенно по составу совета директоров компании – из 9 членов 3 – представители компании, 5 – представители крупных акционеров и 1 представитель государства.

Финансовое положение компании было вполне удовлетворительным до 1997 года, что позволяло выплачивать дивиденды по привилегированным акциям (с 1993 по 1996 гг.). Финансовые результаты 1998 года крайне сложно комментировать. Убытки, полученные в 1998 году, могут связаны со скачкообразным ростом затрат по 4-му кварталу 1998 года. Поскольку тарифы на тепло- и электроэнергию не изменялись столь динамично, как стоимость прочих ресурсов.

Поскольку в систему ОАО «Пермьэнерго» входит свыше 30 обособленных структурных подразделений, каждое из которых является самостоятельным

налогоплательщиком, то и общие финансовые результаты акционерного общества складываются из результатов деятельности отдельных подразделений.

В таблице 7.4 приведены некоторые показатели структурных подразделений «Пермьэнерго» по начислению и уплате налогов в 1998 году.

**Таблица 7.4.**

№	Предприятие	Недоимка на 01.01.98 г.	Начислено на 01.01.99 г.	Уплачено на 01.01.99 г.	Задолженность на 01.01.99 г.
1.	ПТЭЦ – 6 ОАО Пермьэнерго	549	4745	4298	996
2.	Пермская ТЭЦ - 9	186	8550	7562	1174
3.	ОАО Камская ГЭС	15792	31909	24664	23037
4.	Пермская ТЭЦ – 14	2075	7841	6745	3171
5.	Пермская ГРЭС	100737	188360	88128	200987
6.	Воткинская ГЭС	4820	28582	21074	12328
7.	ТЭЦ Пермьэнерго	4287	6820	8572	2535

В заключении можно отметить, что такое распределение показателей по «Пермьэнерго» слабо подтверждает гипотезу прямой корреляции корпоративных факторов (в данном случае доли инсайдеров) на результаты финансово хозяйственной деятельности (показатель выручки к числу занятых). Отсутствие корреляции финансовой эффективности с показателями концентрации капитала может свидетельствовать, что традиционный подход для компаний-монополистов неприемлем. Здесь может оказывать влияние фактор слабой управляемости компании с разветвленной сетью филиалов, технологическая отсталость основных производственных фондов, а главное – нерыночный механизм ценообразования для реализации собственных услуг и электроэнергии.