

**ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ
ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА**

НАУЧНЫЕ ТРУДЫ
№ 36Р

А.Д. Радыгин, Р.М. Энтов

**Корпоративное управление и защита
прав собственности:
эмпирический анализ и актуальные
направления реформ**

**Москва
2001**

Институт экономики переходного периода

Настоящая монография обобщает результаты ряда исследований, проводившихся в ИЭПП в 2000-2001 годах. Среди наиболее актуальных проблем создания благоприятной институционально-правовой среды долгосрочного развития корпоративного сектора в России авторы анализируют теоретические подходы к проблеме прав собственности в контексте задач экономической реформы, прикладные задачи и направления реформы в области защиты прав собственности. Важным элементом проводившихся исследований стала также эмпирическая оценка изменений в структуре собственности и взаимосвязей между различными типами собственников, уровнями концентрации, корпоративными конфликтами и показателями экономической эффективности (финансового поведения) российских корпораций.

Авторы: **Радыгин Александр Дмитриевич**, доктор экономических наук, член Совета директоров ИЭПП; **Энтов Револьд Михайлович**, профессор, доктор экономических наук, академик РАН, главный исследователь ИЭПП.

Компьютерный дизайн: А. Астахов

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

ISBN 5-93255-059-7

Лицензия на издательскую деятельность Серия ИД № 0279 от 19 июня 2000 г.
103918, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (095) 229-6413, FAX (095) 203-8816

E-MAIL – root @iet.ru, **WEB Site** – <http://www.iet.ru>

© **Институт экономики переходного периода 2001**

ОГЛАВЛЕНИЕ

Введение	5
Часть 1. Права собственности: теоретические и эмпирические подходы	7
1. Современные концепции прав собственности	7
2. Права собственности и обязательства, внушающие доверие	18
3. Теория собственности и итоги массовой приватизации	21
4. Эмпирический анализ экономических последствий утверждения прав частной собственности	30
5. Краткий обзор исследований динамики структуры собственности в различных странах с переходной экономикой	32
6. Некоторые проблемы методологии эмпирических исследований финансового поведения предприятий в странах с переходной экономикой	40
Часть 2. Финансовое поведение, структура собственности и особенности корпоративного управления: опыт эмпирического исследования российских предприятий	45
7. Формулировка основных гипотез	45
8. Метод опроса	49
9. Описание выборки	53
9.1. Основные характеристики выборки	53
9.2. Структура собственности на опрошенных предприятиях: распределение по доминирующим типам собственников и по уровням концентрации собственности	68
9.3. Проверка выбранных гипотез	81

Часть 3. Актуальные направления реформ	122
10. Защита прав собственности: общие принципы и задачи реформы	122
11. Корпоративное управление и защита прав акционеров (инвесторов)	127
11.1. Общие замечания	127
11.2. Акционерное право	129
11.3. Реорганизация	133
11.4. Прозрачность и инсайдерские сделки	136
11.5. Вывод активов	137
11.6. Идентификация принципалов («групп»)	140
12. Баланс интересов кредиторов и предприятий-заемщиков (банкротства)	142
13. Залог	146
14. Траст (доверительное управление)	150
15. Переход имущества	154
16. Собственность и общественные интересы	158
Заключение	164
Приложения	176
Приложение 1	176
Приложение 2	181
Приложение 3	204
Приложение 4	214
Приложение 5	218
Приложение 6	243
Приложение 7. Оценка влияния корпоративных факторов на финансовые показатели предприятий: несколько примеров	255
Источники	271

Введение

Наиболее общие (постановочные) проблемы развития системы прав собственности и корпоративного управления в России рассматривались авторами в монографии, выпущенной ИЭПП по итогам исследований 1998-1999 годов в рамках проекта, финансируемого Агентством США по международному развитию (USAID).¹ В частности, авторы уделяли основное внимание таким предварительным вопросам, как роль приватизации для формирования модели корпоративного управления, основные тенденции формирования корпоративного законодательства в странах с переходной экономикой, общее развитие нормативно-правовой базы корпоративного управления и защиты прав акционеров, сравнительная оценка возможных прикладных моделей построения долгосрочной системы корпоративного управления, роль рынка корпоративных ценных бумаг, анализ влияния финансового кризиса на динамику и особенности процессов перераспределения собственности в России. Это позволило с учетом среднесрочной перспективы оценить современную роль классических внешних механизмов корпоративного управления для специфики функционирования российских корпораций.

Настоящая монография обобщает результаты ряда исследований, проводившихся в ИЭПП в 2000-2001 годах также в рамках исследовательской программы ИЭПП-USAID.

В настоящее время наиболее актуальными являются проблемы создания общей благоприятной институционально-правовой среды как фактора долгосрочного развития национальной модели корпоративного управления в России и, в целом, развития корпоративного сектора российской экономики. Соответственно, основной целью стало выявление наиболее значимых «белых пятен» формирования стабильной системы прав собственности и разработка комплекса правовых рекомендаций среднесрочного характера. С содержательной точки зрения это предполагает:

- анализ подходов к проблеме прав собственности в контексте задач экономической реформы (с учетом новых подходов в современной теории);
- комплексная оценка принципов и задач реформы в области защиты прав собственности в России;
- комплексный обзор основных направлений реформы и практические рекомендации (акционерное право, реорганизация, инсайдерские сделки, иденти-

¹ См.: Радыгин, Энтов, 1999.

фикация принципалов («групп»), банкротства, залог, траст (доверительное управление), переход имущества и др.).

Важным элементом проводившихся исследований стала также эмпирическая оценка изменений в структуре собственности и взаимосвязей между различными типами собственников, уровнями концентрации и показателями экономической эффективности (финансового поведения) российских корпораций. В частности, 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 пост-приватизационной структуры собственности на основе собственных исследований и их результатов авторов настоящей работы, дано описание проведенного ИЭПП 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), осуществляется проверка основных гипотез, сформулированных для настоящего исследования.

Безусловно, представленные 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 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.

Часть 2 настоящей работы подготовлена совместно с к.э.н. С.А.Архиповым, который осуществлял обработку массива данных и эконометрические исследования. Раздел 10 подготовлен при участии к.э.н. Н.А.Шмелевой. Приложение 7 подготовлено к.э.н. Ю.Г.Грицуном. При подготовке публикации использованы также некоторые результаты новых исследований, проведенных А.Д.Радьгиным и Р.М.Энтовым по соответствующим проблемам в рамках Российско-Европейского центра экономической политики.

Часть 1. Права собственности: теоретические и эмпирические подходы

1. Современные концепции прав собственности

В рамках традиционной теории (см., например, Barzel 1989, Bromley 1991) в последнее время все чаще выявлялась недостаточность прежних, чрезвычайно общих («универсалистских») концепций, характеризующих права собственности¹. Новые подходы к анализу экономического содержания собственности все теснее связывались с проблемами хозяйственной эффективности и особенностями хозяйственных и правовых отношений (прежде всего контрактных отношений), складывающихся между теми, кто принимает участие в функционировании фирмы - владельцами факторов производства, работниками, менеджерами, кредиторами и др.

Не только при экономической оценке альтернативных структур собственности, но и при выборе правовых процедур, регулирующих имущественные отношения, в качестве главного критерия судебных решений выдвигаются соображения хозяйственной эффективности. Это критерий, который «несмотря на всё своё несовершенство, по-прежнему остается единственным чуждым произвола мерилом справедливости решения, принимаемого судом, во исполнение государственной политики и осуществление надзора за таковой...» (Маттеи 1999, стр. 80). Таким образом, даже морально-этические оценки («мерило справедливости» и т.п.) все чаще связываются с экономической эффективностью реализации тех или иных структур имущественных отношений.

В качестве общего фона при анализе прав собственности обычно фигурирует совокупность контрактных отношений, складывающихся внутри фирмы и между частными фирмами (напомним, что современные теоретические концепции - см., например, Jensen, Meckling 1976; Williamson 1985; Alchian, Woodward 1988 и др. - обычно характеризуют фирму как «nexus of contracts», средоточие контрактов). В рамках разветвленной системы контрактов отношения собственности существенно модифицируются. В одних случаях они могут «облекаться в одежды» контрактных прав, а в других -

¹ Более подробный анализ послевоенной эволюции теории собственности приведен в работе Капелюшников 1990.

обнаруживаться в условиях, которые не предусмотрены (не могут быть предусмотрены) действующей системой контрактов. При этом можно утверждать, по-видимому, что чем более полон представленный в контрактах перебор возможных ситуаций (и соответственно - прав и обязанностей каждой стороны в рассматриваемых ситуациях), тем меньшую роль играют «остаточные права», служащие индикатором выявляющихся отношений собственности. Подобный подход помогает полней и четче высветить реальное влияние собственника в сложнейшей структуре современных имущественных отношений (а вместе с тем роль различных групп акционеров, менеджеров, кредиторов, владеющих облигациями, тесно связанных институтов и т.д. в условиях господства корпоративной собственности).

Согласно одному из исходных теоретических постулатов, права собственности выступают на первый план в рыночных отношениях между фирмами; взаимодействуя друг с другом, каждая фирма реализует свои имущественные права. Что же касается взаимодействий между различными участниками внутри фирмы, то их отношения непосредственно регулируются правами собственности лишь в ситуациях, не предусмотренных (недостаточно четко определённых) условиями контрактов.

Система прав и обязанностей, предусмотренная заключенными контрактами, обычно предоставляет руководителям корпорации сравнительно большую свободу распоряжения ресурсами фирмы, включая трудовые и финансовые ресурсы. Именно это и обеспечивает достаточно широкие возможности внутрифирменного управления и дополнительные («нерыночные») возможности перераспределения ресурсов².

Экономический анализ стремится выявить особенности современной многоярусной собственности и, в частности, особенности перехода права распоряжения ресурсами от «конечного» владельца факторов производства к корпорации. Никакие контрактные отношения не могут предусмотреть все возможные варианты последующего развития событий (states of nature) и оговорить права и обязанности сторон в каждом из случаев. Поэтому именно в непредусмотренных системой контрактов ситуациях и выявляются «остаточные» (по отношению к контрактным) права контроля, в том

² Совокупность отношений, связанных с перераспределением финансовых ресурсов внутри фирмы, иногда характеризуют как более гибкий "внутренний" рынок капитала - см. Stein 1997

числе контроля над используемыми корпорацией факторами производства³.

Наиболее полно указанный подход представлен в работах С. Гроссмана - О. Харта и О. Харта - Дж. Мура (см. Grossman, Hart 1986; Hart - Moore 1990, Hart 1995). Некоторые особенности теоретических моделей Гроссмана - Харта - Мура (далее ГХМ) уже рассматривались авторами⁴. В данной работе хотелось бы на примере данной концепции выделить и более подробно обсудить некоторые общие характеристики современной экономической теории прав собственности.

В качестве исходного пункта теоретических моделей ГХМ используется тезис о неполноте любого контракта. Насколько существенно подобное положение? Ведь если предполагается, что все стороны, участвующие в заключении контракта, действуют рационально, обычно можно договориться о включении некоторых дополнительных «правил игры», вступающих в силу при появлении непредусмотренных обязательств.

Э. Маскин и Ж. Тироль в своей статье привели соответствующие примеры: действуя рационально, участники хозяйственного процесса могли бы составить такие контракты, при которых неполнота перечня предусматриваемых ситуаций не будет играть существенной роли⁵. В соответствии с терминологией авторов, можно сформулировать «теоремы иррелевантности» (irrelevance theorems), демонстрирующие, что в некоторых случаях просто не требуется предусматривать в контракте полное описание последующих ситуаций. Наиболее важные из этих теорем предусматривают, однако, чрезвычайно жесткие, не всегда реалистичные условия (см. Maskin, Tirole 1998)⁶.

В этой связи необходимо вернуться к исходному определению неполноты контракта. При этом, разумеется, речь не идет о недостаточно тщательно составленных контрактах, когда, например, нечетко оговорены ха-

³ Понятие реального контроля играет в современной теории столь важную роль, что некоторые экономисты предлагают вообще выдвинуть в центр анализа не "собственность", а "контроль", ссылаясь на то, что на практике во многих случаях высшие менеджеры могут осуществлять достаточно "плотный контроль" и при отсутствии формальных прав собственности - см., например Rodrik, 2000, p.5.

⁴ См. Радыгин, Энгов 1999, гл.1

⁵ В своих теоретических моделях Э. Маскин и Ж. Тироль используют особый класс игр - игры с сообщениями, message games.

⁶ Возражения Харта и Мура и дальнейшее обсуждение указанных проблем содержится в Hart, Moore 1998.

характеристики приобретаемых услуг или материальные санкции в случае нарушения условий контракта (подобные ситуации часто встречаются в практической жизни). Дело в том, что случаи, когда поведение участников процесса оказывается недостаточно рациональным, чрезвычайно многообразны, и вряд ли могут быть описаны с помощью небольшого числа достаточно общих теоретических моделей.

Речь об ином - даже при совершенно рациональном поведении каждой из сторон, вступающих в контрактные отношения, все возможные исходы и соответствующие реакции сторон не могут быть предусмотрены и заранее зафиксированы (или их описание *ex ante* может потребовать чрезвычайных затрат). Во многих случаях стороны вынуждены фиксировать в контракте те характеристики (цены, скидки и премии и т.п.), которые они в принципе предпочли бы оставить подвижными. Так, в соответствии с новым определением Харта - Мура (Hart, Moore 1998, p.37), контракт, предусматривающий, что продавец S обязан к определенному сроку поставить X изделий покупателю B по некоторой фиксируемой соглашением цене (причем в контракте точно оговорены санкции в случае нарушения предусмотренных требований по поводу качества продукта, сроков и места доставки и т.п.) следует все же считать неполным, в ситуациях, когда какая-либо из договаривающихся сторон в принципе предпочитала бы - если бы существовала такая возможность - сохранить свободу решений и впоследствии изменить количество покупаемых (продаваемых) изделий в зависимости от складывающихся обстоятельств.

Уточнив исходные определения, рассмотрим общую постановку проблемы. В качестве объекта прав собственности - «вещных прав»⁷ - в дальнейшем изложении будем рассматривать прежде всего реальные активы, например, факторы производства. Будем полагать, что их объединение в рамках фирмы оформляется системой безукоризненно составленных контрактов. Факторы производства, используемые при осуществлении «однократных» инвестиций, легко могут служить объектом контракта, оформляющего их куплю (продажу). Сама фирма при этом выступает неким объединением активов (*collection of assets*), а права собственности обнаруживаются, прежде всего, как «остаточные» права владельца, позволяющие в соответствующей ситуации распоряжаться принадлежащими ему активами (Hart, Moore 1990).

⁷ Определение вещных прав и их отличие от обязательственных прав - см. Суханов 1999, гл.2

Подобное определение собственности чаще всего предусматривает и права на остаточный доход фирмы⁸. Каждый из собственников заинтересован в максимизации стоимости фирмы. Однако между остаточными правами контроля и правом на остаточный доход нет ни отношений эквивалентности, ни однозначного соответствия. В качестве конкретного примера можно сослаться на пример частных фирм, например, совместных предприятий (joint ventures), в которых доля голосов, принадлежащих участникам, во многих случаях существенно отличается от их доли в распределении доходов и убытков, а также на существование «многоголосых» акций, на схемы участия работников в доходах предприятия и т.п. И все же между правом на остаточный доход и правами остаточного контроля существуют отношения дополнителности: тесные связи между ними диктуются опять-таки прежде всего соображениями экономической эффективности.

Концепция собственности, исходящая из возможностей распоряжения факторами производства, по-видимому, носит более общий характер, чем концепция, связывающая собственность с правом присвоения остаточного дохода. Она позволяет, в частности, не меняя исходных постулатов, включить в анализ функционирование частных «бесприбыльных» (non-profit) учреждений и фондов.

Влияние той или иной структуры собственности на эффективность хозяйственных операций во многом определяется характером порождаемых ею стимулов. При этом нередко рассматриваются стимулы к осуществлению «специфических» инвестиций - вложений, необходимость которых определяется особенностями складывающихся отношений (relation - specific investments). В некоторых особых случаях подобные инвестиции могут играть чрезвычайно важную роль, тогда как в остальных ситуациях они не представляют особой ценности.

Примером таких инвестиций могут служить некоторые формы накопления человеческого капитала (Becker 1962), скажем, освоение особых производственных приемов и навыков, которые могут пригодиться в случае использования каких-то новых технологий. В подобных ситуациях эффективное распределение собственности может порождать дополнительные стимулы для специфических инвестиций и вместе с тем обеспечивать условия для использования таких вложений. Нетрудно видеть, что описанные специфические инвестиции не могут выступать в качестве объекта ры-

⁸ В связи с этим некоторые авторы (см., например, Zingales 2000, p.24) усматривают в данной концепции "явственный привкус марксистской теории".

ночной купли - продажи; эффективная аллокация ресурсов не может быть достигнута в результате обычного взаимодействия конкурентных сил на рынке факторов производства.

Указанное соображение относится прежде всего к распределению тех «ресурсов» человеческого капитала, которые не могут выступить в качестве стандартного объекта купли-продажи на неконтингентных рынках. Между тем развитие рыночных отношений способствует формированию более эффективной структуры вещных прав, прав собственности на реальные активы⁹.

Наряду с указанными эффектами процессы хозяйственной интеграции (или дезинтеграции) могут способствовать более интенсивному использованию человеческого капитала. Ведь неполнота контрактов, заключаемых между фирмами, делает перспективы последующего развития событий ещё менее определенными, и это неизбежно ослабляет стимулы к осуществлению специфических инвестиций. Между тем переход к иной структуре собственности в ходе слияния или насильственного поглощения одних фирм другими может усиливать стимулы и расширять возможности для осуществления специфических капиталовложений.

Анализ связей между остаточными правами контроля и осуществлением специфических капиталовложений безусловно представляет существенный интерес. Однако теоретические гипотезы относительно склонности к специализированным вложениям в человеческий капитал плохо поддаются эмпирической проверке. При переходе к анализу тех вложений, которые связаны с приобретением реальных активов, многие выводы, по-видимому, довольно очевидны. Так, существование эффекта дополняемости (complementarity) между реальными активами, используемыми в различных производствах, может служить дополнительным аргументом в пользу интеграции указанных производств в рамках одной фирмы.

Любопытными представляются те соображения О. Харта, которые вполне согласуются с теоретическими схемами развития отрасли, разрабо-

⁹ Если речь идет о распределении реальных активов между корпорациями, некоторые возможности повышения эффективности в результате реаллокации собственности были созданы появлением во второй половине двадцатого столетия специфического рынка - рынка предприятий. Объектом купли - продажи на таком рынке все чаще оказываются отдельные цехи или предприятия, которые не могут достаточно эффективно использоваться в рамках сложившейся структуры фирмы. В послевоенные годы всплеск активности на этих рынках неизменно следовал за каждой волной слияний и поглощений.

таннами Дж. Стиглером (Stigler 1951). Если, например, в отрасли насчитывается сравнительно небольшое число фирм, интеграция фирм, выпускающих готовую продукцию, и поставщиков сырья и материалов представляется значительно более вероятной (обеспечивает сравнительно большее повышение эффективности), чем в ситуации, когда число фирм, выпускающих готовую продукцию, достаточно велико.

Вместе с тем, стремясь объяснить наблюдаемые в последнее время тенденции не только к распаду возникших ранее «рыхлых» конгломератов, но и к дезинтеграции некоторых связанных между собой производств (contracting out), О. Харт ссылается на то, что в большинстве отраслей имеет место переход к более гибким технологиям, в результате чего реальные активы сегодня характеризуются сравнительно меньшей взаимодополняемостью (см. Hart 1995, Chapter 2).

Общий подход к анализу прав собственности с точки зрения неполноты контрактов весьма успешно использовался в других областях экономической науки, например, в общей теории хозяйственного регулирования (Schweizer 1993), в теории корпоративных финансов (Aghion, Bolton 1992) и при анализе процессов формирования хозяйственных структур (Bolton, Whinston 1993).

Любопытный поворот рассматриваемая концепция получила в работе О. Харта, А. Шлайфера и Р. Вишны (Hart, Shleifer, Vishny 1997), анализирующей выбор между услугами предприятий, базирующихся на государственной и на частной собственности. Используя простейшую классификацию, авторы делят капиталовложения соответствующих предприятий на инвестиции, обеспечивающие снижение издержек, и инвестиции, направленные на обеспечение более высокого качества предоставляемых услуг. Результат деятельности (услуга предприятия) обладает рядом характеристик, причем не все эти характеристики могут найти отражение в соответствующем контракте, и, следовательно, «качество» продукта не может быть полностью оговорено в системе заключаемых контрактов.

Анализ моделей Харта - Шлайфера - Вишны подводит к следующим выводам. В рамках государственного предприятия (учреждения) его руководители могут быть связаны по контракту обязательствами некоторого снижения издержек или, в лучшем случае, материально заинтересованы в этом. Аналогичные соображения относятся и к усилиям менеджеров, направленным на улучшение тех характеристик «качества», которые могут быть зафиксированы в контракте. Но у работника государственного предприятия, вообще говоря, нет особых стимулов заботиться о нововведениях,

направленных на улучшение не оговоренных в контракте характеристик. Между тем владелец частного предприятия непосредственно заинтересован в любых изменениях качества услуг, которые могли бы (при не слишком большом росте издержек) обеспечить расширение рыночного спроса. Таким образом, дополнительные преимущества хозяйствования, основанного на частной собственности, оказываются непосредственно связанными с остаточными правами владельца в условиях неполноты контрактов.

Ф. Агион, Дж. Мур и О. Харт рассмотрели теоретические модели, характеризующие организационные формы функционирования корпоративной собственности в условиях обнаруживающейся неплатежеспособности компании. Авторы предлагают использовать, например, такие процедуры банкротства, при которых неоплаченные долговые обязательства конвертируются в акции, а затем «новые акционеры» принимают решение относительно того, следует ли продолжать хозяйственные операции или ликвидировать неплатежеспособную фирму (см. Aghion, Hart, Moore 1992; Hart 1995, Chapter 7).

В ряде случаев процедуры банкротства можно избежать: владельцы обязательств могут предложить неплатежеспособной компании приемлемые для неё формы погашения обязательств или компенсации убытков. Однако частные переговоры отнюдь не всегда могут обеспечить окончательное решение проблемы; и здесь действия заинтересованных сторон могут «упереться» в отсутствие (или недостаточное развитие) соответствующих рынков. Поэтому судебным инстанциям или лицам, ответственным за осуществление процедуры банкротства, предлагается опробовать различные рыночные процедуры продажи обязательств и активов неплатежеспособной корпорации (см. Hart, La Porta, Lopes de Silanes, Moore 1997). Все это может свидетельствовать о том, что отыскание оптимальных процедур банкротства существенно зависит от специфики сложившихся в данной стране институтов и отношений, от правовых и культурных традиций и т.п.; поэтому в своей новой работе О. Харт рассматривает различные сценарии банкротства и набор соответствующих правовых процедур (Hart 2000).

Вместе с тем трактовка собственности как остаточных прав контроля в рамках современной фирмы требует, по-видимому, и определенных уточнений. Реализация остаточных прав значительно модифицируется комплексом отношений «принципал - агент». Если ограничиться определением ГХМ, то, как справедливо заметил Э. Кей, наши выводы совпадут со впечатлением инопланетянина, не читавшего учебников юриспруденции или

экономической теории, а лишь наблюдавшего за поведением работников фирмы: «... в ответ на вопрос о том, кого же следует отнести к числу собственников фирмы, он, не колеблясь, указал бы на высших менеджеров компании» (Кау 1996, р. 111).

В связи с этим Р. Рэджен и Л. Зингалес (Rajan, Zingales 1998) предложили некоторое обобщение подхода ГХМ. Собственность на реальные активы, в соответствии с представлениями Рэджена и Зингалеса (РЗ), придает некоторым участникам хозяйственной организации особую силу. Именно понятие «сила» становится ключевым в теоретической концепции РЗ. Другим источником силы (в том числе тех её проявлений, которые не могут найти полного отражения в системе рыночных контрактов) в корпорации обычно оказывается монопольный доступ к некоторым критически важным сферам деятельности, например, к рычагам управления. В современных условиях особую роль приобретают, по-видимому, доступ к наиболее ценной информации (см. Aghion, Tirole 1997) и умение квалифицированно использовать указанную информацию.

Используя теоретические модели ГХМ, РЗ также обращаются и рассмотрению стимулов, побуждающих к специализированным вложениям в человеческий капитал. В схемах РЗ, однако, условия таких вложений меняются.

У ГХМ решающую роль играла структура вещественных прав собственности: наличие прав остаточного контроля побуждало владельцев к осуществлению специфических инвестиций. В более общих построениях РЗ не только собственность, но также, скажем, уникальная квалификация и опыт могут оказаться источником особой «силы» и тем самым более или менее надежно гарантировать возможности использования специфических вложений в человеческий капитал. Более того, сами вложения могут при определенных обстоятельствах выступать в качестве дополнительного источника «силы» некоторых работников фирмы¹⁰.

¹⁰ В схемах РЗ особенно важна угроза покинуть фирму. Для того, чтобы накопить знания и опыт, овладеть нужными навыками, в той или иной специальной области требуется время. Стало быть, перспектива ухода специалиста, обладающего уникальной квалификацией (опытом работы) может поставить фирму перед угрозой серьезных потерь.

Наряду с этим сказываются и ограничения в реализации прав собственности на продукты интеллектуальной деятельности. Уходя из фирмы, специалист может выступить в качестве конкурента, опирающегося не только на собственные знания, но и на "наработки", используемые покидаемой компанией. Так, среди 500 новых

В этой связи нетрудно заметить существенные различия между формулированием условий для специфических инвестиций. У ГХМ собственники реальных активов (совладельцы компаний) больше заинтересованы в осуществлении таких инвестиций, поскольку они могут оказать влияние на условия реализации этих вложений, тогда как в построениях РЗ сравнительно большую заинтересованность в таких вложениях обнаруживают лица, не владеющие реальными активами.

Уникальная квалификация и другие характеристики, открывающие доступ к критически важным сферам деятельности, оказываются, по мысли РЗ, в определенном смысле эквивалентны вещным правам собственности. Подчеркивание роли этих факторов отражает, как представляется новую ситуацию: все большее распространение получают компании, в которых решающую роль играют опыт и квалификация ведущих сотрудников, например, корпорации, разрабатывающие программное обеспечение, юридические и консалтинговые фирмы, рекламные агентства и т.п.

Вместе с тем указанные соображения могут играть существенную роль в условиях переходной экономики, когда на приватизированных предприятиях сохраняется влияние руководителей-инсайдеров и недостаточно отлажена система инфорсmenta контрактных прав и прав собственности.

В отличие от вещных прав собственности права, обеспечиваемые, скажем, уникальной квалификацией и опытом, в меньшей степени нуждаются во внешнем, «экзогенном» инфорсменте: стимулы к осуществлению специфических вложений в человеческий капитал могут существовать (до определенных пределов, разумеется) и при отсутствии в данной экономике эффективного механизма реализации прав собственности.

Один из главных выводов РЗ, дополняющих систему ГХМ, сводится к тому, что собственник производственных активов (человеческого капитала), обладающий возможностями альтернативного использования этого капитала, менее охотно соглашается на такую специализацию, которая может ограничить его реальную свободу и тем самым оказать неблагоприятное влияние на стоимость фирмы. Отсюда и стремление крупнейших американских корпораций, например, автомобильных компаний, осуществить вертикальную интеграцию.

В Японии, по мнению РЗ, поставщики крупнейших фирм в силу ряда причин на практике обладают существенно меньшей независимостью, а

быстро растущих компаний (набор "INK 500") 71% фирм был основан теми, кто использовал (или модифицировал) информацию, которой он обладал на прежней работе (Zingales 2000, p.21)

следовательно, производители автомобилей меньше заинтересованы в полном объединении участников производственного цикла в рамках одной фирмы. Различия в формах организации отрасли довольно очевидны: к концу 80-х годов на американской фирме «Дженерал моторз», выпускавшей около 8 млн. автомобилей, было занято 750 тысяч рабочих и служащих, тогда как на японской фирме «Тойота», производившей примерно 4,5 млн. автомобилей, было занято 65 тысяч рабочих и служащих. При всех оговорках, связанных с неодинаковой степенью диверсификации производства у обеих компаний, различиями организационных форм и другими обстоятельствами, контраст в масштабах интеграции представляется достаточно внушительным.

В каждом из рассматриваемых случаев характеристики частной собственности непосредственно связаны с проблемами эффективного функционирования фирмы и отысканием наиболее конкурентоспособной её структуры¹¹. По мере развития рыночных отношений и появления новых рынков конкуренция может способствовать переходу к более эффективным структурам собственности, но в этой области, как отмечалось выше, с особой отчетливостью обнаруживаются «провалы рынка» (market failures), неспособностью рыночных сил обеспечить оптимальную структуру распределения прав собственности.

Особенно часто это относится к тем случаям, когда права собственности трудно определимы, а если их и удастся очертить, они не могут быть адекватно отражены в системе контрактов и/или не могут стать объектом купли-продажи. Но и в тех случаях, когда права (частной) собственности удастся формально установить, фактическая реализация этих прав может сильно отличаться от предполагаемых рыночных «правил игры». Указанное обстоятельство побуждает исследователей обратиться к рассмотрению институциональных условий, требующихся для эффективной реализации прав собственности.

¹¹ Особенно трудно для теоретического (и эмпирического) анализа представляется вопрос о направлении причинно-следственных связей во взаимодействии меняющихся характеристик фирмы и соответствующих структур собственности (см. Demsetz, Lehn 1985).

2. Права собственности и обязательства, внушающие доверие

Экономическая теория прав собственности позволяет выделить лишь некоторые фундаментальные («базовые») отношения присвоения. Между тем роль тех или иных хозяйственных институтов в огромной степени зависит от распространенных в данном обществе традиций и неформальных норм поведения. В свое время еще Джон Стюарт Милль отмечал, что распределение продукта, равно как и систему экономических отношений, проявляющуюся в формах и методах распределения, можно считать результатом действия двух групп факторов - конкуренции и традиции («обычая»), причем экономисты обычно склонны уделять внимание лишь первой группе факторов (см. Mill 1965 [1848], Book II).

И при обсуждении механизмов, основанных на рыночной конкуренции, достаточно важен учет сложившихся норм, особенностей поведения и ограничений, порожденных историческими традициями. Нетрудно видеть, например, что описанный выше анализ прав собственности предполагает экономику, в которой существуют не только хорошо отлаженная структура контрактных соглашений, оформляющих результаты рыночных сделок, но и воспитанная многими десятилетиями, если не столетиями, «культура контракта». Эффективное функционирование механизмов инфорсментов контрактных прав и прав собственности предполагает, что участники хозяйственного процесса уверены в надежности и устойчивости этих прав.

Ключевой категорией, описывающей подобную ситуацию, Д. Норт считает *credible commitment* - «обязательство, вызывающее доверие» (см. North 1993); название доклада, которым Д. Норт открыл конференцию, посвященную развитию новой институциональной теории (1992 г.), гласило: «Институты и обязательства, внушающие доверие».

Как большинство характеристик такого рода, «обязательство, вызывающее доверие», представляет собой не формально отточенное понятие, а, скорее, некоторую значимую метафору; поэтому напрасно было бы искать особенно четкие определения такого обязательства. Комментируя эту концепцию Д. Норта, один из известных представителей новой институциональной теории Г. Лайбекэп (Libecap 1993) полагает, что в узком смысле слова такое обязательство характеризует инфорсмент контрактных прав в коммерческих сделках; в широком смысле оно подразумевает ограничение произвольных действий со стороны государства, обеспечивающее такую надежность прав собственности, которая необходима для осуществления

долгосрочных инвестиций.¹² О существовании обязательств, внушающих доверие, по мнению Д. Норта, можно судить, по достаточно низкому уровню транзакционных издержек на рынке капитала и на других рынках.

Новая институциональная теория исходит из того, что на протяжении предшествовавшей истории хозяйственные отношения лишь в редких случаях могли обеспечить появление обязательств, внушающих доверие. Да и в настоящее время сфера распространения подобных обязательств не всегда достаточно широка.

Д. Норт справедливо отмечает, что в формировании системы обязательств, внушающих доверие, важнейшую роль играет проверка временем; такие обязательства могут быть утверждены лишь на протяжении чрезвычайно продолжительного периода (см. North 1993, p.15). В экономике феодального типа для упрочения отношений между властью и подданными требовалась смена нескольких поколений, за это время постепенно расширялся и «горизонт» финансового планирования монарха. В периоды войн и финансовых кризисов горизонт планирования, понятно, сокращался.

В случаях более или менее радикальных реформ вплоть до нынешней поры требуется немалый период, чтобы с годами стала уменьшаться неопределенность, характеризующая последующее развитие событий. Постепенное упрочение обязательств, принятых на себя участниками хозяйственного процесса, выступает в качестве долгосрочной фундаментальной тенденции в развитии зрелой рыночной экономики.

Особенно существенным представляется в этой связи следующее соображение. Вопреки мнению многих экономистов, в том числе ряда западных экспертов, помогавших при разработке хозяйственных реформ в странах Центральной и Юго-Восточной Европы, формирование поведенческих стандартов, которые обеспечивают функционирование обязательств, внушающих доверие, не следует и не может автоматически последовать за общей либерализацией хозяйственной жизни (например, за отказом от фиксированных цен, разрешением купли-продажи иностранной валюты, появлением финансовых инструментов и превращением их в объект купли-продажи и др.).

Базовые характеристики стабильности складывающихся хозяйственных отношений, в том числе отношений собственности, рассматриваются в

¹² Более подробный анализ связей между «обязательствами, вызывающими доверие» и правами частной собственности содержится в работе, специально посвященной природе обязательств, складывающихся в условиях переходной экономики - см. Diermeier, Ericson, Frye, Lewis 1997.

работах О. Уильямсона. Вслед за Л. Дэвисом и Д. Нортгом, О. Уильямсон предполагает различать институциональную упорядоченность (institutional arrangement) и институциональное окружение (institutional environment) - см, например, Williamson 1993.

Первая из них, по-видимому, должна характеризовать совокупность прав собственности, формально закрепленных в контрактах, а также в многочисленных неформальных соглашениях и механизмах поддержания репутации. Институциональная упорядоченность должна обеспечивать единообразные правила и механизмы, позволяющие вносить изменения в законы или в систему прав собственности. О наличии институциональной упорядоченности может свидетельствовать, в частности, доверие всех участников к заключенным контрактам. Поскольку такие соглашения заключаются добровольно в индивидуальном порядке, институциональная упорядоченность представляет собой прежде всего результат упрочения новых этических и правовых норм хозяйственной жизни.

Институциональное окружение характеризует общую устойчивость сложившихся структур собственности и правил присвоения на протяжении всего периода осуществления долгосрочных инвестиций. Указанное понятие включает и требования политической устойчивости, а также достаточной дееспособности судебной системы. При характеристике институционального окружения особую роль играют изменения в «характеристиках доверия» («credibility features»).

Отыскание политико-правовых условий, формирующих оптимальное институциональное окружение, представляет собой достаточно сложную задачу. Б. Уэйнгаст, например, выделяет «фундаментальную политическую дилемму хозяйственной системы»: «правительство, достаточно сильное для того, чтобы защитить права собственности, оказывается вместе с тем достаточно сильным и для того, чтобы конфисковать собственность своих граждан» (Weingast 1993, p.287).

Новая институциональная теория обычно исходит из того, что с развитием экономики должна меняться оптимальная структура собственности, но ни в одном случае права собственности не могут быть сформулированы и установлены совершенным образом.

Последнее соображение связывается, в частности, со значительными масштабами трансакционных издержек, требующихся для реализации и защиты индивидуальных прав собственности. Наряду с государством, играющим столь важную роль в осуществлении инфорсментов контрактных прав и прав собственности, каждому участнику приходится расходовать

силы и средства для реализации и защиты своих хозяйственных прав. Чем более благоприятно институциональное окружение для осуществления рыночных операций, тем меньшая доля в осуществлении подобных защитных функций приходится на частные формы инфорсменты.

Д. Норт (North 1990, p.33) предлагает сравнить поддержание системы прав собственности в небольшом американском городке, в котором царит привычный уклад жизни, и в Бейруте восьмидесятых годов, где господствовали уличные беспорядки и анархия. Ясно, что в последнем случае, когда враждующие между собой группировки пытались перераспределить имущество (или просто поддержать осуществление хозяйственных операций), подобные формы «частного» регулирования оказывались сопряженными с гораздо большими экономическими и социальными издержками.

3. Теория собственности и итоги массовой приватизации

Анализ сложившейся (или меняющейся) структуры собственности оказывается неполным без рассмотрения институционального окружения. Любая экономическая теория собственности переходит из некоторых предполагаемых характеристик этого окружения; поэтому оба подхода могут естественным образом дополнять друг друга. Вряд ли можно считать достаточно обоснованными попытки простого противопоставления описанных подходов.

В недавно опубликованном обзоре новой институциональной теории О. Уильямсон, несколько произвольно, на наш взгляд, связал проблемы, порожденные массовой приватизацией в России в первой половине 90-х годов с приверженностью лиц, разрабатывавших стратегию приватизации теории прав собственности Гроссмана - Харта - Мура (см. Williamson 2000, p. 609-610)¹³ и вновь противопоставил этому подходу традиции новой институциональной теории.

Между рассматриваемыми концепциями действительно существуют значительные методологические различия, некоторые из них упомянуты в

¹³ В своё время О. Уильямсон - как представляется, вполне справедливо, - отмечал, что теория прав собственности просто не различает организационных форм и организационных инноваций (см., например, Williamson 1993, p. 51). Нельзя не заметить, однако, что указанное соображение не вполне согласуется с отмечавшимися выше предостережениями О. Уильямсона по поводу «опасных последствий» использования концепции ГХМ.

обзоре Уильямсона. И все же оба подхода к проблемам прав собственности никак нельзя считать взаимоисключающими. Подход ГХМ (и обобщение РЗ) рассматривают взаимосвязи, складывающиеся между контрактными правами и правами собственности, а также происхождение и источник остаточных прав контроля. Теория Норта-Уильямсона выдвигает на первый план проблемы функционирования контрактных отношений, а также механизм информента контрактных прав и прав собственности. Оба аспекта отношений собственности представляются тесно увязанными между собой.

Многочисленные проявления неэффективного функционирования имущественных отношений, обнаруживающихся в посткоммунистических странах после массовой приватизации, порождены отнюдь не особой приверженностью реформаторов какой-либо из рассмотренных теорий, а скорее специфическими проблемами переходной экономики - теми проблемами, которые находят лишь самое общее отражение в господствующих теориях.

Речь идет прежде всего о глубоком расхождении между формальными правами собственности и реальными возможностями контроля, об отсутствии серьезных санкций, которые неизбежно следовали бы за нарушением контрактных прав и прав собственности, о неэффективности процедур банкротства, существовании легальных и полуполюгальных форм перераспределения собственности в пользу лиц, принимающих политические решения и др. Как теория прав собственности ГХМ, так и новая институциональная теория позволяют выявить некоторые источники неэффективности, характеризующей функционирование подобной системы имущественных отношений.

В связи с этим рассмотрим несколько более детально вопрос о последствиях массовой постсоциалистической приватизации.

В соответствии с традиционной неоклассической теорией (а также новой институциональной теорией) изменения в структуре имущественных отношений обычно носят эволюционный характер и постепенно осуществляются спонтанным путем. В одной из наиболее известных работ - в статье «К теории прав собственности» Х. Демсица предлагается, например, следующая схема. Резкие изменения относительных цен, прежде всего цен на природные ресурсы, неизбежно порождает ряд «внешних эффектов» (externalities). В ходе последующих операций, связанных с куплей-продажей корпоративной собственности и личного имущества удастся добиться такого изменения структуры собственности, которое обеспечивает «интернали-

зацию» проблем, ранее обнаруживавшихся во «внешних эффектах». Переход к новой структуре собственности обеспечивает более эффективную аллокацию ресурсов. «... Формирование прав собственности можно наилучшим образом понять в том случае, если рассмотреть их связь с появлением новых различных благоприятных или вредоносных эффектов» (Demsetz 1967, p.350).

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

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

Хорошо известны ограничения, в рамках которых можно рассчитывать на действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза (1960 г.); и тем не менее её выводы сохраняют особую привлекательность для многих экономистов. Ряд экспертов, вырабатывавших рекомендации по вопросам приватизации в странах Восточной Европы, исходил из следующих предположений. На самом деле вопрос о том, кто непосредственно окажется частным владельцем приватизируемого имущества, не столь важен; цепь рыночных сделок, увеличивающих стоимость приватизируемых активов, в конечном счете сможет обеспечить наиболее эффективное их использование (см., например, Rapaczynski 1996, p.87)¹⁴. В российской науке точка

¹⁴ Отзвуки подобных взглядов можно найти и у представителей новой институциональной теории. Так, Дж. Найт и Д. Норт утверждают: "В краткосрочном плане

зрения, согласно которой действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза, в конечном счете обеспечит благоприятные последствия приватизации, поддерживалась, например, П. О. Авеном (см. Авен 1994, стр. 181-182).

Как показал Г. Демситц (Demsetz 1967), существование четко определенных прав частной собственности является одним из необходимых предварительных условий, делающих возможным эффективное функционирование рыночных отношений. Поэтому результаты действия рыночных сил в начальный период формирования частной собственности могут существенно отличаться от результатов, описываемых теоремой Коуза. Нетрудно видеть, например, что в ситуации, когда система отношений, характеризующих «институциональную упорядоченность», не обеспечивает функционирование обязательств, внушающих доверие, а также более или менее действенный инфорсмент контрактных прав и прав собственности, ссылки на теорему Коуза напоминают скорее благие пожелания, чем прогнозы, основанные на сколько-нибудь строгой логике суждений.

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

Прежняя социалистическая экономика характеризовалась резкими расхождениями между официально провозглашенными правами собственности («общенародная собственность», «коллективная собственность») и реальными правами контроля. В постсоциалистической

менеджеры предприятий, ранее принадлежавших государству, могут стремиться к выбору таких схем распределения прав собственности, которые обеспечивают им большие выгоды, даже если такие схемы оказываются неэффективными по критерию Парето. В долгосрочном плане, однако, если они станут упорствовать, пытаясь сохранить неэффективное, по Парето, распределение прав собственности, давление конкурентных процессов приведет к тому, что их сменят участники, использующие более эффективное распределение прав собственности" (Knight, North 1997, p.352).

переходной экономике, несмотря на действительно имевшие место серьезные изменения в имущественных отношениях, продолжает сохраняться серьезный разрыв между номинальными и реальными правами собственности, причем в некоторых случаях права реального контроля - «силы», по терминологии РЗ, - сохраняются в руках старой (или пришедшей ей на смену новой) номенклатуры.

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

Из сказанного следует, в частности, что последовательность приватизации, её формы и темпы проведения оказывают чрезвычайно существенное влияние на структуру складывающихся прав собственности. Опыт развития российской экономики на протяжении 90-х годов может служить еще одним подтверждением того, что изменения в структуре имущественных прав в огромной степени зависят от пути, пройденного экономикой (path-dependent)¹⁵.

К числу объектов активной научной дискуссии всегда относился вопрос о том должны ли постсоциалистические реформы, в том числе преобразования в сфере имущественных отношений носить постепенный характер («градуалистская» стратегия) или их следует осуществлять в предельно короткие сроки. Некоторые авторы подчеркивали: в условиях неопределенности и отсутствия конкретных представлений об оптимальных путях и методах преобразований следовало бы предпочесть более осторожное «нащупывание» эффективной стратегии реформ (см., например, Murrel 1992; Dewatripoint, Roland 1993). Но большинство авторитетных предста-

¹⁵ Зависимости такого типа более подробно рассматриваются в North 1990, Chapter 11.

вителей университетского «мэйнстрима» (в том числе те, кто выступал в роли официальных или неофициальных советников при реформистских правительствах) склонялись к тому, что намеченные программы следует осуществить в самые короткие сроки.

Так, в вышедшей в 1990 г. книге Я. Корнаи «Дорога к свободной экономике» предполагалось, что все реформы проводятся «одним ударом» - они могут и должны быть реализованы на протяжении года (Kornai 1990, pp. 102, 103). Вскоре широкое распространение получил термин «шоковая терапия». Выступая в 1996 г. с лекцией перед Европейской экономической ассоциацией, А. Шлайфер выразил убежденность в том, что реальный ход развития постсоциалистической экономики в Европе на протяжении 5 лет полностью подтвердил правоту защитников «шоковой терапии» (Shleifer 1997, p. 386).

Центральное место в системе реформ, разумеется, занимала приватизация, которая, в соответствии с указанной стратегией, также должна была претворяться в жизнь высокими темпами. Обосновывая этот тезис, ряд авторов (см., например, O. Blanchard, R. Dornbush, P. Krugman, P. Layard, L. Summers 1991) ссылались на необходимость перехода к таким отношениям собственности, которые приостановили бы массовое разворовывание имущества в ходе анархичной «спонтанной приватизации» конца 80-х - начала 90-х годов.

В пользу ускоренной приватизации приводился ряд аргументов; упомянем лишь наиболее распространенные. Во-первых, чем быстрее осуществляется «разгосударствление» собственности, тем больше уверенность участников хозяйственного процесса в неотвратимости движения общества к рыночной экономике, тем больше доверия к проводимым реформам. Во-вторых, приватизация обеспечивает условия для формирования социальных групп, материально заинтересованных в ускоренном развитии рыночных отношений. В-третьих, длительное параллельное существование государственных и частных компаний неизбежно порождает многочисленные ценовые «перекосы» и особенно благоприятные условия для контрпродуктивных спекулятивных операций.

Однако практике быстро выяснилось, что сколько-нибудь эффективные процедуры приватизации все же требуют значительного времени на подготовку и реализацию. В большинстве стран с переходной экономикой процессы приватизации, как правило, сильно отставали от намеченных

программ. Отмечая этот факт¹⁶, многие авторы связывали острые конфликты выявлявшиеся в переходной экономике, прежде всего со слишком медленным переходом к частной собственности.

В России с 1993 года процессы приватизации стали стремительно набирать темпы. Структура имущественных отношений, сложившихся во второй половине 90-х годов, носила отчётливый отпечаток ускоренной приватизации. Институциональные реформы, и без того не слишком радикальные, не поспевали за массовой приватизацией.

Вплоть до настоящего времени не получили развития экономические и правовые институты, обеспечивающие реализацию прав собственности и контрактных прав. К тому же сами возможности использования стандартных процедур официального инфорсменты ограничены широким распространением «теневых» операций двухъярусных структур и теневых фирм. Все это неизбежно способствует некоторому размыванию предусматриваемых правил рыночной игры, усиливая общую неустойчивость хозяйственных отношений.

Существование тесной связи между собственностью на активы и присвоением доходов, порождаемых хозяйственным использованием указанных активов, обеспечивает стимулы для осуществления капиталовложений и наиболее эффективного использования капитала. Поэтому один из аспектов эффективной реализации прав частной собственности предполагает существование институциональных барьеров, предотвращающих перераспределение значительной части продукта в обход законных прав владельца, например, изъятие доходов криминальными группировками («мафией»), регулярные поборы чиновников, представляющих центральное правительство или местные органы власти, и т.п.

Утверждение частной собственности в постсоциалистической экономике неизбежно связано с постепенным ограничением сферы влияния различных органов власти, общественных квазиполитических и просто криминальных группировок, претендующих на свою «долю» в доходах приватизированных компаний. Если число получателей рентных доходов велико, подобные поборы в пользу чиновных и частных «мафий» могут подрывать или резко ослаблять стимулы частных предпринимателей к расширению инвестиций, перестройке производства и использованию но-

¹⁶ На конференции Национального бюро экономических исследований США, посвященной переходным экономикам, отмечалось: во всех постсоциалистических странах трудно отыскать ситуацию, когда фактический ход приватизации не отставал бы от "запланированных" темпов (Transition in Eastern Europe. Vol. 2, 1994, p. 133).

вых технологий. Кроме того эффективные ставки налоговых изъятий в федеральный и местные бюджеты в ряде случаев быстро увеличиваются вместе с ростом доходов фирмы, что также может ускорять процессы постепенного «обескровливания» некоторых приватизированных компаний.

В такой ситуации обнаруживающаяся атрофия деятельности приватизированного гиганта может сопровождаться интенсивным накоплением реальных и финансовых активов в собственности тех фирм, которые лица, обладающие реальным контролем в рассматриваемой крупной компании, предпочитают размещать в офшорных зонах или в теневом секторе внутренней экономики.

Указанная практика, во многом порождаемая недостаточной защищенностью частной собственности, может свидетельствовать о том, что официальные права собственности и контроля владельцев приватизированных предприятий на практике могут оказываться существенным образом ограниченными. Тем самым и контроль лиц, считающимися частными собственниками, над результатами использования приватизированных активов оказывается недостаточно полным. В этой связи привлекают внимание появившееся в последнее время теоретические исследования воздействия «эффекта доения» (milking effect) и «эффекта жадности» (voracity effect) на функционирование имущественных отношений. Указанные эффекты, по определению, наблюдаются в условиях, когда органы власти, а также те или иные частные группы влияния могут оказывать воздействие на решения собственника, а вместе с тем менять направление формирующихся внутри фирмы потоков дохода.

Авторы работы, посвященной «эффекту жадности», А. Торнелл и Ф. Лейн строят двухсекторную модель, включающую формальную и теневую экономику (Tornell, Lane 1999). Предполагается, что наряду с реальными собственниками в рамках фирмы (или за её пределами) имеются группы, каждая из которых может реализовать свое влияние, изымая определенную часть доходов компании¹⁷. Рассматриваются возможные исходы динамических игр и складывающиеся при этом внутренние равновесия.

¹⁷ Масштабы такого перераспределения доходов, в соответствии с исходными предложениями, регулируются существованием теневого сектора: изъятие дополнительных доходов должно делать формальный и теневой секторы равнопривлекательными с точки зрения приложения собственного капитала. Иначе говоря, неблагоприятное воздействие подобных изъятий не должно переходить границы, за которой собственник вынужден просто закрыть свое предприятие.

Ограниченность реальных прав собственности, которыми располагают владельцы приватизированного предприятия, может, как показывают авторы, вести к общему «растаскиванию» активов, уходу в теневую экономику ресурсов. Указанные процессы и подрывают стимулы к расширению вложений в приватизированные предприятия. Равновесная норма накопления в рассматриваемой фирме (а при агрегировании - во всей «формальной» экономике) неизбежно оказывается ниже, чем в экономике, в которой права собственности предполагают существование институциональных барьеров, предотвращающих «автоматическое» перераспределение доходов в пользу различных политических, социальных и других групп. Сам «эффект жадности» авторы связывают (Tornell, Lane 1999, p. 34) с таким перераспределением средств, когда изымаемые суммы увеличиваются сильнее, чем норма прибыли фирмы, функционирующей в более эффективном секторе экономики.

Таким образом, приватизация и другие хозяйственные реформы, которые не сопровождаются формированием институциональных барьеров, ограничивающих хозяйственное влияние мощных социально-политических группировок, вызывает ряд неблагоприятных экономических эффектов и, в частности, может повлечь за собой постепенное «обескровливание» некоторых приватизированных предприятий. Вместе с тем отсутствие подобных барьеров и недостаточно действенная система информента контрактных прав и прав собственности может способствовать укреплению различных частных криминальных («мафиозных») структур, осуществляющих столь необходимые функции - реализацию контрактных прав и действительную защиту собственности.

Переход от государственной собственности к частной, в соответствии со стандартными представлениями экономической теории, должен придать приватизированному сектору сравнительно большую динамичность. Реальная задача приватизации, как справедливо отмечает К. Эрроу, состоит не в том, чтобы просто передать ранее существовавшие предприятия и активы в частную собственность, а скорее в том, чтобы постепенно заменить их новыми предприятиями и новыми активами (см. Arrow 2000, p. 16). Не исключено, что интенсивность реальных преобразований структуры отрасли и технологии производства может находиться в обратной зависимости от скорости «формальной» приватизации. Во всяком случае, если исходить из критерия Эрроу то, по-видимому, придется заключить, что лишь в некоторых отраслях российской экономики подлинная приватизация смогла осуществиться в короткие сроки, а в целом реальное обновление производ-

ства в ходе российской приватизации по своим темпам существенно уступало аналогичным процессам, осуществлявшимся, например, на территории бывшей ГДР или в Венгрии.

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

Нельзя не заметить, однако, следующих моментов: во-первых, при сохранении недостаточно четко определенных прав собственности и ограниченной действенности механизмов инфорсмента выведение ресурсов в теневой сектор или в офшорную зону может оказаться условием их последующего эффективного использования. И, что представляется особенно существенным, при всех искажениях, порождаемых ограничениями рыночной конкуренции и коррупцией, приватизированные предприятия, как правило, характеризовались определенной реорганизацией хозяйственной деятельности и более оперативным и гибким приспособлением к новым условиям¹⁸.

4. 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 (во-енно-) бюрократическом регулировании.

Вместе с тем, предпринимаются попытки более строгой статистической проверки некоторых теоретических выводов, например, соображений

¹⁸ Более подробно указанные вопросы рассматриваются в последующих разделах.

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, Slotte, 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)¹⁹. 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).

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

¹⁹ 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).

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.

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

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. При этом, 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. В более узкой постановке это проблема позитивного влияния приватизации на эффектив-

ность предприятий²⁰. Большинство исследователей склонны ответить на вопрос утвердительно, однако (при наличии обширной теоретической и эмпирической литературы) единая точка зрения пока не выработана. 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.

Применительно к переходной экономике традиционно принято считать, что приватизированные компании более эффективны, чем государственные.

²⁰ Подробный обзор по проблеме см., например, в: Перевалов, Гримеди, Добродей, 1999.

Даже сама подготовка к приватизации в некоторых случаях (например, в Польше конца 80-х - начала 90-х годов) может вызвать заинтересованность руководителей фирм в повышении производительности, поскольку возможны более интенсивный экономический рост, быстрое наращивание инвестиций (Pinto, Van Wijnbergen, 1995). Этот тезис прямо или косвенно доминировал и в отчетах международных организаций о состоянии переходных экономик (EBRD, 1997; World Bank, 1996).

В ряде работ отмечается следующая закономерность. Эффективность предприятий, приватизированных в 1993 г., выше, чем предприятий, которые были вовлечены в этот процесс в 1994–1995 гг. (Леонтьевский центр, 1996). Чем больше доля государства в собственности (от 25 до 50 %), тем хуже обстоят дела в области управления и финансового состояния предприятия (оценка Мингосимущества РФ 1998 г.). Это в значительной мере объясняется тем обстоятельством, что частные акционеры не заинтересованы в проведении реорганизации и инвестировании своих средств, поскольку права собственности на значительную долю акций остаются по сути не определенными.

Некоторые исследователи вообще не отмечают устойчивой *взаимосвязи между постприватизационной структурой собственности и интенсивностью преобразования* (Linz, Krueger, 1998; Earle, Estrin, 1997 - обследования проводились по российским предприятиям). Данные по украинским предприятиям также не подтверждают явной связи между структурой собственности и преобразованием/реструктурированием (Estrin, Rosevear, 1999). В материалах недавнего обследования 3000 предприятий в 20 странах с переходной экономикой отмечается, что анализ воздействия приватизации и структуры собственности на реструктурирование и преобразование предприятий не дал четких результатов. В качестве причины называется отсутствие информации о госпредприятиях до приватизации (Carlin, Fries, Schaffer, Seabright, 1999). Предварительные данные анализа 7534 промышленных предприятий России (Brown, Earl, 1999) показывают, что в среднем в фирмах всех форм собственности преобразования идут слабо, при этом в частных фирмах хуже, чем в государственных. В итоге авторы делают вывод о негативном влиянии приватизации на экономическую эффективность, хотя и отмечают, что было бы ошибочно объяснять это только приватизацией, поскольку результаты деятельности государственных предприятий не намного лучше остальных.

Многие авторы специально рассматривают *влияние моделей приватизации на структуру собственности* и последующее развитие предприятий. Ключевым является вывод о существенных межстрановых различиях, вызванных применением различных моделей (в том числе комбинированных)

приватизации. Сравнительно новым направлением стало эмпирическое исследование вопросов взаимосвязи собственности (приватизации), performance и конкуренции (Симачев, 2001; Bevan, Estrin, Kuznetsov et al., 2001; Brown, Earl, 2000).

Практически во всех странах с переходной экономикой в ходе и/или после приватизации наблюдалась тенденция к *высокому уровню концентрации* собственности. В Чехии, Венгрии и Польше в середине 90-х годов 98 % обследованных компаний среднего размера имели доминирующего акционера (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997). При этом средняя величина доли капитала, находящейся в собственности основного акционера, колебалась в пределах 50–85 %. В странах бывшего СССР также отмечается тенденция к концентрации. Имеющиеся по шести странам данные свидетельствуют прежде всего об устойчивом росте доли менеджеров в акционерном капитале (Djankov, 1999).

Концентрированная собственность тесно связана с собственностью аутсайдеров. В 1998 году, по данным опроса ГУ-ВШЭ, доля 1 крупнейшего акционера составляла около 28 %, доля 3 акционеров – 45 % (против 41 % в 1995 году), причем на 43 5 АО трем акционерам принадлежало свыше 50 % акционерного капитала (Долгопятова, 2000). По данным опроса 437 российских предприятий в 2000 году, непосредственно после проведения приватизации на 85 % предприятий выборки ни один из акционеров не владел хотя бы блокирующим пакетом. В 2000 году 38 % предприятий с доминированием аутсайдеров имели 2-3 акционеров, контролирующих свыше 50 % акций (Bevan, Estrin, Kuznetsov et al., 2001). Наиболее заметной в рамках этой выборки предприятий является тенденция к увеличению участия в капитале предприятий других промышленных предприятий. В результате контрольный пакет акций примерно каждого десятого предприятия выборки принадлежит другим промышленным предприятиям (Симачев, 2001).

Тем не менее одной из специфических особенностей промышленности России стало сочетание концентрации собственности с распылением ее части (Долгопятова, 2000). Это создает определенный дуализм в характеристиках акционерной собственности в России у разных исследователей (при сравнении с аналогичными данными по странам Запада и по другим странам с переходной экономикой). Некоторое имеющееся «отставание» от стран Восточной Европы может быть связано с особенностями корпоративного (покупка более 30 % акций) и антимонопольного (покупка более 20 % акций) законодательства.

Концентрация собственности в постприватизационный период (у менеджеров или аутсайдеров) создает определенные преимущества для эффективного корпоративного управления и реструктурирования. Тем не менее любые данные о влиянии концентрации собственности на результаты деятельности предприятий очень неоднозначны и с трудом поддаются интерпретации (см. Кузнецов, Муравьев, 2000).

На примере деятельности 706 чешских предприятий в 1991–1995 гг. показано, что концентрированная собственность приводит к повышению рыночной стоимости предприятия и, следовательно, к более высокой его рентабельности. При этом авторы делают вывод о положительном влиянии на предприятие его основного банка через косвенный контроль инвестиционного фонда (Claessens, Djankov, Pohl, 1997). Если предположить (с учетом выводов Леонтьевского центра), что уровень концентрации владения акциями выше на предприятиях, вовлеченных в приватизационный процесс раньше (что в целом соответствует общероссийской тенденции), то с некоторой долей условности можно говорить и более высокой эффективности предприятий с концентрированной собственностью.

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

Среди очевидных издержек концентрации обычно рассматривается возможность извлечения *private benefits* контролирующими акционерами (Barclay, Holderness, 1989). В то же время авторы проведенного в Гарварде сопоставления эффективности правовых систем 49 стран мира с точки зрения защищенности интересов инвесторов приходят к выводу, что концентрация владения одновременно является реакцией (адаптацией) на слабую правовую защищенность инвесторов в рамках национальной модели корпоративного управления (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997). В России ситуация носит двойственный характер. Процесс концентрации собственности в значительной мере связан с деятельностью непосредственно менеджеров (или крупных акционеров, ставших инсайдерами). Соответственно он становится инструментом нарушения прав других акционеров (инвесторов), а не сред-

ством адаптации к слабости внешних механизмов корпоративного управления.

Во многих странах по итогам приватизации сформировались *инсайдерские модели корпораций*. Это характерно не только для стран, законодательно избравших МЕВО (продажи инсайдерам) в качестве основного метода приватизации, но и для многих других стран, где формирование инсайдерской модели проходило спонтанно, в том числе под видом продажи активов формальным аутсайдерам. В России в 1993–1994 гг. инсайдеры получили в среднем около 55–65 % акций приватизированных предприятий, к 1998 г. их совокупная доля снизилась до 50–60 %, к 2000 г. – до 25–35 %.

Во всех странах с переходной экономикой *работники-инсайдеры* как особый субъект корпоративного контроля практически не являются самостоятельной силой. Их акционерные владения либо контролируются менеджерами, либо сильно «распылены» и формируют аморфную структуру владения акциями предприятия. Оценка эффективности деятельности *менеджеров* как субъектов корпоративного контроля в постприватизационный период носит двойственный характер. С одной стороны, эта политика, безусловно, успешна и действенна в том, что касается консервации (консолидации) контроля. С другой – пока она остается предметом дискуссий в той ее части, которая касается эффективности «менеджерской модели» контроля не только для стратегического развития, но и для элементарного выживания предприятия.

Тем не менее сосредоточение контроля у менеджеров создает возможности для существенного повышения эффективности. Но, по некоторым расчетам, такой доминирующий их контроль не лишен тех недостатков, которые присущи собственности работников (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997). Все же корпорации, контролируемые менеджерами, характеризовались значительно более высокой эффективностью, чем предприятия, принадлежащие «трудовому коллективу».

Преимущества приватизированных компаний становятся все более отчетливыми по мере сосредоточения собственности у «внешних» частных владельцев. Наиболее эффективными оказываются новые частные фирмы. Среди приватизированных компаний наилучшие результаты имеют те фирмы, в которых установился прочный контроль «внешних» собственников. Например, данные обследования чешских фирм свидетельствуют о том, что руководители, которых впервые «привели» в приватизированную компанию «внешние» владельцы, действовали намного эффективнее, чем руководители, назначенные государственным ведомством (Claessens, Djankov, 1999).

Именно появление «внешних» собственников придает динамизм постсоциалистической экономике (Carlin, Landesmann, 1997). Но как и при оценке взаимосвязи между формой собственности и эффективностью в ряде исследований отмечается, что собственность аутсайдеров-резидентов не имеет значимой корреляции с реструктурированием (Djankov, 1999).

Принято также считать, что «идеальной» форму корпоративного управления обеспечивают компании, принадлежащие *иностранным владельцам* (Brada, Singh, 1999). Анализ данных по предприятиям Чехии, Венгрии, России и Болгарии показывает, что преобразование предприятий, принадлежащих иностранцам, осуществляется наилучшим образом (Carlin, Van Reenen, Wolfe, 1995). Но положительное влияние иностранной собственности на реструктурировании сказывается при ее относительно высоком значении – более 30 % акций (Djankov, 1999).

Тем не менее имеющиеся данные свидетельствуют, что разница между предприятиями, принадлежащими местным инсайдерам (работники и менеджеры) и доминирующим аутсайдерам, очень невелика (Carlin, Van Reenen, Wolfe, 1995). В Чехии, Венгрии и Польше частные фирмы превосходят государственные по уровню преобразования, но фирмы, находящиеся под контролем аутсайдеров, не превосходят фирмы, в которых доминируют инсайдеры (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997). Другие авторы на примере предприятий Словении приходят к выводу, что предприятия с доминированием нерезидентов характеризуются наибольшим ростом добавленной стоимости, однако предприятия инсайдерского типа демонстрируют наивысший средний рост по сравнению с предприятиями, находящимися под контролем местных аутсайдеров (Smith, Cin, Vodopivec, 1997).

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

По данным П. Кузнецова и А. Муравьева (обследование 103 наиболее известных российских эмитентов в 1995–1997 гг.), чем выше доля аутсайдеров (местных и иностранных), тем эффективнее преобразования в области производительности труда. Напротив, собственность инсайдеров и государства приводит к низкой производительности труда. Собственность государственного

холдинга затрудняет повышение производительности, хотя и несколько меньше, чем собственность государства (Kuznetsov, Muravyov, 1999).

В подробном исследовании (Bevan, Estrin, Kuznetsov et al., 2001) основной вывод касательно взаимосвязи «ownership – performance» состоит в том, что различия в преобразовании (performance) между предприятиями инсайдерского и аутсайдерского типа минимальны (за исключением profitability, которая значительно выше у предприятий с инсайдерским (менеджерским) типом собственности).

Видимо, последнее можно объяснить «самодостаточностью» предприятий, принадлежащих менеджерам, тогда как доминирование аутсайдеров (особенно если предприятие входит в вертикально-интегрированную группу) часто ведет к переключению финансовых потоков на другие структуры и хронической (формальной) убыточности предприятия.

В пользу такой интерпретации говорят и данные о связи концентрации собственности с инвестициями. Данная выборка не подтвердила однозначно позитивной связи. Если для машиностроительных предприятий и предприятий по производству стройматериалов наблюдалась прямая связь уровня консолидации и инвестиционной активности предприятий, то в легкой и пищевой промышленности зависимость обратная. Вероятно, стимулирующий эффект от консолидации присутствует на тех предприятиях, которые захватываются другими промышленными предприятиями - именно в капитале предприятий по производству стройматериалов и машиностроению наиболее велико участие других промышленных предприятий (Симачев, 2001).

Связь результатов деятельности предприятий со структурой собственности наиболее четко выражена для финансовых показателей (рентабельность акционерного капитала, рентабельность продаж). Отмечается наличие прямой связи между долей акционеров-инсайдеров в капитале предприятия и результатами его деятельности, причем не выявлено различий между собственностью менеджеров и рядовых работников предприятий. Между долей внешних акционеров (кроме иностранных, где связь прямая) и результатами деятельности предприятий выявлена обратная связь. Между долей государственной собственности (только региональной и местной) и результатами деятельности, измеряемыми рентабельностью и ростом объема реализации в 1999 г. к 1998 г., выявлена обратная связь (Муравьев, 2001).

При анализе взаимосвязи между доминирующими типами собственников и restructuring значимые зависимости не выявлены. Необходимо отметить, что и сами концепции реструктурирования заметно различаются от работы к работе. Согласие достигнуто лишь при самом общем подходе к реструктуриро-

ванию (Ericson, 1998), когда оно определяется как «изменения в операциях, взаимодействиях (взаимосвязях) и мотивациях в направлении достижения успеха в меняющейся рыночной среде».

6. 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 1997²¹. 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 бухгалтерии²². 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; McConnell, Servaes 1990; Holderness a.o. 1999), но возможности его использования при изучении пост-социалистической экономики не столь очевидны. Дело в том, что характеристики равновесия, используемые

²¹ Р. Фридман, С. Грэй, М. Хессел, А. Рапачиньский (Frydman, Gray, Hessel, Rapaczynski, 1997) пользуются несколько модифицированными характеристиками рентабельности - средним доходом на работника и средними издержками, приходящимися на единицу валового дохода.

²² Кроме того, в условиях постсоциалистической экономики цены, на базе которых формируется чистый доход фирмы, могут в наибольшей степени отклоняться от того уровня долгосрочного равновесия, на котором они должны были бы установиться в условиях существования развитой системы рынков.

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 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 производства²³.

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 прибега-

²³ Следуя методике (Burnside, Eichenbaum, Rebelo, 1995), Claessens, Djankov, 1998, например, характеризуют "интенсивность" использования капитала с помощью изменений в производственном потреблении электроэнергии.

ют к использованию составного индекса реорганизации²⁴ (Earle, Estrin, 1997).

(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 условий²⁵.

(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.

²⁴ 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.

²⁵ 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).

(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). 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)²⁶. 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 множе-

²⁶ 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.

ственной 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 переменных и двухшагового метода наименьших квадратов²⁷. 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 эффективные²⁸.

(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.

²⁷ (Claessens, Djankov, 1998), сталкиваясь с "проблемой эндогенности", использовали несколько более формализованную двухступенчатую процедуру Хекмэна (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.

²⁸ 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.

Часть 2. Финансовое поведение, структура собственности и особенности корпоративного управления: опыт эмпирического исследования российских предприятий

7. Формулировка основных гипотез

Как видно из обзора эмпирических исследований 90-х гг., полное единство мнений *не достигнуто ни по одному из рассматривавшихся вопросов*. Иногда складывается парадоксальная ситуация, когда эмпирические данные вступают в противоречие с общепринятыми теоретическими подходами. Пожалуй, есть только два пункта, где сходятся результаты почти всех эмпирических исследований:

- вывод о нейтральной или негативной роли рядовых работников предприятия (как акционеров) для результатов деятельности предприятий;
- вывод о наличии прямой связи между долей иностранных инвесторов и эффективностью (restructuring, performance).

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

- «вклад» приватизации в повышение эффективности деятельности предприятий (с учетом срока приватизации и размера государственной доли в смешанных компаниях) и, более широко, сравнительная эффективность государственных и частных предприятий;
- влияние уровня концентрации акционерной собственности на результаты деятельности предприятий (хотя детальные исследования не проводились);
- характер взаимосвязи между типом доминирующего собственника (менеджеры, внешние акционеры) и результатами деятельности (эффективностью) предприятий.

Видимо, для этого существует целый ряд объективных причин.

Во-первых, даже на уровне теоретического и прикладного обсуждения проблем до сих пор не существует каких-то общих подходов – можно привести частный, но показательный пример. Так, Джозеф Стиглиц в 1999 году отмечал необходимость усиления внимания к роли инсайдеров, которые

в контексте проблем связи между собственностью и управлением в переходных экономиках будут благоприятно воздействовать на сокращения цепочки агентских отношений (Stiglitz, 1999). В том же 1999 году Европейский банк реконструкции и развития в качестве одного из принципиально важных направлений на следующее десятилетие указывает необходимость борьбы с «интересами окопавшихся инсайдеров» (EBRD, 1999).

В более широкой постановке, и сам вопрос об экономической природе прав собственности выходит за пределы «чистой» теории - в последнее время он все чаще связывается с достаточно острыми проблемами хозяйственной политики, в том числе политики реформ в странах с переходной экономикой. Так, О. Уильямсон в недавно опубликованном обзоре новой институциональной теории (Williamson, 2000, p. 609-610), отмечая проблемы, порожденные российской приватизацией, связывает не вполне удачную, на его взгляд, стратегию приватизации с приверженностью лиц, разрабатывавших указанную стратегию, теории прав собственности Grossman-Hart-Moore.²⁹

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

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

Такая размытость модели создает и очевидные трудности для принятия решений в области права и экономической политики. Лишь один пример. Принято считать, что высокий уровень прозрачности компаний (раскрытия информации) достигается обычно при широкой акционерной базе (т.е. при слабой концентрации). Если исходить из того, что итогом многих этапов передела собственности в России станет высококонцентрированная собственность, правовые требования о раскрытии информации (в суще-

²⁹ Подробно об этом см.: Радыгин, Энгов, Мальгинов и др., 2001.

ствующем и тем более ужесточенном виде) не имеют реальной почвы. Более того, они крайне слабо выполняются и сейчас.

В-третьих, принципиальное значение имеет проблема аффилированных отношений и бенефициарного владения. Если принять во внимание реальную организацию структуры собственности (контроля) и финансовых потоков многих крупных компаний России (см.: Радыгин, Сидоров, 2000), то практически все исходные данные для эмпирических исследований – как по линии собственности (и менеджеров, и аутсайдеров), так и по линии финансовых показателей деятельности предприятий – могут быть подвергнуты сомнению.

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

В-четвертых, необходимо принять во внимание трудности, возникающие при решении одной из классических эконометрических задач – учета роли обратных причинно-следственных связей («проблема эндогенности»). Дело в том, что сам выбор объектов приватизации нельзя признать случайным. Так, теория приватизации чаще всего исходит из того, что в частную собственность приходится (следует) переводить недостаточно эффективные предприятия, оказавшиеся в кризисном состоянии (Vickers, Yarrow, 1988). Если у инвесторов есть выбор, то они предпочтут приобрести акции высокоэффективных компаний – это соображение, по-видимому, играло существенную роль и в ходе постсоциалистической приватизации (Carlin, Van Reenen, Wolfe, 1995). Но если для какого-либо из таких предположений существуют реальные основания, это свидетельствует о неравных исходных условиях в функционировании приватизированных и остальных компаний.

Подтверждения эндогенности структуры собственности, в частности, получены на примере формирования в ходе приватизации предприятий собственности инсайдеров. По данным опроса 2000 года, инсайдеры приобрели более крупные пакеты акций на предприятиях, эффективность

(производительность труда и рентабельность) которых в предприватизационный период была выше (Муравьев, 2001). Это обстоятельство осложняет интерпретацию результатов и не позволяет утверждать, что выявленные в ходе анализа связи достоверно отражают влияние структуры собственности на результаты деятельности предприятий. В частности, лучшие результаты деятельности компаний, в которых инсайдерам принадлежат более крупные пакеты акций, могут быть следствием отбора инсайдерами наиболее привлекательных предприятий во время их приватизации.

В целом с учетом неоднозначных, иногда противоположных эмпирических результатов других исследователей, мы сочли целесообразным проверить некоторые принципиальные взаимосвязи по нашей базе данных. В итоге для проверки на выборке из 201 предприятия были *сформулированы следующие гипотезы*:

Гипотеза 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.

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

Гипотеза 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.

Гипотеза 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.

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

Гипотеза 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.

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

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

На теоретическом уровне достаточно очевидно, что наличие острых корпоративных конфликтов взаимосвязано с уровнем концентрации собственности и результатами финансовой деятельности предприятия. Для проверки данной гипотезы на эмпирическом уровне по оригинальной методике был разработан "индекс интенсивности корпоративного конфликта", который на основе ряда косвенных данных обобщает практику корпоративных взаимоотношений в конкретном предприятии.

Еще одна гипотеза авторов состоит в том, что низкий уровень корпоративного конфликта одновременно может рассматриваться как индикатор стабильности (прозрачности) имеющейся структуры собственности. В этой связи указанный «индекс интенсивности корпоративного конфликта» представляет собой (помимо анализа взаимосвязи между уровнем конфликта и эффективностью предприятия) и некий инструмент для оценки правдоподобности полученных данных в свете приведенных выше рассуждений о закрытости данных о реальном контроле.

8. 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 вопросов³⁰, была разослана на 872 российских акционерных общества. Из них прислали обратно анкету по большей части с выборочными ответами 201 предприятие, т.е. примерно 23% опрошиваемых АО. В таблице 2.1 приведено содержание разосланной анкеты.

Заданные вопросы можно условно разделить на два блока. Первый блок касается особенностей приватизации опрошиваемых акционерных

³⁰ Формально в анкете было задано 33 вопроса, однако некоторые из них содержат по несколько пунктов.

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.

№ 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 Иностранные акционеры
17 Государство
18 в т.ч. РФ

ТАБЛИЦА 2.1. (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

№ вопроса
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
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.

ТАБЛИЦА 2.1. (ПРОДОЛЖЕНИЕ)

№ вопроса
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.

9. Описание выборки

9.1. 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 предприя-

тий (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»

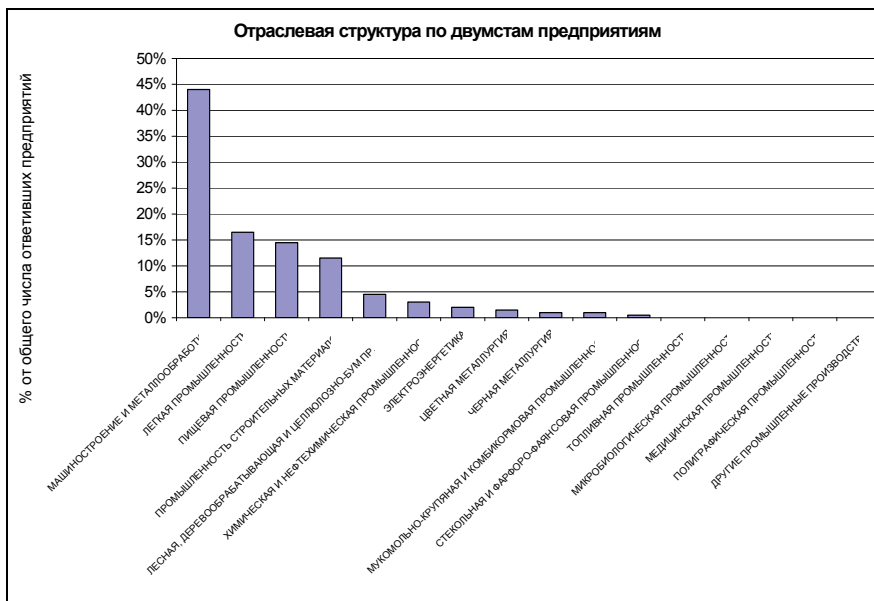
г	Выборка «201»	число предприятий отрасли	место среди «201»	выборка «872»	число предприятий отрасли	место среди «872»
Машиностроение и металлообработка	44,00%	88	1	41,40%	361	1
Легкая промышленность	16,50%	33	2	14,33%	125	2
Пищевая промышленность	14,50%	29	3	13,65%	119	3
Промышленность строительных материалов	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 фарфоро-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 промышлен-	0,00%	0	15	0,23%	2	13

ность

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.

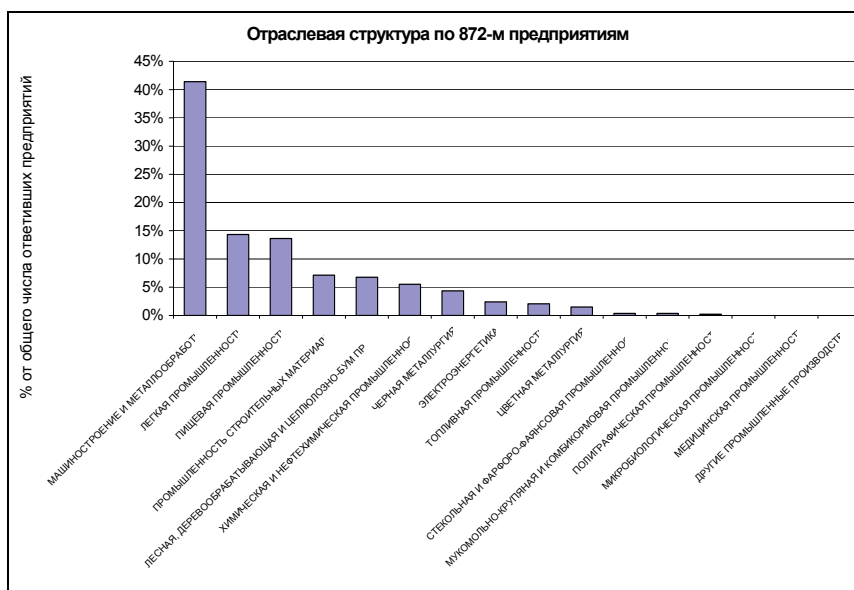
ГРАФИК 2.1.



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 экстраполировать 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%.

Наибольшее число акционерных обществ, давших ответы на вопросы ИЭПП, зарегистрировано в московской области (8,5% от всех ответивших), Ставропольском крае (5,5%), Москве (5%), Свердловской области (5%), Свердловской области (5%), Башкирской республике (4,5%). Данные регионы представлены и среди шести «лидеров» в выборке по 872 предприяти-

ям, на которые была разослана анкета. Однако ниже по таблице 2.3, вместе со снижением веса того или иного региона по числу зарегистрированных на его территории акционерных обществ, число несовпадений регионов-лидеров в выборке «201» и «872» увеличивается. Таким образом, говорить о репрезентативности выборки «201» в региональном разрезе относительно выборки «872» можно лишь условно. Полная таблица региональной структуры для рассматриваемых выборок приведена в приложении 3.

ТАБЛИЦА 2.3. РЕГИОНАЛЬНЫЙ РАЗРЕЗ ВЫБОРКИ «201» И «872»

	выборка «201»	число предпри- ятий региона	место среди «201»	выборка «872»	число предпри- ятий 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

Далее в исследовании рассматривается выборка из 201 предприятия. Полученные ИЭПП анкеты позволили провести группировку данных предприятий по целому набору критериев. Среди них следует выделить группировку по численности, уставному капиталу, основным фондам, выручке от реализации, году приватизации, варианту льгот при приватизации, стажу действующих руководителей и, наконец, уровню концентрации владения и типу доминирующего собственника³¹.

Группировка акционерных обществ по численности занятых. Среди 201 предприятия, приславших анкету с ответами, на вопрос о численности занятых ответило 183 АО. Соответственно 18 предприятий (9%) не дали ответа на данный вопрос. Суммарное число занятых на 183 акционерных обществах составляет 155454 человек или около 1/1000 всего населения России. Среднее чис-

³¹ Последней группировке будет уделено внимание в пункте 2.2.2. «Структура собственности по результатам опросов».

ло занятых по рассматриваемой выборке составляет около 850 человек. Как видно из графика 2.5, на котором представлены сортированные по возрастанию данные, вплоть до численности занятых, составляющей 1000 человек, данный показатель увеличивается линейно. После 1000 человек кривая численности занятых начинает возрастать нелинейно.

ГРАФИК 2.3.

ГРАФИК 2.4.

ГРАФИК 2.5.

ТАБЛИЦА 2.4. 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

Группированные 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)³². 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

³² В приложении 2 приведена также численность промышленно-производственного персонала на рассматриваемых 201 АО.

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

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 дан- ных 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 показателя³³. Ответ на данный вопрос дали 164 АО (81,6%). Среднее значение прибыли в 1998 г. для давших ответ предприятий составило 47,554 млн. рублей или 2,306 млн. долларов США³⁴. 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

³³ См. также приложение 2, где приведена таблица распределения величины прибыли для 201 АО.

³⁴ При переводе в долларовый эквивалент использовался официальный курс доллара на конец 1998 г, составивший 20,62 руб./доллар.

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)³⁵

	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%	-

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 ПРИВАТИЗАЦИИ³⁶

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

³⁵ См. также график 1 приложения 3.

³⁶ См. также график 2 приложения 3.

ход процесса перераспределения акций от инсайдеров к аутсайдерам, характерный для пост-приватизационного периода 1995 – 1999 гг.

ГРАФИК 2.6.

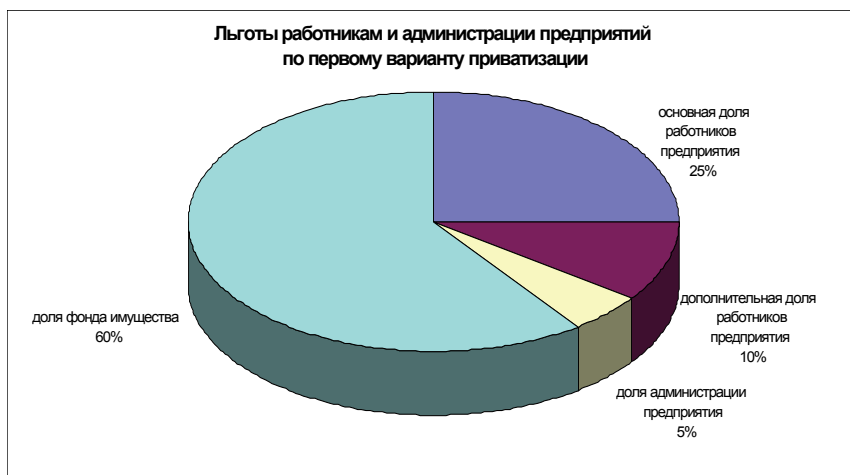
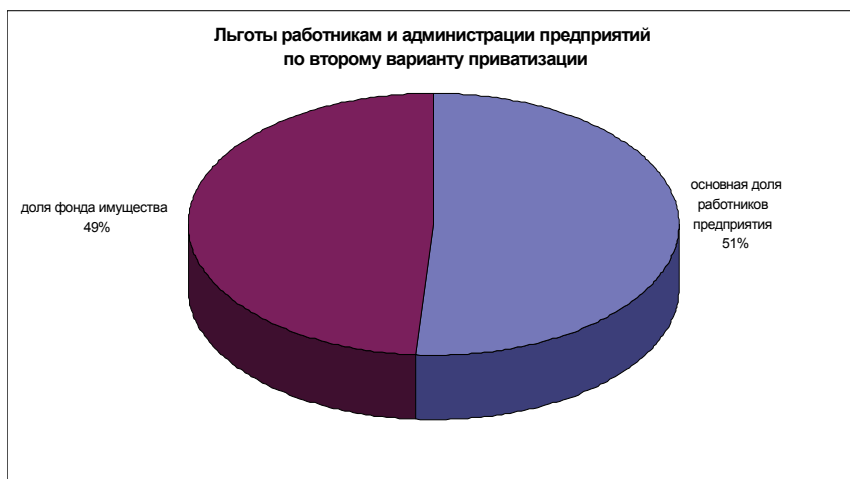


ГРАФИК 2.7.



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%	-

9.2. 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 особого 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	Машино-строение	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 инсайде-

ров, 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 регла-

ментацией 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	Машино-строение (в целом)	Машино-строение (<1000 чел.)	Машино-строение (≥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 предприя-

тиях 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. раздел, 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 задан целый ряд вопросов, касающихся концентрации собственности. Среди них можно выделить следующие.

Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%?

Существует ли акционер, владеющий более 50% акций?

Существует ли акционер, владеющий более 75% акций?

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?

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.

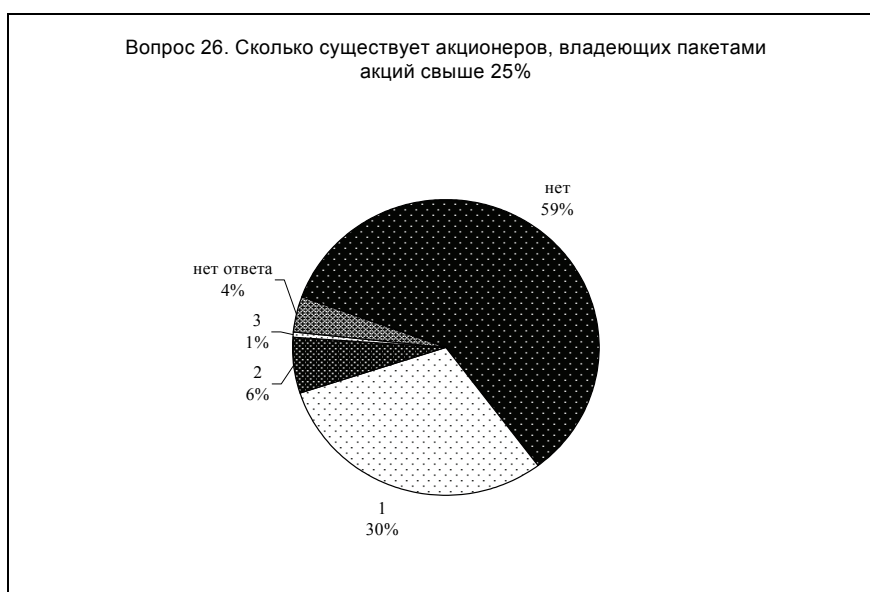


ТАБЛИЦА 2.15. ВОПРОС 27. СУЩЕСТВУЕТ ЛИ АКЦИОНЕР, ВЛАДЕЮЩИЙ БОЛЕЕ 50% АКЦИЙ

	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%

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 2.17.

% от УК	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
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%	-

9.3. Проверка выбранных гипотез

9.3.1. Увеличение доли аутсайдеров

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 выше, 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.

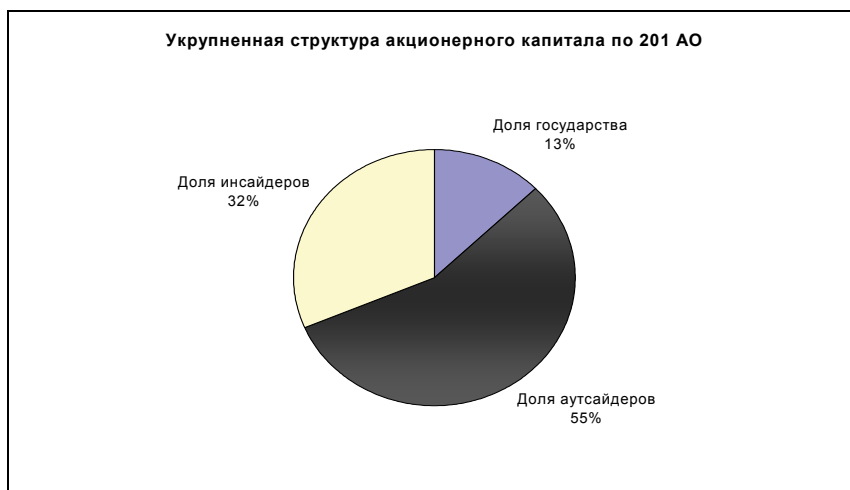
Полученные в результате анкетирования российских акционерных обществ данные свидетельствуют о существенном изменении в структуре акционерного капитала российских предприятий, произошедшему к моменту проведения опроса. Группировка доминирующих собственников на российских АО приведена в таблице 2.11. Учитывая 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 аутсайде-

ров 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.



9.3.2. Инсайдеры и эффективность

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-

производственных 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%

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 3.1

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
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)³⁷. 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, 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 взаи-

³⁷ В данной работе авторы не приводят все полученные в ходе исследования регрессионные оценки, делая акцент на наиболее значимых.

мосвязь числителя и знаменателя. Существует целый ряд способов занижения объемов прибыли предприятия. В зависимости от специфики деятельности предприятия могут в той или иной степени возрастать затраты или появляться 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.

9.3.3. Концентрация и эффективность

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 акционера³⁸, 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.

³⁸ Исключение составляет тот случай, когда большая часть коллектива передала свои акции в управление какому-либо физическому или юридическому лицу.

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.

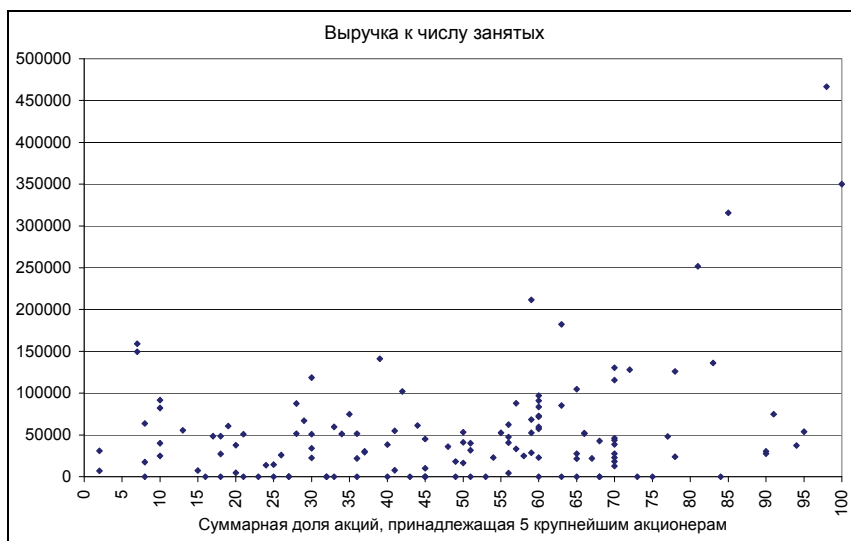
Вторая часть третьей гипотезы состоит в том, что чем выше уровень концентрации собственности, тем выше эффективность деятельности предприятий. В таблицах 2.17 – 2.20 представлено распределение ответов на четыре варианта вопроса.

- 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?
- 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 зависи-

мостей 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.

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.

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

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

9.3.4. Государство и эффективность

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 задан вопрос о доле государства³⁹ 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%	-

³⁹ Включая государственные холдинги (т.е. те организации, где доля государства в материнской компании превышает 50%).

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 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.

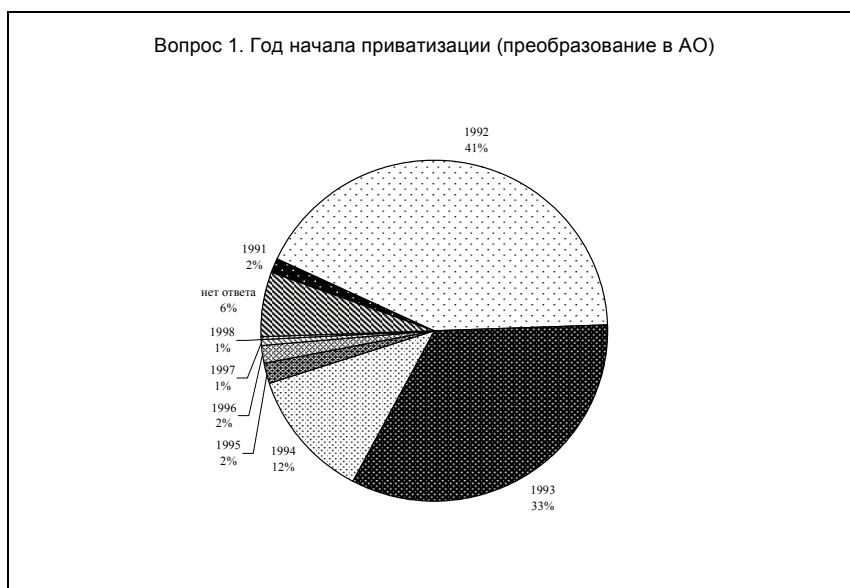
9.3.5. Время приватизации и эффективность

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 слова-

ми, 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, ранжирован-

ных 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.⁴⁰, только по группам предприятий, начавших приватизацию в 1992, 1993 и 1994 гг.

ТАБЛИЦА 3.6.

		Выручка к числу занятых	Прибыль к ос-новным фондам	Прибыль к вы-ручке	Выручка к про-изводствен-ному персоналу	Выручка к ос-новным фондам
	См. график	3.5	3.6	3.7	3.8	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

⁴⁰ Т.е. через 4 – 6 лет после начала приватизации.

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 3.6

		Выручка к числу занятых	Прибыль к ос-новным фондам	Прибыль к вы-ручке	Выручка к про-изводитель-ному персоналу	Выручка к ос-новным фондам
	См. график	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9
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

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 3.6

	Выручка к числу занятых	Прибыль к ос-новным фондам	Прибыль к вы-ручке	Выручка к про-изводитель-ному персоналу	Выручка к ос-новным фондам	
См. график	3.5	3.6	3.7	3.8	3.9	
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	-	-	-	-	-

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 3.6

	См. график	Выручка к числу занятых 3.5	Прибыль к ос-новным фондам 3.6	Прибыль к вы-ручке 3.7	Выручка к про-изводствен-ному персоналу 3.8	Выручка к ос-новным фондам 3.9
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 выборки⁴¹, 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, начавших приватизацию в 1994 г., оказалось

⁴¹ В данном случае рассматривается число предприятий, одновременно ответивших на вопрос о годе начала приватизации, величине финансовых показателей и числе занятых.

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

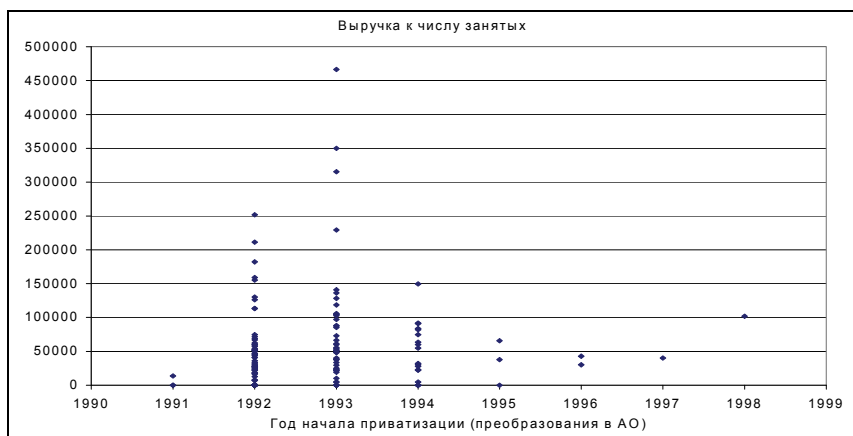


ГРАФИК 3.6

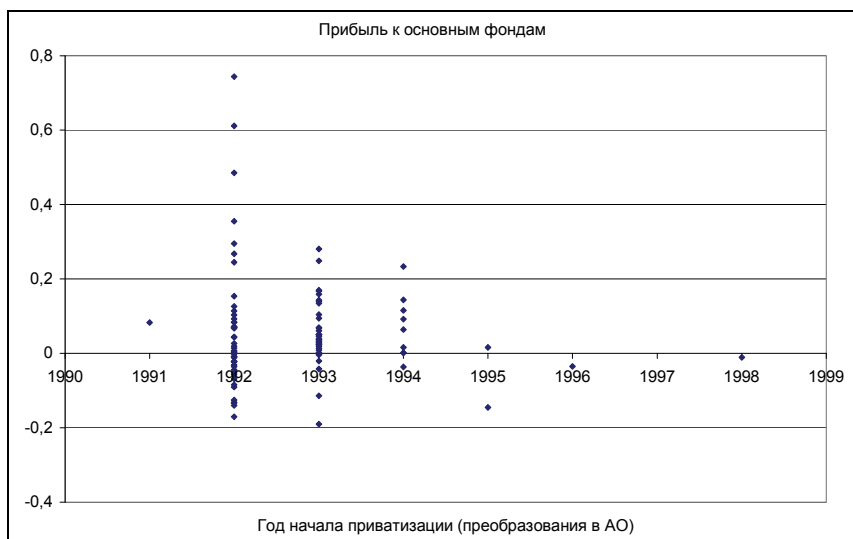


Наибольшие средние значения для показателей отношения выручки к числу занятых и числу производственного персонала зафиксированы для предприятий, начавших приватизацию в 1993 г. Для таких предприятий данные показатели оказались на 87,4% (первое отношение) и на 104,3% (второе отношение) выше соответствующих 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.

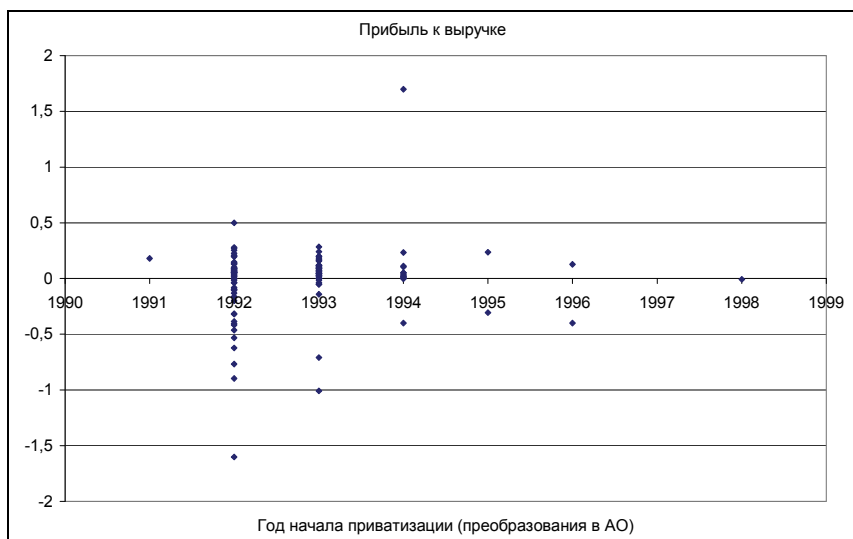
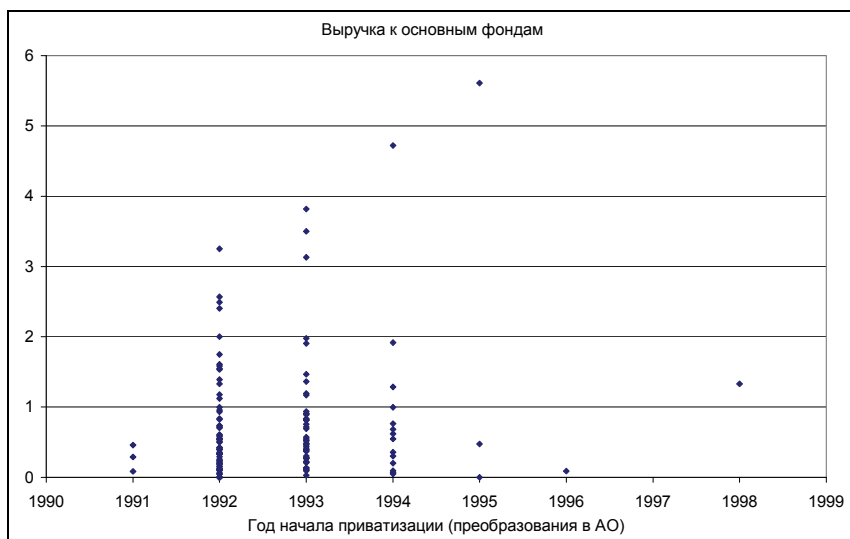


График 3.9 представляет распределение показателя *отношения выручки к основным фондам*. Среднее значение данного показателя для акционерных обществ, начавших приватизацию в 1992 г., оказалось на 17,3% ниже соответствующего среднего для предприятий, начавших приватизацию в 1993 г., и на 31,9% ниже среднего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

ющие результаты акционерных обществ, начавших приватизацию в 1993 г. и 1992 г.

9.3.6. Аутсайдеры и эффективность

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 предприятий⁴². При этом подразумевается, что при появлении на предприятии крупного аутсайдера повышается вероятность реструктуризации компании, увольнений и других мероприятий, призванных повысить финансовую эффективность предприятий. Кроме того, крупный аутсайдер, особенно если это иностранный акционер⁴³, 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 ФПГ, 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.

⁴² Включая долю иностранных акционеров.

⁴³ 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.

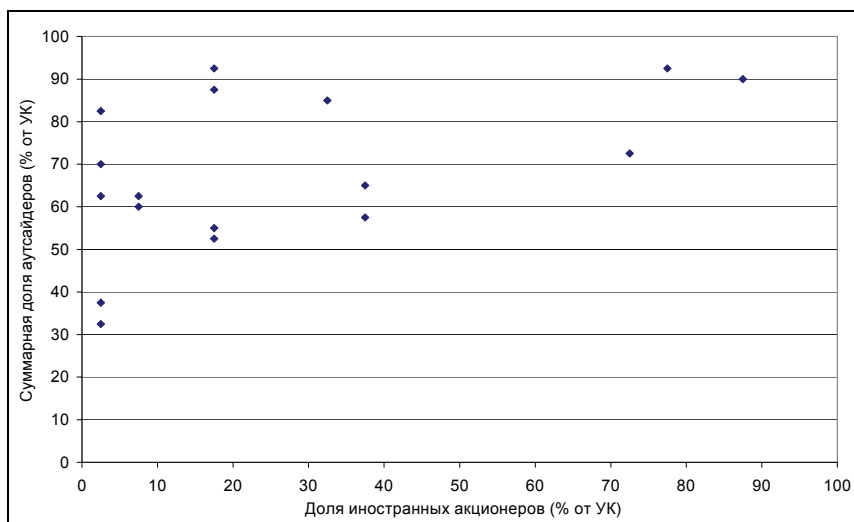
Вторая часть шестой гипотезы состоит в том, что при увеличении доли иностранных инвесторов позитивное воздействие приватизационных процессов существенно усиливается. Таким образом, первое, что необходимо выяснить для проверки второй части гипотезы состоит в том, насколько взаимосвязаны суммарная доля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

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.

ГРАФИК 3.10.



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, из 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.

9.3.7. Стаж руководителя предприятия и эффективность

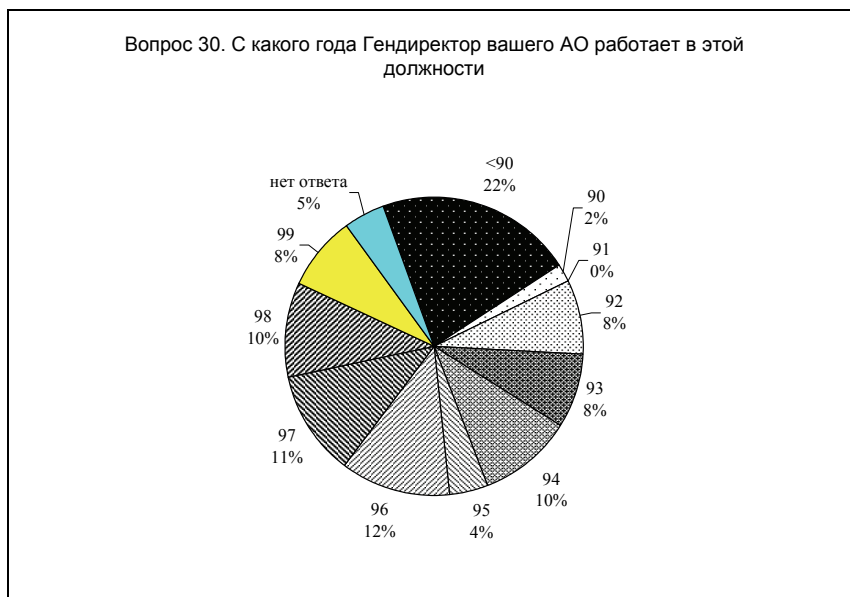
Седьмая гипотеза состоит в том, что срок работы руководителя связан с уровнем эффективности работы предприятия. На первый взгляд, данная гипотеза представляется весьма спорной. Смена менеджера в том или ином акционерном обществе может быть вызвана весьма различными, а иногда и противоречивыми мотивами. 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 экономиче-

ской 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.

ГРАФИК 3.11.



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.

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 использованными 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, состоявшую том, что срок

работы руководителя связан с уровнем эффективности работы предприятия, не удалось.

9.3.8. Индекс корпоративного конфликта

Характерной чертой развития российского корпоративного сектора в пост-приватизационный 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 пилуль», 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 о 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, потре-

бовала 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. Использованная 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.

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?).

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	$d_4=2$	$d_4=0$
5	17	Сколько за последние 2 года было общих собраний акционеров	«два» $d_6=0$	«больше двух» $d_6=2$

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.

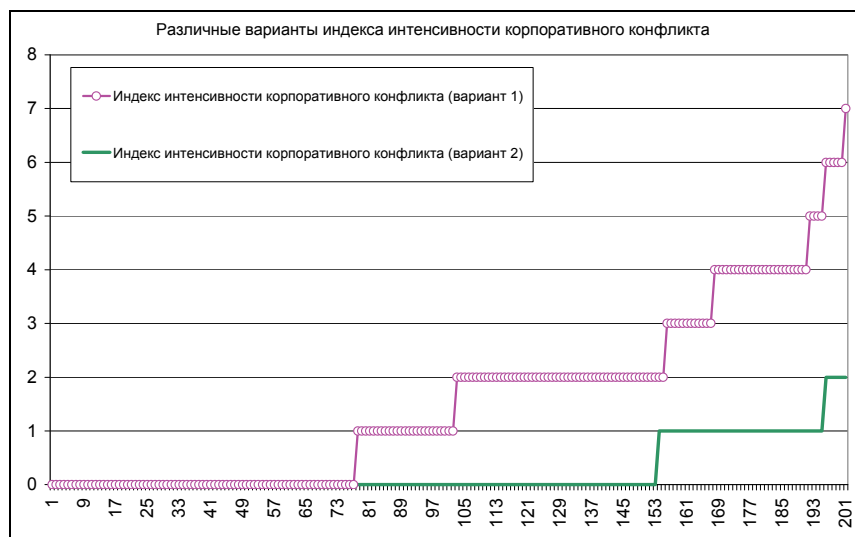


ТАБЛИЦА 3.9.

Значение индекса CCI	1-й вариант		2-й вариант	
	Число предприя- тий	Доля в общей выборке	Число предприя- тий	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.

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).

ТАБЛИЦА 3.10. СРЕДНИЕ ЗНАЧЕНИЯ ПЕРЕМЕННЫХ

Значение индекса интенсивности корпоративного конфликта (вариант 1)	Доля в общей выборке	Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит 5 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

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.

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 3.11.

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

ТАБЛИЦА 3.12. СРЕДНИЕ ЗНАЧЕНИЯ ПЕРЕМЕННЫХ

	Значение индекса интенсивности корпоративного конфликта (вариант 2)	Доля в общей выборке	Сколько существует акционеров, владеющих пакетами акций свыше 25%	Сколько акций вашего АО (% от УК) принадлежит 5 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			ë	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).

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

вливают 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 3.13. СРЕДНИЕ ЗНАЧЕНИЯ ПЕРЕМЕННЫХ

Значение индекса интенсивности 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

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
CCII	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: CCII
 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.

ТАБЛИЦА 3.16. СРЕДНИЕ ЗНАЧЕНИЯ ПЕРЕМЕННЫХ

Значение индекса интенсивности корпоративного конфликта (вариант 2)	Доля в общей выборке	Отношение выручки к числу занятых	Отношение прибыли к новым фондам	Отношение прибыли к выручке	Отношение выручки к производственному персоналу	Отношение выручки к новым 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

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 ин-

декс 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).

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 благопри-

ятном 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 3. Актуальные направления реформ

10. Защита прав собственности: общие принципы и задачи реформы

Без надежной и цивилизованной защиты прав (перехода прав) собственности невозможно эффективное использование таких *институтов рыночной экономики*, как банкротства, финансовые рынки, рынки корпоративного контроля, рынок недвижимости.

Право владеть имуществом с глубокой древности является одним из основных *гражданских и политических прав человека*, и в то же время - средством обеспечения индивидуумом своей экономической независимости. Так, Всеобщая декларация прав человека гласит, что каждый человек имеет право владеть имуществом как единолично, так и совместно с другими, и никто не должен быть произвольно лишен своего имущества.

Принцип полного признания и защиты всех форм собственности (а также права на интеллектуальную собственность) тесно связан с *политическим плюрализмом и демократическими ценностями*. Принцип абсолютной защиты прав собственности, признанный приоритетом государства, обуславливает устойчивость политической системы и повышает доверие населения к ее институтам. Напротив, реально демократические институты и процедуры принятия решений позволяют наиболее полно и с минимальными издержками для общества реализовать баланс интересов различных субъектов собственности.

Следование этим принципам означает и *признание международных норм*, выработанных мировым сообществом во второй половине XX века. В контексте процессов глобализации мировой экономики эффективная защита прав собственности на национальном уровне означает формирование благоприятных условий для интеграции экономики России в международную торговлю и мировую финансовую систему (финансовые рынки).

Соответственно, ключевым условием оживления экономики России является *регулярная и последовательная работа государства по защите и укреплению институтов собственности*. Формирование в России стабильной, прозрачной и защищенной системы прав собственности, *обеспечение равенства (не-дискриминации) прав всех субъектов собственности*, участвующих в имущественном обороте – это принципиальные условия модернизации экономики России.

В настоящей работе не представляется возможным специально обсуждать вопрос о природе (определениях) собственности (права собственности).⁴⁴ Классическая римская юриспруденция рассматривала собственность как неограниченное и исключительное господство лица над вещью, свободное от ограничений и абсолютное по защите. Понимание права собственности как «*plena in re potestas* – полная власть над вещью в праве Юстиниана» пришло на смену феодальной концепции расщепленной собственности во многих странах континентальной Европы в процессе буржуазных революций. Тем не менее очевидные факты ограничений права собственности и движение к принципу ограниченной природы права собственности уже с 19 века вызвали к жизни новые подходы:

- теория социальной функции права («собственность обязывает»),
- индивидуализация правового режима собственности в зависимости от размера и субъекта,
- тенденция к расщеплению права собственности на один и тот же объект в странах романо-германского права (изначально сохранившаяся в Англии) и др.

Большинство юристов мира принимают наиболее общее определение собственности как совокупности отношений между людьми, где праву собственника вещи противостоит обязанность всех и каждого воздерживаться от воздействия на вещь.⁴⁵ В современной экономической теории (неоинституционализм)⁴⁶ права собственности определены как «санкционированные поведенческие отношения между людьми, которые возникают в связи с существованием благ и касаются их использования. Эти отношения определяют нормы поведения по поводу благ, которые любое лицо должно соблюдать в своих взаимодействиях с другими людьми или же нести издержки из-за их несоблюдения» (Furuboth, Pejovich, p. 3). Его основу составляет классическая триада владения, пользования и распоряжения, однако современный набор частичных правомочий намного шире и предполагает множество комбинаций.⁴⁷

В правовых памятниках Древней Руси не было специальных статей о праве собственности, но меры ответственности за нарушение права собственности присутствовали уже в Уставах первых киевских князей и в

⁴⁴ Подробный обзор правовых концепций см., например: Кулагин, 1997, с. 242-257.

⁴⁵ Windsheid. Lehrbuch des Pandectenrechts. S. 101.

⁴⁶ Подробный обзор современных экономических воззрений см.: Капелюшников, 1990.

⁴⁷ См.: Honore, 1961.

Правде Ярослава (30-е гг. XI века). Последняя, в частности, предусматривала наказания за порчу межи, порчу и кражу коней, иного имущества и др. Сами термины «собственность» и «право собственности» впервые появились в 18 веке - в наказе Екатерины II генерал-прокурору 1767 года и манифесте 1782 года.

В Своде законов Российской Империи (т. X, ч.1, ст.423) было установлено, что «право собственности есть полное, когда в пределах, законом установленных, владение, пользование и распоряжение соединяются с укреплением имущества в одном лице или в одном сословии лиц, безо всякого постороннего участия». Вместе с тем, по замечанию А. И. Герцена, «самое отсутствие точно установленных юридических понятий, неопределенность прав тем более не позволяли утвердиться идеям собственности...» (Герцен, 1982, с. 261).

Согласно действующей Конституции РФ (ст. 35), право частной собственности охраняется законом. Каждый вправе иметь имущество в собственности, никто не может быть лишен своего имущества кроме как по решению суда. Принудительное отчуждение имущества для государственных нужд может быть произведено только при условии поредварительного и равноценного возмещения.

В современном законодательстве России собственник обладает наибольшими правомочиями по сравнению с не-собственниками, но вместе с тем не имеет неограниченного (абсолютного) господства над вещью.⁴⁸ Право собственности как совокупность правовых норм, регулирующих отношения принадлежности имущественных благ, возможности владения, пользования и распоряжения имуществом, детально описано в российском законодательстве и отвечает общепринятым в мире цивилизованным нормам.⁴⁹

В частности, в российском законодательстве предусмотрен практически весь спектр существующих способов защиты прав собственности – как

⁴⁸ См.: Камышанский, 2000, с. 23, 72; Неволин, 1857, с. 117-121.

⁴⁹ Тем не менее классическая триада правомочий собственника подвергается все большей критике в современных условиях. Критика идет по трем основным направлениям: попытка выделить «ядро» права собственности (обычно – пользование и распоряжение), отрицание единого определения права собственности и выделение своих определений собственности для разных отраслей права (конституционного, гражданского, хозяйственного), составление «полного определения права собственности» как совокупности частичных правомочий в рамках англосаксонской традиции и др.

вещно-правовая (при прямом нарушении прав собственности), так и обязательственно-правовая защита (при косвенном нарушении – по договору аренды, кредита и др.).

Тем не менее отношения собственности (право собственности и отношения, связанные с переходом имущества) так или иначе регулируются *всеми отраслями права*. При этом для решения многих важных вопросов, касающихся сферы правовых отношений собственности, требуется весьма сложный комплекс законодательных актов, обеспечивающих более действенное признание принципов равного статуса всех форм собственности, правовой защиты приобретения, отчуждения, продажи имущества.

В этой связи наличие цивилизованного прорыночного законодательства, созданного в России в 90-е гг. (Гражданский кодекс РФ, законы «Об акционерных обществах», «Об обществах с ограниченной ответственностью», «О рынке ценных бумаг», «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг», «О несостоятельности (банкротстве)», акты в области приватизации, антимонопольного регулирования, земли, недвижимости, патентное законодательство и др.) не означает отказа от необходимости *серьезного улучшения существующей нормативно-правовой базы*. Сохраняются такие фундаментальные проблемы, как:

- определенная фрагментарность законодательства;
- противоречие между имеющимися задачами государственного регулирования и полномочиями государства по их реализации⁵⁰;
- практика исполнения существующего законодательства.

Важной отличительной особенностью отношений собственности, в том числе в праве России (в традициях римского частного права и европейского континентального права периода буржуазных революций), является то, что они обладают *абсолютной защитой*, то есть должны защищаться против всех и каждого, нарушившего право собственности.

Конституция РФ декларирует признание и защиту равным образом частной, государственной, муниципальной и иных форм собственности (п.2

⁵⁰ Приведем лишь один частный пример. В настоящее время Министерство имущественных отношений вправе голосовать только по тем пакетам акций, которые официально закреплены в собственности государства. Что касается всех остальных пакетов акций в собственности государства, то право голоса Российского фонда федерального имущества ограничено 25 процентами акций. С учетом реальной практики голосования чиновников такие ограничения имеют смысл. С точки же зрения права и защиты интересов государства как акционера такое ограничение неприемлемо.

ст.8). Введение конституционного принципа многообразия форм собственности ⁵¹ требует дальнейшего *законодательного* регулирования на основе установления равного (однородного) правового режима всех форм собственности путем:

— обеспечения правовой защиты собственников-резидентов и неприкосновенности их имущественных прав, в том числе с целью создания материальной заинтересованности и стимулирования производственной (инвестиционной) активности;

— поддержания не-дискриминационного правового режима собственности для нерезидентов, которые выступают в качестве собственников (учредителей) компаний, инвесторов, лицензиатов;

— исключительно законодательного установления обычных (вытекающих из юридического определения права собственности), административных (установленных в административном порядке или передающих определенные полномочия собственника административным органам) и иных ограничений в том случае, когда необходим контроль над использованием имущества в соответствии с общими интересами;

— отмены ограничений частной недвижимой собственности.

На современном этапе развития правовой базы в сфере отношений собственности требуется *системный* подход к разработке и обновлению законодательства и проведение работ по упорядочению состава и систематизации федерального и регионального законодательства. Основными *принципами* развития нормативной правовой базы укрепления институтов и защиты прав собственности должны стать:

— преэминентность в развитии нормативной правовой базы, эволюционный характер этого процесса;

— декларирование политики в области совершенствования нормативной правовой базы в целях информирования субъектов собственности о планируемых изменениях правового режима;

— использование гражданского права как основы для развития специальной нормативной правовой базы защиты прав собственности в сочетании с формированием новых правовых институтов, способствующих укреплению институтов собственности;

— преимущественная и всесторонняя защита законных прав и интересов собственников (инвесторов);

⁵¹ См. также: Родригес, 1992.

— пресечение незаконной деятельности при осуществлении перехода прав собственности, повышение ответственности профессиональных посредников за результаты своей деятельности;

— расширение мер административной и уголовной ответственности за наиболее опасные правонарушения в сфере отношений собственности и совершенствование частноправовых способов защиты прав и интересов субъектов собственности и профессиональных посредников.

Одновременно существует значительная потребность в совершенствовании методов защиты прав собственности *по конкретным объектам*.

11. Корпоративное управление и защита прав акционеров (инвесторов)

11.1. Общие замечания

Привлечение инвестиций в предприятия оставалось наиболее слабым звеном сложившейся модели рынка в течение всех 90-х гг. Приватизация не дала заметных инвестиций на предприятия. В законодательстве пока слабо развиты многие необходимые механизмы защиты прав акционеров (проблемы дополнительных эмиссий, прозрачности, защиты разных категорий акционеров, вывода активов, инсайдерских сделок, идентификации реального контроля и др.).

Пост-приватизационное перераспределение собственности является нормальным и эффективным механизмом корпоративного управления и контроля за менеджерами в рамках цивилизованных процедур, если итогом такого перераспределения становится эффективность компании на микроуровне, экономический рост в рамках национальной экономики. В условиях российской специфики этот механизм в значительной степени направлен на обеспечение контроля финансовых потоков в интересах узкой группы лиц. Тенденции перераспределения собственности (как в силу объективных процессов переходной экономики, так и с учетом многих субъективных факторов) сохранятся в ближайшие годы, что может *усилить нестабильность прав собственности* и потребует ужесточения политики защиты интересов акционеров (инвесторов). Приоритетной задачей, таким образом, остается формирование четкого правового поля такого перераспределения.

Соответственно, задачи защиты прав акционеров (инвесторов) и усиления государственного регулирования в данной области приобретают

особую актуальность. Требуется детальный анализ типовых корпоративных конфликтов и применявшихся способов их урегулирования. На этой основе должны быть, во-первых, внесены адекватные поправки в законодательство, во-вторых выработана некая типовая модель ответной реакции уполномоченных органов государственной власти.

С началом этапа экономического роста ускорение процесса завершения формирования российской модели корпоративного управления будет связано с целым рядом факторов:

- снижением доходности и масштабов заимствования государства на рынке государственных ценных бумаг (что долгое время отвлекало денежные ресурсы и, прежде всего, ресурсы банков от инвестиций в реальный сектор);

- развитием российской правовой базы в целом, в частности создание института обеспечения кредитов в реальный сектор на основе приватизации земли и недвижимости и развития института ипотеки, а также укрепления правового положения кредиторов;

- введением законодательной и фактически реализуемой ответственности за нарушение прав акционеров (кредиторов), что обеспечит большую заинтересованность в инвестировании в предприятия;

- успехом (неудачей) усилий по повышению открытости предприятий инвесторам (раскрытие информации, реформа бухгалтерского учета).⁵²

В области корпоративного права необходимо акцентировать внимание на:

- расширении сферы мониторинга за действиями исполнительных органов предприятия и крупных акционеров со стороны совета директоров и мелких акционеров;

 - запрете инсайдерских сделок;

 - квалификации сделок с аффилированными лицами, расширении понятия «аффилированное лицо», усилении полномочий правоохранительных органов остановить сделки аффилированных лиц;

 - расширении требований раскрытия информации и ответственности за содержание раскрываемой информации;

 - регулировании «размывания» акционерного капитала;

 - ограничении «перекрестного владения» акциями;

 - увеличении требований по обязательному привлечению независимых оценщиков;

⁵² См. также Васильев, 2000.

— защите добросовестных акционеров от последствий применения недействительности сделок с акциями;

— введении прямой ответственности должностных лиц, директоров и контролирующих акционеров за причинение ущерба самому акционерному обществу, или акционерам (беспрепятственное увольнение (отстранение) в случае нарушения норм корпоративного управления, вплоть до конфискации активов и уголовного преследования при крупном ущербе).

11.2. Акционерное право

Закон «Об акционерных обществах» особенно нуждается в целом ряде изменений:

— установление преимущественного права всех акционеров на приобретение размещаемых дополнительных акций независимо от наличия указания об этом праве в уставе акционерного общества при размещении посредством как открытой, так и закрытой подписки;

— защита прав акционеров при реорганизации акционерных обществ (см. ниже);

— возможность принятия решения о размещении дополнительных акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем закрытой подписки только общим собранием акционеров;

— запрет превращения формально открытой подписки в фактически закрытую путем установления требования об оплате акций специфическим имуществом;

— введение правила, по которому при уменьшении уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости должна уменьшаться номинальная стоимость всех акций;

— предоставление совету директоров больших прав при осуществлении контроля за функционированием исполнительных органов общества (возможность приостановления полномочий исполнительных органов общества по решению совета директоров при одновременном создании временных исполнительных органов);

— уточнение правил созыва и проведения общего собрания акционеров;

— возможность увеличения уставного капитала акционерного общества за счет его собственного имущества, то есть капитализации;

— установление детального порядка совершения крупной сделки, связанной с размещением акций и иных ценных бумаг;

— предоставление акционерам – владельцам привилегированных акций возможности препятствовать изменению прав по их акциям.

Эти изменения были приняты Государственной думой в третьем чтении 2 июня 2000 года, однако Совет Федерации заблокировал их, по оценкам – под давлением РАО «Газпром» и РАО «ЕЭС России».

Новая редакция поправок, принятая Государственной думой в конце 2000 года, предусматривает следующие новации:

— исключительное право общего собрания акционеров принимать решение об увеличении уставного капитала;

— необходимость решения общего собрания акционеров для размещения акций по закрытой подписке и более 25 % от выпущенных акций по открытой подписке;

— необходимость единогласного решения совета директоров при утверждении дополнительной эмиссии;

— при выпуске дополнительных акций под имущество АО размещение происходит среди существующих акционеров пропорционально их долям;

— при реорганизации (разделение АО или выделение части АО) существующие акционеры получают их акции пропорционально доле в основном АО;

— обязательность ведения реестра АО специализированным регистратором при числе акционеров свыше 50.⁵³

На наш взгляд, принятие таких поправок отнюдь не означает, что необходима абсолютная и безоговорочная поддержка только мелких акционеров со стороны закона и государства против крупных держателей. Поддержание *баланса интересов разных групп участников корпоративных отношений*, защита эмитентов от недобросовестной практики (шантажа) мелких акционеров не менее необходима с точки зрения доминирования общего принципа защиты прав собственности.⁵⁴

Существует немало примеров неоправданной дестабилизации системы управления АО в рамках корпоративного законодательства. Одной из новаций 2000 года является применение ст. 49 закона «Об акционерных об-

⁵³ Большинство из этих поправок приняты в 2001 году (ФЗ № 120 от 7 августа 2001 г.).

⁵⁴ Следует учесть и традиционную для всех крупных АО проблему “free rider”. Например, в РАО «Газпром» 12-15 % акционеров (физические лица, которые стали акционерами в ходе приватизации) никак не реагируют на сообщения эмитента об общих собраниях, предложениях о выдаче доверенности и др. (данные С.К.Дубинина, РАО «Газпром»).

ществах», позволяющей акционеру (в т.ч. владельцу одной акции) обжаловать в суде решения общего собрания акционеров, нанесшие акционеру потенциальный ущерб. Чаще всего это делается в целях запрета проведения следующего собрания акционеров (где должны быть приняты существенные для АО решения или происходит смена руководства) на основании нелегитимности созывающего собрания совета директоров. Очевидно, что такой конфликт инициируется не формальным истцом, владеющим 1 акцией, а конкурентами или одной из реальных сторон внутрикорпоративного конфликта. При этом владелец одной или нескольких акций, формально имеющий право подать иск, вряд ли может объективно понести реальный ущерб. В случае ОАО «Кристалл» таким акционером выступало ООО «Техногрэс», оспаривавшее решение собрания о смене генерального директора. В случае РАО «Норильский никель» аргументация была несколько иной: истца не устроила форма проведения голосования (на собрании по вопросам, связанным с реструктуризацией РАО). В случае ОАО «Полимерстройматериалы» попытка проигнорировать решение суда только усложнила конфликт.

С правовой точки зрения должен быть найден разумный компромисс между необходимостью предоставить акционерам (мелким и иностранным) средства правовой защиты в случае нарушения прав собственности с одной стороны и необходимостью не допустить «засорения» правовой системы необоснованными исками с другой стороны. В этой связи возможны следующие решения:

— введение процедуры альтернативного разрешения споров (по крайней мере на первоначальном этапе) – проведение административных или арбитражных слушаний государственным регулятивным органом,

— развитие системы третейских судов в рамках СРО,

— разработка положений, призванных защитить совет директоров (руководство) компании от злоупотреблений мелких акционеров посредством (а) проверки обоснованности жалоб и (б) использования т.н. «безопасных гаваней» (такие средства правовой защиты, как правило «делового усмотрения» или отказ от необоснованных требований в раскрытии информации)(см.: Страхота, 1999).⁵⁵

⁵⁵ По мнению главы холдинга «Роспром» М.Б.Ходорковского, детальный анализ юристами НК «ЮКОС» законодательных возможностей защиты от корпоративного шантажа не выявил эффективных методов защиты. Это не значит, тем не менее, что необходимы специальные поправки в закон. Такая защита должна опираться преж-

Тем не менее принимаемые меры должны быть направлены на создание действующего в современных российских реалиях механизма контроля, который мог бы затруднять инсайдерам манипуляции с активами в ущерб как самому предприятию, так и не вовлеченным в этот процесс акционерам, кредиторам и государству.

Последовательность предоставляемых прав в данном случае должна облегчить мелкому акционеру упрощенные и поддерживаемые регулирующими органами процедуры реализации следующих возможностей:

— регламентированный доступ мелкого акционера к необходимой информации (включая хозяйственные договоры) и снижение *издержек* такого доступа;

— право инициирования обсуждения спектра проблемных вопросов (возможно, оговоренных законом) на общем собрании;

— право обращения в суд с исками о нанесенном ущербе и создание в суде необходимых прецедентов;

— право обращения в суд с исками к руководителям компаний, не предоставившим необходимую информацию или предоставивших ложную (вводящую в заблуждение) информацию;

— право в судебном порядке применять к лицам, допустивших умышленное нарушение корпоративного законодательства (что привело к ущербу интересов акционеров), запрет на занятие руководящих должностей в открытых АО.

В целом проблема обеспечения акционеру возможности обращаться в суд должна решаться одновременно по двум направлениям.⁵⁶ Во-первых, это законодательное урегулирование неясных вопросов. Например, рассылка бюллетеней для голосования таким образом, чтобы они были получены уже после собрания акционеров, должна однозначно трактоваться как *существенное* нарушение прав, позволяющее затем (через суд) уйти из АО, получив компенсацию. И таких неясностей множество. Во-вторых, необходимо постоянное формирование судебных прецедентов. Так, согласно закону «Об акционерных обществах», акционер имеет право на взыскание в пользу общества убытков, причиненных ему по вине его руководителей. Описать такие убытки в законодательстве фактически невозможно, поэтому важны конкретные судебные решения.

де всего на судебное разбирательство (Материалы конференции «Приватизация в России: возможные сценарии развития». М. 5 июля 2000).

⁵⁶ О методах судебной защиты акционеров подробно см. материал О.Козырь в: OECD, 2000.

Вместе с тем только корпоративное право объективно не способно дать адекватный ответ массовому воровству (через трастовые схемы, трансфертные цены, договора о сбыте с занижением цены и т.д.) и узкогрупповому контролю финансовых потоков в ущерб отдельным группам акционеров, кредиторам, государству.

11.3. Реорганизация

Важнейшим элементом защиты прав акционеров (инвесторов) является защита прав акционеров при реорганизации акционерных обществ. Как показывает практика 1997-2001 гг., нарушения прав акционеров, связанные с проведением реорганизации юридических лиц, стали очень распространенными. Безусловно, мотивы реорганизации очень неоднородны.

Имеются многочисленные попытки целенаправленного вытеснения отдельных акционеров в новые компании с неблагоприятным финансовым состоянием, или, напротив, вывод активов в неподконтрольные «чужим» акционерам структуры. Ярким примером может служить попытка «реорганизации» структуры акционеров компании АВВА (одна из известных финансовых пирамид первой половины 90-х гг.) в 2000 году. Этой компании удалось сохранить определенные активы и провести обмен своих псевдоакций (т.н. свидетельств о депонировании акций - СДА) на имевшиеся в ее распоряжении акции «АвтоВАЗа» (его контрольный пакет находится в залоге у государства под реструктуризацию недоимки в бюджет), однако целый ряд акционеров - аутсайдеров отказался от такого обмена. В 2000 году бенефициары АВВА обратились в ФКЦБ с предложением вывести строптивных акционеров-аутсайдеров, отказавшихся от обмена СДА, во вновь создаваемое АО, не обладающее, видимо, сопоставимыми активами.

В крупнейших компаниях России процесс реорганизации стал объективной необходимостью для дальнейшего долгосрочного развития. Тем не менее, по оценке Института корпоративного права и управления, эти процессы происходят при различном уровне прозрачности (с точки зрения интересов мелких акционеров). Можно выделить три типа: консолидация РАО «Норильский никель» и НК «Сургутнефтегаз» (мелкие акционеры поставлены перед фактом), реструктуризация холдинга РАО «ЕЭС России» (мелкие акционеры проинформированы, но не привлечены изначально к подготовке программы), телекоммуникации (информирование и привлечение мелких акционеров к разработке программы).

Необходимо отметить, что многие проблемы реструктуризации крупнейших холдингов связаны с последовательностью их создания и привати-

зации. Широко известный конфликт 2000 г. между менеджментом и мелкими иностранными акционерами РАО «ЕЭС России» имеет в своей основе объективно сложившуюся еще в середине 90-х гг. структуру собственности. Как известно, в РАО присутствуют государство как владелец контрольного пакета акций (долгосрочные стратегические интересы с сильным социальным фактором, но вместе с тем осознание необходимости радикальной технико-технологической реконструкции), миноритарные акционеры (краткосрочные интересы, связанные с динамикой курса акций), акционеры – представители трудового коллектива (специфические интересы сохранения рабочих мест и заработной платы). Конфликты, связанные с последней группой, имеют самостоятельную перспективу⁵⁷, но также касаются взаимоотношений РАО с региональными властями (социальные интересы и контроль региональных энергетических структур). Хотя генератором потенциальных конфликтов здесь выступает неоптимизированная структура собственности, определенный компромисс интересов может быть найден посредством выработки пока отсутствующих принципов корпоративного управления.

В РАО «Газпром» в течение 2000 года представители миноритарных акционеров поднимали вопрос о взаимоотношениях РАО с компаниями «Итера» (точнее, группа из около 100 компаний) и «Стройтрансгаз». Хотя жестких обвинений не предъявлялось, основная обсуждаемая проблема – это отсутствие прозрачности по важнейшим имущественным решениям, вывод активов из РАО «Газпром» и передача их компаниям, аффилированным с руководством РАО, и как следствие снижение капитализации РАО. По состоянию на февраль 2001 года ситуация не стала более ясной, однако и у менеджмента РАО стало меньше возможностей реализовывать свои интересы (с июня 2000 года в Совете директоров РАО 5 представителей государства, 4 – менеджмент РАО, 2 – от миноритарных акционеров). Возможный уход со своего поста летом 2001 года Р. Вяхирева, видимо, еще больше усилит влияние государства в РАО.

Реорганизация РАО «Газпром», как и в случае РАО «ЕЭС России», будет прямо связана с изменениями в структуре собственности РАО и затронет интересы всех типов акционеров. В 1999 г. 17 дочерних транспортных предприятий «Газпрома» преобразованы в ОАО с собственной отчетностью, с выведением всех непрофильных структур. Предложения

⁵⁷ В качестве аналогичного примера можно привести забастовку работников ОАО «АвтоВАЗ» в ответ на объявленный план реструктуризации и преобразования в холдинг в 2000 году.

правительства, подготовленные к декабрю 2000 года, предусматривают (во многом по аналогии с РАО «ЕЭС России») разделение объектов РАО на монополистов (трубопроводы, в РАО «ЕЭС России» – сети и диспетчерские функции) и переходящих к конкурентным отношениям (добыча и сбыт, в РАО «ЕЭС России» – генерирующие мощности и сбыт).

Сравнительно новой практикой является **консолидация акций** компании. Осенью 2000 года ФКЦБ заявляла о неприемлемости существующей практики консолидации, направленной на вытеснение «чужих» акционеров. Более того, рассматриваются поправки в закон «Об акционерных обществах» касательно исключения нормы о консолидации акций. На практике, тем не менее, Санкт-Петербургское отделение ФКЦБ в сентябре 2000 года зарегистрировало выпуск 20 обыкновенных акций ОАО «Северная нефть» (Республика Коми), которые должны быть обменены на все прочие (после дополнительной эмиссии, размывшей доли ряда акционеров). Те акционеры, которые не располагают пакетом, достаточным для конвертации в 1 акцию (т.е. держатели т.н. дробных пакетов), получают денежную компенсацию.

В компании «Сибнефть» необходимость консолидации акций дочерних компаний обосновывается тем, что остающиеся мелкие акционеры (менее 5 % акций) не отреагировали на предложение перейти на единую акцию и фактически недоступны. Консолидация в этой ситуации является способом трансформации миноритарных акционеров в кредиторов (через предложение о выкупе дробных пакетов). В декабре 2000 года решение о консолидации акций принято собранием акционеров АО «Сибнефть-Омский нефтеперерабатывающий завод» (72 акции). Аналогичное решение принято в АО «Сибнефть-Омскнефтепродукт». Мелким акционерам, тем не менее, предложен выбор: получение денежной компенсации за дробные пакеты, обмен акций на акции холдинга (т.е. «Сибнефть») до завершения консолидации, создание консорциума «дробных» акционеров, совместно владеющих несколькими акциями. При доведении доли в дочерних компаниях до 100 % предполагается их реорганизация в ЗАО или ООО, чем резко упрощаются процедуры управления и расширяются возможности материнской компании по манипулированию активами.

В целом необходимо заметить, что в 2000 году возникавшие между компаниями и мелкими акционерами конфликты по поводу **перехода на единую акцию** (в основном касательно коэффициентов обмена) чаще всего решались конструктивно и на стадии переговоров. Первой из российских нефтяных компаний переход на единую акцию начала НК «ЛУКОЙЛ», затем

«Сургутнефтегаз», «ЮКОС» и «Сибнефть». К началу 2001 года «Сибнефть» консолидирована почти полностью, а НК «ЛУКОЙЛ» и «Сургутнефтегаз» смогли осуществить эту процедуру только с частью дочерних компаний. Интересно отметить, что по мере консолидации активов дочерних компаний возрастала формальная прозрачность и открытость компаний по отношению к мелким акционерам (видимо, первичной здесь является консолидация). Так, «ЮКОС» и «Сибнефть» приняли кодексы корпоративного управления, ввели «независимых директоров». НК «ЮКОС» заявила о переходе на международную финансовую отчетность и исключила из устава положение об объявленных акциях.

Для предотвращения нарушений при реорганизации принята в 1998 г. ФКЦБ редакция «Стандартов эмиссии акций и облигаций и их проспектов эмиссии при реорганизации коммерческих организаций» включает требование, что все акционеры должны получать акции (доли участия) во всех коммерческих организациях, создаваемых при реорганизации АО, пропорционально количеству принадлежащих им акций в реорганизуемых АО.

Ведомственных решений явно недостаточно, поэтому необходимы поправки и изменения в базовое законодательство:

— в закон «Об акционерных обществах» должна быть внесена поправка, суть которой в том, что при разделении и выделении акции создаваемых обществ получают все акционеры, с теми же правами, которые им принадлежат в разделяемом обществе и обществе, из которого осуществляется выделение, и в количестве, пропорциональном количеству этих акций,

— необходимо подготовить самостоятельный Федеральный закон «О реорганизации юридических лиц» («О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций»),

— необходимо внести поправки и подготовить Федеральный закон «О внесении изменений в ГК РФ в главу 4 «Юридические лица».

11.4. Прозрачность и инсайдерские сделки

Нарушения требований о раскрытии информации должны предотвращаться как по линии реализации норм законов «Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов», «О рынке ценных бумаг», так и посредством введения международных стандартов бухгалтерского учета (с разделением налоговой и финансовой отчетности), введения уголовной ответственности за нераскрытие информации.

Необходимо законодательно закрепить возможность проведения аудиторских проверок финансово-хозяйственной деятельности эмитентов по инициативе акционера (группы акционеров) за счет средств эмитента.

Принятие Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации» («Об инсайдерских сделках») необходимо в целях установления ответственности лиц, располагающих служебной информацией, за совершение сделок с использованием такой информации в своих интересах (с получением незаконного дохода) или передавших такую информацию для совершения сделок третьими лицами.

В этом законе должны присутствовать (1) нормы, определяющие круг лиц, располагающих служебной информацией; (2) нормы, устанавливающие запрет на использование ими такой информации для заключения сделок и передачу ее для совершения сделок третьим лицам; (3) нормы, предоставляющие право федеральному органу исполнительной власти, осуществляющему государственное регулирование, налагать штрафы в случае совершения определенными в проекте лицами сделок с использованием служебной информации, а также за передачу такой информации для совершения сделок третьим лицам, в том числе на аудиторов эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, заключившего с этим эмитентом договор, служащих государственных органов, имеющих в силу контрольных, надзорных или иных полномочий доступ к служебной информации в соответствии с законодательством Российской Федерации и иными нормативными актами о государственной службе. Принятие закона может повысить ответственность при совершении сделок, устранить причины недобросовестной конкуренции.

Для мелких и средних эмитентов чрезмерными являются требования предоставления развернутого отчета за ряд лет, включая данные о финансово-хозяйственной деятельности, а также об основных видах деятельности эмитента, источниках его доходов, поставщиках сырья и рынках сбыта продукции, планах его перспективной деятельности. Для многих мелких и средних предприятий-эмитентов затруднительными являются существующие унифицированные процедуры регистрации выпуска ценных бумаг. Необходимы различные подходы к разным группам эмитентов.

11.5. Вывод активов

Проблемы вывода активов («освобождение от активов») и трансфертного ценообразования в ущерб эмитенту, акционерам, кредиторам и госу-

дарству должны решаться как в рамках норм закона «Об акционерных обществах», так и посредством:

- практического применения норм Уголовного кодекса (ст. 165, 201, 204),

- совершенствования налогового законодательства и его правоприменения (по отношению к эмитенту и физическим лицам – бенефициарам контроля финансовых потоков),

- совершенствования форм финансовой отчетности, по линии реформы трудового законодательства (упрощение процедуры увольнения генеральных директоров),

- усиления требований к порядку совершения крупных сделок и сделок заинтересованных лиц,

- расторжение договоров об избежании двойного налогообложения с оффшорными зонами (следует заметить, к примеру, что попытки 90-х годов расторгнуть такой договор с Кипром встретили жесткое сопротивление в России).

В этой связи необходимо и правовое урегулирование противоречия между законом «Об акционерных обществах» и Кодексом законов о труде в части увольнения генерального директора АО. Введение контрактной системы найма (которая сегодня не принимается во внимание судом со ссылкой на КЗоТ) облегчило бы применение мер ответственности к исполнительным структурам АО. С другой стороны, в новом варианте КЗоТ необходимо предусмотреть и интересы собственника/работодателя, которые никак не защищены в трудовой сфере в рамках действующего законодательства. Правительственный вариант нового КЗоТ (в отличие от варианта профсоюзов) предполагает урегулирование таких вопросов, как договор с коллективом, условия найма работника, практика срочных контрактов, диверсифицированная оплата по индивидуальным (постоянным или срочным) договорам и др.

В 2000 году, например, уклонение от уплаты налогов и финансовые манипуляции в особо крупных размерах стали поводом для возбуждения уголовных дел против (руководства) НК «ЛУКойл», Тюменской нефтяной компании (использовано дело, начатое в 1997 г.), ОАО «АвтоВАЗ» в июне-июле 2000 года. Учитывая крайнюю закрытость правоохранительных органов при объяснении действительных мотиваций возбуждения дел, трудно понять истинные причины.

По крайней мере, дело ОАО «АвтоВАЗ» разрабатывалось задолго до начавшейся летом 2000 года «охоты на олигархов». Еще 21 апреля 2000 г.

А. Починок заявил о «пропаже» 211000 автомобилей (автомобильных кузовов), или 30 % годового выпуска, в 1996 году. Предполагается, что это экспортные автомобили, за которые не возвращались деньги от зарубежных дочерних фирм (совокупная дебиторская задолженность по экспорту составила к началу 1999 года 400 млн. долл.). Первым следствием стал перенос решения совета директоров «Дженерал Моторс» о создании СП с ОАО «АвтоВАЗ».

В случае ТНК очевиден конфликт с менеджерами НК «Славнефть» и, вероятно, с принципалами НК «Сибнефть» (за владение приватизируемым пакетом акций последней, а также из-за вполне законных попыток ТНК провести своих представителей в советы директоров НК «Славнефть» и ее дочерних компаний). Обыски *государственных* правоохранительных органов в дочерних компаниях ТНК стали в данном случае инструментом решения *корпоративного* конфликта.

В отношении НК «ЛУКойл» претензия ФСНП связана с возможным лжеэкспортом и выводом из-под налогообложения крупных сумм в 1997-1999 гг. Тем не менее, по признанию представителей Генеральной прокуратуры РФ, уголовное дело было возбуждено для того, чтобы получить возможность направлять запросы в правоохранительные органы других стран. При этом весной 2000 года компания получила диплом МНС РФ как «добросовестный налогоплательщик». Первым следствием стало падение котировок акций НК в ходе подготовки момент размещения ADR на 4,5 % акций компании (предполагавшаяся выручка от этой *приватизационной* сделки – 500 млн. долл.).

В принципе – если принять во внимание реальную организацию структуры собственности и финансовых потоков крупнейших компаний России⁵⁸ - разработка и *доведение до конца* дел, связанных с налоговыми преступлениями, является одним из немногих эффективных способов государственного воздействия на корпорации и их принципалов (бенефициаров). Возникают лишь три принципиальных комментария:

Во-первых, необходимо радикальное решение проблем налоговой реформы (то есть снятие объективных экономических причин большинства налоговых преступлений, возможно массовая однократная реструктуризация задолженности как субститут налоговой амнистии).

Во-вторых, юридическая чистота применявшихся правовых методов и достоверность фактов для открытия уголовных дел.

⁵⁸ См.: Радыгин, Сидоров, 2000.

В-третьих, и это ключевой вопрос, фактические конечные цели инициаторов *селективных* дел с учетом *системности* нарушений.

11.6. Идентификация принципалов («групп»)

Проблема слияний и поглощений стала особенно актуальной в 2000 году. В наибольшей степени этот процесс был характерен для металлургической и нефтегазовой отраслей. В среднем МАП РФ дает согласие примерно на 94 % сделок, по 5 % выдвигаются определенные условия, 1 % получает отказ. Одним из ключевых в данном случае является вопрос о *бенефициарном владении и общей структуре формирующейся группы*.

Крупнейшая сделка 2000 года в алюминиевой отрасли (консолидация 70 % активов в рамках «Русского алюминия»), безусловно, выходит за рамки рядового решения МАП. По имеющимся данным, ООО «Русский алюминий» было зарегистрировано весной 2000 года в г.Омске, однако пакеты акций алюминиевых и глиноземных предприятий остаются в собственности оффшорных компаний. Соответственно не возникало и предмета для деятельности МАП, так как происходило «просто перераспределение капиталов внутри акционерных обществ...Одни оффшорные компании продавали другим те пакеты, которые им принадлежали». ⁵⁹ Официальная точка зрения МАП, тем не менее, состоит в том, что структура типа «Русский алюминий» имеет право на существование в силу доминирующей экспортной ориентации, а наличие 3 холдингов в отрасли (помимо «Русского алюминия», «СУАЛ» и «Северо-Запад») обеспечивает достаточную внутреннюю конкуренцию.

В качестве типичного примера возможностей МАП в этой области можно привести скупку газораспределительных сетей, которые, как предполагается, осуществляет компания «Межрегионгаз». Тем не менее у МАП нет данных о такой скупке именно со стороны «Межрегионгаз», так как поглощения осуществляются учрежденными «Межрегионгаз» компаниями, в которых доля учредителя формально невелика.

В 2000 году, тем не менее, МАП РФ получил право запрашивать сведения об источниках и объеме средств, появившихся на счетах предприя-

⁵⁹ Здесь и ниже приводятся, в частности, точки зрения министра по антимонопольной политике И.Южанова, зам. министра по антимонопольной политике А.Цыганова и А.Голомолзина, изложенные в их интервью газете «Коммерсант» 2000 года.

тий.⁶⁰ Это позволит доказывать реальную связь между формально независимыми сделками. Формально эти данные МАП вправе запрашивать многократно и до тех пор, пока конечный бенефициар сделки не будет раскрыт. В 2001 году предполагается упрощение системы рассмотрения заявок на осуществление слияний и поглощений и, в целом, введение новых правил их осуществления.

Видимо, проблема идентификации бенефициарных владельцев должна решаться по трем основным направлениям:

— ужесточение законодательства с точки зрения открытости структуры собственности (в том числе конечных бенефициаров) в целях выявления целей и заинтересованных сторон в сделках;

— либерализация пороговых значений в законодательстве, при которых требуется согласие государственных органов;

— определение меры ответственности собственников, а при невозможности идентификации – менеджеров (за предоставление ложной информации, потенциальный ущерб различным сторонам сделки и участникам корпоративных отношений и т.д.)

Эффективный государственный мониторинг (обеспечение «прозрачности») системы участия в капитале акционерных обществ, правил слияний и поглощений является важнейшей задачей. Это имеет принципиальное значение и для предотвращения инсайдерских сделок. Механического расширения понятия «аффилированное лицо» явно недостаточно, поскольку для обеспечения «прозрачности» корпораций требуется и отслеживание в динамике фактических (реальных) владельцев корпораций с учетом возможной перспективы привлечения их к ответственности за нанесенный ущерб, и обеспечение инвесторов (аутсайдеров) правдивой информацией о

⁶⁰ Согласно федеральному закону № 3-ФЗ от 2 января 2000 года «О внесении изменения и дополнения в статью 18 закона РСФСР "О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках", федеральный антимонопольный орган вправе отклонить ходатайство (о сделке), если удовлетворение ходатайства может привести к возникновению или усилению доминирующего положения хозяйствующего субъекта (группы лиц) и (или) ограничению конкуренции, либо представлена недостоверная информация, имеющая значение для принятия решения, либо участниками сделок в установленный срок по требованию федерального антимонопольного органа не представлены сведения об источниках, условиях получения и о размерах денежных средств, необходимых для совершения таких сделок. Федеральный антимонопольный орган вправе удовлетворить ходатайство в случае выполнения требований, направленных на обеспечение конкуренции. Также см. приказ МАП РФ № 785 от 31 октября 2000 г.

владельцах и принципалах корпорации. В основе регистрационного (статистического) подхода должно лежать выявление всех капитальных связей между конкретными предприятиями, что в итоге позволяет идентифицировать группу. Для этого необходимо ужесточение регулирования взаимоотношений между различными юридически независимыми, но экономически взаимосвязанными коммерческими организациями.

Принятие Закона «Об аффилированных лицах» необходимо для четкого определения понятия аффилированного лица и установления требований и порядка совершения сделок с аффилированными лицами или с участием аффилированных лиц. Понятие аффилированных лиц целесообразно определять посредством выделения ряда взаимосвязей между юридическими и (или) физическими лицами, при наличии которых имеет место отношение аффилированности. Эти взаимосвязи возможно разделить на несколько групп по следующим основаниям: участие в органах управления; участие в капитале; имущественные отношения; родственные отношения; деловые отношения.

12. Баланс интересов кредиторов и предприятий-заемщиков (банкротства)

Защита прав кредиторов имеет принципиальное значение для восстановления инвестиционной активности российских предприятий. Эта проблема должна решаться комплексно в рамках способов обязательственно-правовой защиты (косвенная защита прав собственности), корпоративного права, процедур банкротства, налогового регулирования, исполнительного производства.

Угроза банкротства предприятия и переход контроля к кредиторам традиционно является важнейшим инструментом защиты прав последних. Тем не менее масштабы неплатежей в российской экономике, традиции мягких бюджетных ограничений, социально-политические преграды для проведения реальных процедур банкротства убыточных предприятий (особенно крупнейших или градообразующих), многочисленные технические трудности, связанные с объективной оценкой финансового состояния потенциальных банкротов, коррупция обусловили низкую эффективность существующего законодательства.

Институт банкротства в России на протяжении 90-х гг. использовался либо как способ перераспределения (захвата, удержания, приватизации) собственности, либо как высокоселективный способ политического и экономического давления на предприятия со стороны государства. Наблюда-

ется парадоксальная ситуация: те предприятия, которые имеют достаточный запас прочности, вовлекаются в процедуры банкротства (так как существует благоприятная возможность для захвата контроля над ними со стороны конкурентов), а безнадежные предприятия избегают этой процедуры (так как не находится желающих захватить эти предприятия, а шансы получить долги в ходе процедуры банкротства невелики).

Фактически возбуждение процедуры банкротства стало *низкозатратной* (при наличии потенциального сговора арбитражного управляющего с кредиторами, арбитражными судьями и чиновниками ФСФО) *альтернативой враждебному поглощению* посредством скупки акций на вторичном рынке. В этой связи интересно предположение о том, что существует прямая связь между вступлением в силу в 1998 году закона «О несостоятельности (банкротстве)» и низким уровнем сопротивления российского фондового рынка в 1998-2000 гг.⁶¹ Существенно при этом, что закон «Об акционерных обществах» содержит многочисленные легальные возможности для эффективного отражения корпоративного агрессора в рамках корпоративного права, тогда как действующая процедура банкротства - при должной организации – почти беспроигрышна для агрессора.

Хотя закон «О несостоятельности (банкротстве)», вступивший в силу с 1 марта 1998 г., прогрессивен с точки зрения мировой практики и предполагает определенный баланс интересов должников и кредиторов, необходимо его совершенствование для предотвращения дискриминации прав отдельных участников процесса, включая государство. Необходимо, с одной стороны, обеспечить защиту прав кредиторов в процессе банкротства предприятия, но, с другой стороны, оградить предприятие-должника от упрощенных схем недобросовестного перехвата контроля над ним (частью его активов) посредством процедур банкротства.

Основными направлениями государственной политики в данной сфере должны быть:

— повышение качества арбитражного управления, обеспечение прозрачности процедур лицензирования, организация системного контроля за деятельностью арбитражных управляющих;

⁶¹ См.: Волков А., Привалов А. А ну-ка, отниму! – В: Эксперт, 2001, № 1-2, с.28-29. Интересна также сравнительно новая практика перехвата управления, основанная на одномоментной замене печатей, банковских карточек, карточек лицевых счетов и т.д. Последняя возможна либо при силовом смещении генерального директора, либо по итогам собрания акционеров (даже спорного по своим полномочиям).

- введение мер ответственности арбитражных управляющих за действия (осуществление сделок с активами) в интересах части кредиторов;
- стимулирования формирования профессиональных управляющих компаний, специализирующихся на финансовом оздоровлении неплатежеспособных организаций;
- разработка законодательства о дисквалификации руководителя, действия которого нанесли ущерб возглавляемой им организации и ее кредиторам;
- введение мер ответственности за преднамеренное или фиктивное банкротство, не повлекшее крупного ущерба;
- разработка принципов и порядка участия государства во всех стадиях процесса банкротства (в числе лиц, участвующих с правом голоса в собраниях кредиторов);
- разработка дополнительных мер (критериев вхождения в процедуры банкротства) для предупреждения недобросовестного передела собственности и возбуждения дел в отношении фактически платежеспособных предприятий;
- разработка четких критериев выбора между ликвидацией и реабилитацией, определение условий (критериев) отказа от открытия конкурсного производства в пользу продления внешнего управления;
- отказ от использования ускоренного порядка применения процедур банкротства;
- снятие правовых ограничений для широкого применения положений о мировом соглашении, заключаемом должником (арбитражным управляющим) и кредиторами, в том числе через процедуры реструктуризации задолженности по обязательным платежам.

В интересах защиты предприятий от недобросовестного перехвата контроля над ними (частью их активов) посредством процедур банкротства необходимо расширять практику *отказа судебных инстанций от использования процедур банкротства в качестве рядового средства погашения долга*. Такие действия должны рассматриваться как злоупотребление правом в соответствии со ст. 10 Гражданского кодекса РФ. Для инициирования процедуры банкротства кредиторы должны представлять достаточные доказательства, подтверждающие невозможность возврата долга иными способами.

Действующее законодательство практически не регулирует «размер» кредитора с точки зрения его возможностей назначении арбитражных управляющих. Хорошо известна практика, когда самый «мелкий» кредитор

в ущерб всем прочим проводил свою кандидатуру управляющего. Это возможно, тем не менее, только заручившись поддержкой арбитражного суда, причем эту поддержку придется «стимулировать» постоянно в силу права суда в любой момент и без особых оснований сменить управляющего. Видимо, необходимы как законодательные преимущества крупнейшим кредиторам в этом вопросе, так и исчерпывающий перечень оснований для отзыва арбитражного управляющего.

Очередность удовлетворения требований кредиторов также нуждается в пересмотре. Основания признания судом юридического лица банкротом устанавливаются законом о банкротстве (ст. 65 ГК РФ), но очередность удовлетворения требований едина и устанавливается в ст. 64 ГК РФ. Необходимо, во-первых, изменить порядок очередности погашения требований кредиторов в пользу финансовых институтов – инвесторов (создав исчерпывающий перечень таких институтов). Во-вторых, необходим взвешенный подход к удовлетворению требований по бюджетным платежам. Предложение МНС и ЦБР о выплате таких платежей во вторую очередь при банкротстве (февраль 2000 г.) прямо нарушает права всех остальных кредиторов (инвесторов).

В рамках корпоративного права необходимо создать препятствия для образования акционерных обществ – «однодневок», «дутых» капиталов обществ, тем самым обеспечить реальную основу для возмещения убытков кредиторов общества, положившихся на размер уставного капитала общества. Тем самым защита интересов кредиторов обществ повышается. В частности, необходимо:

— запретить акционерным обществам до полной оплаты их уставного капитала учредителями совершать какие-либо сделки, не связанные с учреждением;

— ужесточить порядок оплаты акций - они должны быть полностью оплачены в течение трех месяцев после государственной регистрации общества, дополнительные акции при размещении должны быть оплачены полностью;

— ввести обязательность привлечения независимого оценщика во всех случаях оплаты акций неденежными средствами и установить ответственность учредителей, членов совета директоров и независимого оценщика за завышение стоимости имущества, вносимого в оплату акций.

Важным прецедентом является принятое в декабре 2000 года решение Высшего арбитражного суда о законности погашения долгов предприятия его акциями. В явном виде эта практика впервые применялась в 1999 году

кредиторами Ленинградского металлического завода, которые посредством закрытой дополнительной эмиссии передали контрольный пакет акций завода группе «Интеррос» в счет погашения долга. Для всей последующей хозяйственной практики существенно, что ВАС санкционировал такое право кредиторов, несмотря на поддержанный ФСФО протест одного из крупных акционеров завода. Позиция ВАС основана на том, что при осуществлении процедуры банкротства обычные органы управления АО не действуют.

Необходимо отметить также внесение в Государственную думу в 2000 году поправок в закон «О несостоятельности (банкротстве)», предоставляющих право внешнему управляющему принимать решения о дополнительной эмиссии акций. Если собрание кредиторов при реализации процедуры банкротства еще может рассматриваться как преемник функций традиционных органов управления, то предоставление такого права арбитражному управляющему еще больше ухудшит ситуацию.

Существенно также, что в январе 2001 году нормы действующего закона «О несостоятельности (банкротстве)» и АПК, касающиеся права на участие должника в судебном процессе, стали предметом рассмотрения Конституционного суда РФ. В рамках действующего законодательства конституционные принципы права на защиту, состязательности и равноправия сторон не реализованы. В новый закон о банкротстве целесообразно включить нормы, предусматривающие возможность обжаловать решения суда о банкротстве и бесконтрольные в настоящее время действия арбитражного управляющего, а также обеспечить равенство позиций всех кредиторов независимо от первенства обращения в суд (введение принципа коллегиальности рассмотрения исков о банкротстве с участием всех заинтересованных сторон).

13. Залог

Правовая база для залоговых операций первоначально была сформирована с принятием закона РФ «О залоге» от 29 мая 1992 г. Согласно ст. 1, залог представляет собой способ обеспечения обязательств, при котором кредитор-залогодержатель приобретает право в случае неисполнения должником обязательства получить удовлетворение за счет заложенного имущества преимущественно перед другими кредиторами (за изъятиями, предусмотренными законом). Предметом залога могут быть вещи, ценные бумаги, иное имущество и имущественные права/требования (ст. 4), которые в соответствии с законодательством РФ могут быть отчуждены залого-

дателем (ст. 6). Это и товарно-материальные ценности (товары, готовая продукция. Производственные запасы), и недвижимость, и деньги (срочные депозиты в рублях и валюте), и др.

Со вступлением в силу части I Гражданского кодекса РФ в 1995 г. правовая база *способов обеспечения исполнения обязательств* (в т.ч. залоговых операций) расширилась и претерпела ряд изменений.⁶² Если ранее перечень таких способов был исчерпывающим (гарантия (поручительство), неустойка, задаток и залог), то кодекс фактически снял любые ограничения. Согласно ст. 329, кроме залога, предусмотрены следующие способы: неустойка, поручительство, банковская гарантия, задаток, удержание имущества должника. При этом стороны вправе в *договорном* порядке создавать *другие способы* обеспечения обязательств. В целом российская конструкция закона очень широка.

Особенность залога по сравнению с другими способами состоит в том, что он носит вещно-правовой характер. В то же время такой, например, вид залога, как залог товаров в обороте, не имеет отношения к вещному праву. Право залогодателя имеют и государственные предприятия, в рамках специфического института хозяйственного ведения и оперативного управления. С учетом широчайшего диапазона возможностей, которые мог открыть институт залога для незаконной (спонтанной) приватизации, Письмо о согласовании залога (заклада) государственного имущества было выпущено Госкомимущества РФ уже в 1992 году.

Существенным при залоге является порядок очередности удовлетворения требований кредиторов при банкротстве. Требования кредиторов по обязательствам, обеспеченным залогом, удовлетворяются *лишь в третью очередь* (после *полного* удовлетворения предыдущих). Это означает, что у залогового кредитора нет безусловных преимуществ перед другими кредиторами.

Как было отмечено выше, большинство компаний в состоянии предложить залог под банковский кредит (или облигационный займ). Тем не менее еще одна важная проблема состоит в том, что возможная неурегулированность прав собственности резко обесценивает эту возможность доступа к внешнему финансированию. С точки зрения организационно-правовой формы наибольший рейтинг присваивается обычно государственным и муниципальным предприятиям (или созданным с их участием). Большое значение имеет наличие текущего (расчетного) счета в банке –

⁶² Подробно см.: Вишневыский, 1995.

залогодержателе. С точки зрения коммерческих банков качество (ликвидность, надежность) различных видов залогов оценивается следующим образом:

- ценные бумаги банка, предоставляющего ссуду; гарантии первоклассных зарубежных банков и российских банков высшей категории надежности – 5 баллов,
- государственные ценные бумаги – 4 балла,
- товары с гарантированной реализацией – 3 балла,
- недвижимость с гарантированной реализацией – 2 балла,
- депозиты в данном банке, уступка выручки по контракту, залог товаров в обороте – 1 балл,
- гарантии и поручительства платежеспособных организаций (в том числе банков) – 1 балл,
- корпоративные ценные бумаги, имеющие стабильные котировки – 1 балл.

Напротив, сами предприятия могут с подозрением относиться к механизму залога как к потенциальному инструменту захвата контроля в АО или имущества предприятия.

Ужу вышеназванные реалии позволяют понять имеющиеся ограничения для развития института залога. Безусловно, существует немало и чисто правовых (процедурных, технических) проблем для развития цивилизованных залоговых операций. Например, отдельным вопросом должно быть детальная регламентация т.н. последующего залога (когда имущество, уже находящееся в залоге, становится предметом еще одного залога в обеспечение других требований). Есть необходимость изменения и сопряженных актов.

К примеру, в 2000 г. ОАО «Пермский моторный завод» планировал оформление долгосрочного иностранного кредита (для реконструкции производства и модификации авиадвигателя ПС-90А) под залог своего имущества. В качестве меры обеспечения кредита необходимо заключить договор ипотеки одного из производственных корпусов стоимостью 5 млн. долл. В соответствии со ст. 339 ГК РФ договор должен быть удостоверен нотариусом. Закон «О государственной пошлине» для таких договоров устанавливает отчисление 1,5 %, или 75 000 долл. в нашем примере. Видимо, целесообразно внесение поправок в закон «О государственной пошлине», предусматривающих резкое снижение пошлины при оформлении залога (ипотеки) для инвестиционных кредитов.

Вместе с тем залоговые операции стали в 90-е гг. заметным явлением в хозяйственной практике. Как правило (и в силу указанной специфики), они осуществляются крупными компаниями и банками, которые способны различными способами отстоять свои интересы, или же проводятся в рамках взаимосвязанных «групп» юридических лиц для самых разнообразных целей.

К моменту финансового кризиса августа 1998 г. долг по зарубежным коммерческим кредитам 17 крупнейших негосударственных заемщиков составлял около 1,3 млрд. долл. (долю псевдо-иностранных кредитов в этой сумме установить невозможно). Многие банки объективно или сознательно не смогли расплатиться по кредитам, которые брались под залог акций различных предприятий (так, на момент кризиса 30 % акций НК «ЮКОС» и 24 (ранее 34) % акций НК «Сиданко» являлись предметом залога под кредиты; Национальный резервный банк использовал купленные на спецденежном аукционе 8,5 % акций РАО «ЕЭС России» в качестве залога для получения зарубежных кредитов и осенью 1998 г., по имеющимся данным, передал 7 % акций для покрытия долга). Некоторые нефтяные компании, воспользовавшись ростом цен на нефть, затем выкупали эти пакеты. Примером может быть НК «ЮКОС».

В 1998 г. банки Standard Bank (ЮАР), Daiwa Europe Limited Bank и WestMerchant Bank (подразделение WestDeutsche Landesbank) стали владельцами 31,9 % акций НК «ЮКОС». Эти акции были заложены по сделке «репо» в 1997 г. банком «Менатеп» (бывшее ядро группы, куда входил «ЮКОС») за 236 млн. долл. Банк «Менатеп» не смог расплатиться по своим обязательствам после августа 1998 г., и акции перешли к залогодержателям. Standard Bank (первоначально владевший 2 % акций НК) выкупил затем всю долю Daiwa и часть доли WestMerchant Bank (первоначально – 16,5 %), аккумулировав в совокупности 19,8 % акций. Оставшийся у WestMerchant Bank пакет акций НК и был, видимо, продан компаниям К. Дарта. В январе 2000 г. через аффилированные структуры НК ЮКОС (после соглашения с Дартом) вернула в свою собственность 10,9 % акций. Видимо, выкуп заложенного ранее пакета будет продолжаться.⁶³

В *металлургии* приведем лишь 2 наиболее свежих примера (в определенном смысле их можно рассматривать и как признак растущего интереса

⁶³ После завершения этой сделки структура уставного капитала НК выглядела следующим образом: менеджеры - 52 %, аффилированные структуры - 10,9 %, Standard Bank - 19,8 %, BCEN Eurobank - 2,7 %, НРБ - 2,6 %, сотрудники ЮКОС - 2 %, другие - 10 %. Данные REUTERS NEWS SERVICE, 19.01.2000.

Сбербанка РФ к реальному сектору, в частности алюминию). 22 июня 2000 г. собрание акционеров ОАО «СУАЛ» (Сибирско-Уральская алюминиевая компания, входят Иркутский и Уральский заводы) рассмотрело вопрос о передаче в залог Московскому отделению Сбербанка РФ имущества на общую сумму 230 млн. долл. для обеспечения кредита на 100 млн. долл.

В июле 2000 г. Сбербанк РФ выделил холдингу ОАО «Русский алюминий» кредит 200 млн. долл. «на пополнение оборотных средств». В этом случае Сбербанк РФ отказался от обычной практики кредитования промышленности под залог контрольного пакета акций (возможно, в связи с трудностями оценки пакета акций в процессе формирования нового холдинга). Предметом залога стали экспортные контракты предприятий холдинга. Эта сделка имеет несколько разноплановых особенностей: (1) получение крупного залогового кредита от российского банка (другим крупным соглашением 2000 года является кредит 300 млн. долл. Сбербанку для РАО «ЕЭС России»); (2) эквивалентность суммы кредита средствам, потраченным холдингом на покупку у менеджеров 34 % акций Братского алюминиевого завода (150 млн. долл.) и еще одного металлургического предприятия (50 млн. долл.); (3) возможность перехода холдинга на полное обслуживание в Сбербанк РФ, включая продвижение на фондовом рынке (от банка МДМ, обслуживающего, в частности, крупные металлургические «группы»).

В *автомобилестроении* завершился длительный конфликт касательно задолженности 100 млн. долл. (с пенями и штрафами – 141 млн.) АО КамАЗ перед ЕБРР. ЕБРР освобождает из-под залога имущество АО, а АО КамАЗ реструктурирует свой долг ЕБРР частично в виде акций, частично в виде рассрочки платежей до 2012 при наличии правительственной гарантии.

14. Траст (доверительное управление)

Для правовой системы России характерен дуализм регулирования доверительных отношений: частично в традициях англо-американского подхода (*вещное право*, указ Президента РФ «О доверительной собственности (трасте)» № 2296 от 24 декабря 1993 г.) – как доверительная собственность, частично на основе копирования романо-германской правовой традиции (*обязательственное право*, ГК РФ, закон «О рынке ценных бумаг») – как

доверительное управление.⁶⁴ Хотя континентальная система права (и триада правомочий собственника) доминирует, правомочия собственника вместе или порознь, по его воле и в пределах его полномочий могут быть переданы другому законному владельцу, что не влечет перехода права собственности. Единое право собственности расщеплено, и назвать одного собственника невозможно. В частности, это касается и доверительного управления (п. 4 ст. 209 ГК РФ и др.).

Согласно ГК РФ, объектами доверительного управления могут быть предприятия, объекты недвижимости, ценные бумаги, права, удостоверенные бездокументарными ценными бумагами, исключительные права. По закону «О банковской деятельности» (ст. 5), предметом доверительного управления банков могут быть только деньги и ценные бумаги. Положение ФКЦБ № 37 от 17 октября 1997 г. определяет следующий список объектов доверительного управления: средства инвестирования в ценные бумаги (деньги), акции АО, облигации организаций, государственные и муниципальные ценные бумаги (если иное не предусмотрено положением о выпуске), законно ввезенные в РФ бумаги иностранных эмитентов, задолженность третьих лиц (оформленная векселями или чеками). Доверительное управление ценными бумагами указано как один из видов профессиональной деятельности в законе РФ «О рынке ценных бумаг».

На практике эта сфера деятельности развита достаточно широко. Среди основных видов доверительного управления, которые характерны для российской экономики, можно выделить:

- управляющие инвестиционных фондов и компаний,
- доверительное управление пакетами акций корпораций,
- передача в доверительное управление государственных (федеральных и региональных) пакетов акций и активов⁶⁵,
- управление деньгами и ценными бумагами клиентов в трастовых отделах коммерческих банков,

⁶⁴ Подробное сравнительное исследование о трасте в России (на которое, в частности опирался автор, разделяя многие имеющиеся в нем выводы) см.: Генкин, 1999.

⁶⁵ Первым документом стало распоряжение Госкомимущества РФ № 343-р от 15 февраля 1994 г., утв. Типовой договор об учреждении траста (доверительной собственности) на пакет акций, находящихся в государственной собственности. Следующим этапом стал указ Президента РФ от 9 декабря 1996 г. № 1660 “О передаче в доверительное управление закрепленных в федеральной собственности акций акционерных обществ, созданных в процессе приватизации”, эффективность которого (при многих модификациях) была невысокой. Подробно см. Приложение 1.

- доверительное управление в паевых инвестиционных фондах (ПИФ) и общих фондах банковского управления (ОФБУ),
- принятие обязанностей платежного агента клиента по управлению кредиторской задолженностью и по бюджетным платежам (траст в сфере дисконтных, зачетных и бюджетных инструментов),
- учреждение трастовой компании для проведения процедуры реструктуризации долга.

К примеру, в июле 2000 г. ОНЭКСИМбанк завершил подготовку процедуры реструктуризации своей задолженности перед кредиторами. Кредиторы банка (среди крупнейших – НК «Сургутнефтегаз») учредили трастовую компанию, которой переданы все активы банка (кредиты, в том числе кредиты группе «Интеррос» и кредиты, гарантированные акциями «Сиданко», муниципальные, «сельские» облигации и др.). Затем кредиторы в определенной пропорции получают специальные ноты трастовой компании. Решения касательно активов трастовой компании принимаются кредиторами простым большинством держателей нот. Агентом по возврату активов трастовой компании является Росбанк («зеркальный» банк ОНЭКСИМбанка). При этом в ОНЭКСИМбанке остаются такие активы, как дочерний банк в Швейцарии, доля в ММВБ.⁶⁶

Противоречивость и неполнота законодательства (включая отсутствие понятия «траст») обуславливают также использование трастовых схем для маскировки собственного контроля, вывода активов и/или ухода от налогообложения.

Хорошо известна схема, когда директора и/или реальные владельцы российских АО передают свое АО в доверительное управление специально созданной (подставной, аффилированной) компании. Практикуется также (прямо или через цепочку подставных доверенных лиц) учреждение «обезличенного» траста за рубежом (в оффшорных зонах), и через него осуществляется управление АО (пакетом акций, отдельными активами). Фактические бенефициары (они же de facto владельцы АО, они же de facto учредители траста, они же de facto доверительные управляющие) тем самым выводятся из-под какой либо ответственности и контроля.⁶⁷

⁶⁶ Данные «Интерфакс», «Коммерсантъ» и Центрального банка РФ.

⁶⁷ Это и простой траст (сохранившийся в чистом виде только в Лихтенштейне, где закон позволяет адвокату – учредителю траста при вызове в суд не разглашать имени собственника), и дискреционный траст (где один из доверительных собственников решает, кому из нескольких бенефициаров предстоит выполнять эту функцию в текущем году), и альтернативный траст, возникший в ответ на усиление налогового

При доверительном управлении государственными пакетами акций (несмотря на сверхжесткие требования ГК по ответственности доверенного лица за объект управления) не существует гарантий, что деятельность управляющего не приведет к расхищению активов управляемого объекта.

Видимо, существующее в России противопоставление доверительной собственности (траста) и доверительного управления носит несколько искусственный характер. По мнению А. Генкина, доверительное управление по своей природе ближе всего к обязательственному праву с некоторыми элементами вещного права (трастовый договор есть базовый признак траста для большинства юристов). Естественным путем развития правовой концепции траста в России (и, соответственно, эффективной защиты прав собственности всех субъектов трастовых отношений) должно быть принятие концепции расщепленного права собственности и анализ взаимного положения доверителя и доверенного лица *применительно к каждому конкретному трастовому договору* и к ситуации, описываемой конкретным законодательным актом. Это требует, в частности, и заимствования некоторых элементов англо-американской правовой традиции (Дробышев, 1997).

Необходимо также иметь в виду, что одной из заметных современных тенденций в мире стал резкий рост судебных исков и признании трастов недействительными (Генкин, с. 21-22, 81). Существуют несколько ключевых проблем, которые принципиально важны и для развития этого института в России:

— прямое противоречие траста акционерному праву (к примеру, законам о запрете голосования по сговору), налоговому кодексу, законам о банкротстве и др.,

— использование траста для обхода антимонопольного законодательства,

— притворность сделки траста,

— применение траста для мошеннической передачи собственности.

К этим проблемам можно добавить доверительное управление государственными активами в контексте коррупции, а также общие проблемы

администрирования в начале 80-х гг. (основанный на тайном обязательстве доверительного собственника назначить учредителя траста выгодоприобретателем – бенефициантом, который скрыт среди многих фиктивных). Подробно см., например: Гнедовец, Гришанков, Кириченко, 1996).

информанта и сохраняющихся «белых пятен» в законодательстве.⁶⁸ Соответственно, *вопрос лишь в создании эффективных и ясно оформленных в законодательстве и непротиворечивых механизмов* траста, а не в криминальном потенциале этого института в рамках общей негативной институциональной среды.

Некоторые исследователи также полагают, что траст в классическом понимании – атрибут лишь высокоразвитого общества, где уровень благосостояния обуславливает наличие значительной собственности (Алехин, 1998). Вместе с тем наличие в одних странах траста, а в других только доверительного управления (части траста) связано не только с уровнем благосостояния, но и правовыми традициями, особенностями налоговых систем, эффективностью управления, существующим уровнем доверия в деловой среде. Общий уровень и эффективность защиты прав собственности является не переменным показателем развитости института траста.⁶⁹ Соответственно, развитие траста в России зависит в значительной мере от решения рассматриваемой проблемы в целом.

15. Переход имущества

Принципиально важным направлением развития институтов собственности в России является укрепление всего комплекса *отношений собственности, связанных с переходом имущества*. Государство должно усилить свою роль в защите добросовестных приобретателей ценных бумаг, недвижимости, иной собственности. Для этого необходимо предпринять конкретные шаги, направленные на:

— совершенствование правового механизма государственной регистрации прав собственности,

⁶⁸ Например, в Германии закон об акционерных обществах (ст. 46) предусматривает полную экономическую ответственность учредителей, прячущихся за подставными лицами.

⁶⁹ Согласно результатам исследования (La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997), страны, относимые к традициям «общего права», предоставляют инвесторам значительно лучшие механизмы защиты, чем это имеет место в странах «гражданской» (романо-германской) правовой традиции. Если французская модель (наиболее распространенная в мире) в плане защиты инвесторов оценивается как наименее эффективная, то германская и скандинавская модели занимают промежуточное место.

— установление полной имущественной ответственности государства перед добросовестным приобретателем объектов собственности в случае признания сделки ничтожной,

— совершенствование законодательства и соответствующей инфраструктуры на предмет исключения возможностей мошенничества при переходе прав собственности,

— создание надежных и эффективных систем регистрации перехода прав собственности, бессрочного хранения информации о совершенных сделках и субъектах собственности.

Необходимыми условиями создания таких систем являются прозрачность и стандартизация технических процедур, устранение возможностей для коррупции, региональных и национальных рестрикций при осуществлении имущественного оборота. Это объективно приведет к снижению издержек по переходу прав собственности и благоприятно скажется на развитии цивилизованного имущественного оборота, но вместе с тем будет способствовать расширению налоговой базы.

Сделки с *недвижимостью* составляют значительную часть гражданского оборота (предприятия как имущественный комплекс, общая собственность, кондоминимумы, аренда, сервитуты, доверительное управление и др.) и нуждаются в государственном признании и подтверждении прав их участников, что обусловлено особым характером предмета таких сделок.

С 31 января 1998 г. вступил в силу закон «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним». Унификация регистрации сделок с недвижимостью требует, в частности, решения проблемы несогласованности федерального и регионального законодательства.

Например, проект закона г. Москвы «О паспорте учета недвижимости в городе Москве» (июнь 2000 г.) предполагает – помимо федеральной системы регистрации – дополнительные механизмы. В принципе этот подход может быть признан целесообразным с точки зрения защиты прав собственников. Тем не введение системы паспортов на недвижимость в том виде, в каком это предложено в проекте, возможно лишь на основе адекватных изменений федерального законодательства.

Введение единой (федеральной) системы регистрации прав собственности на недвижимость возможно также при наличии унифицированных документов, подтверждающих данные права. В настоящее время известны случаи, когда в земельные комитеты для оформления различных сделок

предъявляются такие документы, как справка комитета деревенской бедноты о выделении надела, датированная 1921 годом.

Широкий спектр проблем перехода прав на недвижимость связан с вопросами залога недвижимости. Вместе с тем федеральный закон «Об ипотеке» мало внимания уделяет защите прав сторон при заключении соответствующей сделки.

Важнейшим вопросом является обеспечение государством перехода *прав на ценные бумаги*.

Имеющиеся нарушения со стороны *регистраторов* (отсутствие необходимой информации об эмитентах и полной информации в передаточных распоряжениях, нарушение сроков проведения операций в реестре, превышение сумм оплаты услуг, нарушения при взаимодействии с трансфер-агентами, нарушение правил оформления лицевых счетов, выписок из реестра, передаточных распоряжений и др.) обуславливают необходимость совершенствования этой отрасли. Возникали ситуации (типичные при наличии корпоративных конфликтов в АО), когда ведение реестра осуществлялось двумя регистраторами.

При проверках в 1998 г. ОАО ЦК ФПГ «Магнитогорская сталь» выявлен факт ведения 2 реестров - самим эмитентом и регистратором по поручению совета директоров. Два регистратора осуществляли ведение реестра именных ценных бумаг ОАО «Качканарский горно-обогатительный комбинат «Ванадий». При проверке регистратора ЗАО «РК-Реестр» выявлено грубое нарушение прав одного из акционеров - ОАО «Московский завод «Сапфир». С его лицевого счета акции были списаны без надлежащего оформления передаточного распоряжения

Регистраторы являются также эффективным способом перераспределения собственности (чаще незаконного). В ряде случаев потребность эмитента в создании «карманного» регистратора объективно связана с тем, что при наличии конфликта с эмитентом «независимый» регистратор (самостоятельно или по требованию своих фактических владельцев/бенефициаров) может применить такое средство давления на АО, как дезорганизация реестра. Установление контроля над регистратором позволяет, например, по подложным протоколам общего собрания акционеров или подложным передаточным распоряжениям «вывести» даже контрольный пакет акций.⁷⁰ Это связано с тем, что, по оценке НАУФОР, регистраторы не проверяют документы содержательно. В Москве через суд возможно восстановление

⁷⁰ По данным НАУФОР, таким образом был похищен пакет акций РАО «Газпром» на сумму 20 млн. долл. у банка «Кредитанштальт»,

утраченных прав, в регионах это маловероятно. Известны также случаи неправомерного отказа во внесении записей о переходе прав собственности или неправомерного внесения таких записей в реестр владельцев именных ценных бумаг специализированными регистраторами.

Совершенствование работы регистраторов в настоящее время необходимо по следующим направлениям: устранение зависимости регистраторов от эмитентов или крупных акционеров; ужесточения требований к деятельности регистраторов; укрупнения регистраторов; введения ограничений на участие в уставном капитале регистратора для любого акционера и одновременно с ним - запрещения акционерам регистратора владеть пакетом акций эмитента, чей реестр ведет данный регистратор, в размере, превышающем эти ограничения; повышение требований к собственному капиталу регистраторов и структуре их баланса с тем, чтобы обеспечить регистратору возможность повысить уровень своей ответственности за ошибки перед третьими лицами и обеспечить регистратору возможность страхования своей финансовой ответственности. Целесообразно рассмотреть вопрос о законодательном придании регистраторам статуса некоммерческого партнерства.

Нарушения со стороны *депозитариев* (операции по счетам депо клиентов (депонентов) без соответствующих поручений, нарушение принципа двойной записи при учете ценных бумаг на счетах депо, возможности несанкционированного доступа и утраты баз данных, несоответствие положений заключаемых договоров установленным требованиям и др.) также требуют совершенствования деятельности по оказанию данного вида услуг. Например, очевидный (и неурегулированный) «разрыв» в переходе прав собственности возникает тогда, когда курьер выезжает к эмитенту (в регионы) для передачи необходимых документов о переходе прав собственности.

Центральный депозитарий и/ или несколько взаимосвязанных депозитарных структур должны обеспечивать защиту прав инвесторов на ценные бумаги, включая государство как собственника ценных бумаг; уменьшение кредитных рисков при расчетах по ценным бумагам и денежным средствам, что подразумевает поставку против платежа; снижение затрат; ускорение расчетов; широкий круг участников системы; как можно большее число ценных бумаг, по которым могут вестись расчеты; доступ для удаленных пользователей, что подразумевает открытую региональную политику.

Центральны депозитарий в том виде, в каком он предусмотрен в действующих правовых актах, представляет собой по сути дублирующий массив информации (хранение и подтверждение). Это безусловная гарантия инвесторам с учетом описанных проблем при том, что арест ценных бумаг (чего опасаются отдельные участники рынка) невозможен в силу их отсутствия.

Существует также целый ряд *других проблем*, характерных для 1997-2000 гг. и прямо связанных с нарушениями прав инвесторов:

- сохраняются случаи выпуска и обращения незарегистрированных в установленном порядке ценных бумаг эмитентов;

- нарушения эмитентом порядка приобретения размещенных им акций;

- отсутствие обязательных публикаций эмитентом годового отчета, бухгалтерского баланса, счета прибылей и убытков, списка аффилированных лиц;

- нарушения при выплате дивидендов

- деятельность региональных властей (попытки аннулирования выпусков ценных бумаг);

- несоблюдение требований прозрачности эмитентами и профессиональными участниками,

- осуществление операций с ценными бумагами без поручения их собственника или неосуществление таких операций при наличии поручения собственника;

- конфликты интересов при осуществлении профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг (игнорирование приоритетного интереса клиента по отношению к собственным интересам, незаконное использование средств клиентов).

Необходимо осуществление комплекса мероприятий по совершенствованию нормативно-правовой базы *клиринговой деятельности*, упрощение процедур регистрации документов клиринговой организации в регулирующих органах. При разработке документов следует исходить из практики осуществления клиринговой деятельности, принятой на рынке.

16. Собственность и общественные интересы

Помимо реализации принципа защиты прав собственности, цивилизованное государство имеет право (признанное, в частности, в Европейской конвенции о правах человека) проводить в жизнь такие законы, которое оно считает необходимым для *контроля над использованием имущества в*

соответствии с общими интересами. Это право должно быть неотъемлемой частью самого института государственного управления. Гарантией от произвола со стороны государства должны быть четкие законодательные нормы, исключающие возможность произвольного и некомпенсируемого изъятия имущества.

Тем не менее общая неопределенность (непрозрачность) политики государства в данной сфере является одним из основных факторов, препятствующих созданию благоприятного инвестиционного имиджа России. Если взглянуть на развитие ситуации на практике, то процессы национализации достаточно давно идут: попытки пересмотра результатов инвестиционных конкурсов, судебное признание отдельных приватизационных сделок ничтожными, рост числа унитарных предприятий (после банкротства за долги в бюджет на региональном уровне), процессы реструктуризации долгов, возврат либо залог пакетов государственным органам, арест акций за долги, передача пакетов в государственные холдинги и другие.⁷¹ Все это требует единого подхода и цивилизованного правового поля. Закон о национализации, тем не менее, так и не был принят в 2000 году. Это определенная декларация о намерениях, где должны быть прописаны условия компенсации и абсолютная компенсация добросовестным приобретателям, возможные санкции для прежних нарушителей. Необходимо и урегулирование вопросов об исковой давности по приватизационным сделкам.

Ярким примером в данной области может быть ситуация, сложившаяся с «Норильским никелем»: 20 июня 2000 г. Московская городская прокуратура направила иск о признании недействительными результатов залогового аукциона 1995 года и последующих операций с ценными бумагами РАО.⁷² Как и при инициировании налоговых дел (см. выше), мотивации

⁷¹ Например, по итогам аудита Счетная палата РФ предложила правительству пересмотреть итоги приватизации двух авиастроительных предприятий («Авиакор» и «Авиастар»). Запрос Госдумы о проверке приватизации пакета акций ТНК (49,806 % акций за 66,7 млн. долл. плюс инвестпрограмма на 185,2 млн. долл) летом 2000 г. направлен в Счетную палату. Сохраняется проблема возврата акций в собственность государства по итогам расторжения договоров купли-продажи, заключенных с победителями коммерческих конкурсов до принятия закона о приватизации 1997 года (Волжский трубный завод, Усть-Илимский ЛПК). Тем не менее, к примеру, в ноябре 2000 года Мосгорсуд принял решение о недействительности аукциона 1994 года по продаже 29 % акций завода «Сапфир» (высокоточное оружие и о возврате акций РФФИ).

⁷² Вне зависимости от юридической «оболочки», эти аукционы представляли собой в значительной степени завуалированный самовыкуп пакета акций предприятиями,

крайне неясны, и имеются по крайней мере три объяснения: прямая атака конкурентов по металлургической и/или нефтяной отраслям руками прокуратуры, проверка властями общественной реакции на выборочную национализацию⁷³ и, наоборот, проверка реакции властей на перераспределение собственности уже после выборов Президента. Московский арбитражный суд отклонил иск, но лишь с указанием о необходимости разъединить требования к ответчикам (МГИ, РФФИ, Министерство финансов, банки и другие структуры).

Безусловным примером правового нигилизма является последовавшее затем письмо Генеральной прокуратуры РФ с требованием (без суда) «доплатить» 140 млн. долларов за приобретенный ранее 38-процентный пакет. В конце июля появились дополнения: на основании документов комитета Государственной думы по собственности Генеральная прокуратура готовит новый иск о признании недействительной сделки 1997 года (занижение стартовой цены в 2 раза, незаконное завышение суммы задатка участников конкурса).

Другой пример имеет также сравнительно давнюю историю.⁷⁴

либо прямую неконкурентную продажу пакета акций заинтересованным банкам. Вместе с тем целый ряд судебных разбирательств и проверок легитимности этих сделок в 1996-2000 гг. не позволяет делать каких-либо выводов о нарушениях правового характера, допущенных в ходе залоговых аукционов и последующей продажи предмета залога.

Это, тем не менее, дает основания не столько для выводов о прозрачности состоявшихся сделок, сколько о несовершенстве имевшейся на соответствующий момент нормативно-правовой базы. В частности, законность приватизации «Норильского никеля» (в рамках законодательства на момент сделки) была подтверждена и Счетной палатой РФ уже в июне 2000 г.

⁷³ Существует точка зрения, что и известные алюминиевые сделки зимы-весны 2000 г., которые должны завершиться созданием крупнейшего холдинга «Русский алюминий», имеют за собой *государственный* интерес при *частном* прикрытии (возможно и обратное утверждение). При этом третий по величине - после видимо сугубо частного альянса «СУАЛ-Трастконсалт» - холдинг «Алюминий Северо-Запада» (5 % алюминия и 10 % глинозема) формируется, по некоторым оценкам, «под опекой» властей. Это связано хотя бы с тем, что в холдинг передаются государственные пакеты 3 производителей глинозема, а холдинг передает государству 25 % + 1 акцию.

⁷⁴ Гораздо более мелкий с точки зрения объекта, но не менее громкий с точки зрения мирового резонанса пример Ломоносовского фарфорового завода (1999 год) в большей степени является примером попытки менеджеров заблокировать крупных

Еще в 1998 г. был принят федеральный закон от 07.05.98 № 74-ФЗ «Об особенностях распоряжения акциями Российского акционерного общества энергетики и электрификации «Единая энергетическая система России» и акциями других акционерных обществ электроэнергетики, находящимися в федеральной собственности». В соответствии со ст. 3 установлено, что в собственности иностранных государств, международных организаций, иностранных юридических лиц, а равно их аффилированных российских юридических лиц, иностранных физических лиц может находиться до 25 процентов всех видов акций РАО. При этом на момент принятия закона в иностранной собственности уже находилось свыше 30 % акций РАО.

По некоторым оценкам, принятие этой квоты, гипотетически означающей требование национализации определенного пакета акций, стало одним из ключевых факторов падения фондового рынка России в мае 1998 г. Показательно, что этот фактор был в сущности психологическим, ибо легальное доведение доли иностранцев до требуемой было малореальным. Так, существует только один легальный способ снижения этой доли - дополнительная эмиссия, которая возможна лишь после решения общего собрания (у иностранцев - блокирующий пакет, у правительства - контрольный), затем - регистрация этой эмиссии в ФКЦБ, которая имеет основания в отказе в соответствии с Гражданским кодексом РФ.

В январе 1999 г. по предложению Генеральной прокуратуры РФ правительство поручило МГИ рассмотреть законность продажи на спешденжном аукционе в 1996 г. 8,5 % акций РАО «ЕЭС России». Покупателем стал Национальный резервный банк, который использовал данный пакет в качестве залога для получения зарубежных кредитов и осенью 1998 г., по имеющимся данным, передал 7 % акций для покрытия долга. При проведении самого аукциона выдвигались обвинения об использовании инсайдерской информации о цене пакета и получении кредита ЦБР для покупки пакета, однако судебных исков не последовало. В то же время не существовало никаких ограничений для продажи пакета нерезидентам. По сути, аннулирование этой сделки означало бы придание указанному выше закону обратной силы, а также повлекло бы за собой расторжение всех последующих добросовестных сделок и, возможно, необходимость возврата денег (порядка 300 млн. долл.) покупателю из бюджета.

аутсайдеров с помощью иска о деприватизации и последующей недействительности сделок с акциями завода.

Наконец, в июле 2000 г. последовало неофициальное заявление представителя Счетной палаты РФ о подготовке иска о признании незаконными сделок по приобретению 15 % акций РАО «ЕЭС России» нерезидентами в ходе ваучерных аукционов. Очевидно, что даже сама постановка такой проблемы является сильнейшим дестабилизирующим фактором. Помимо политических мотивов, это наносит удар по программе реструктуризации РАО (которая, впрочем, вызывает недовольство ряда портфельных акционеров-нерезидентов с точки зрения сохранения их прав – известна, например, негативная оценка М. Мобиуса от группы фондов «Темплтон»). Наконец, полученная руководством РАО доверенность на голосование по акциям иностранных инвесторов (на которые выпускались и депонировались в Bank of New York ADR) еще не дает оснований для постановки вопроса о национализации.

Указанные примеры включают значительный политический элемент, однако *поле для спонтанной национализации может быть гораздо шире*. Так, ст. 1 закона «Об акционерных обществах» вводит по сути двойной правовой режим для тех АО, у которых более 25 % остается в собственности государства. Если по закону «Об акционерных обществах» формально все акционеры равны (в том числе и государство), то действующая Программа приватизации государственных и муниципальных предприятий (указ Президента РФ № 2284 от 24 декабря 1993 г., редакция 15 июля 1998 г.) устанавливает необходимость согласования имущественных сделок (и ряда иных вопросов) с государственным имуществом ведомством. Вероятность того, что все АО, где государство когда-либо имело блокирующий пакет, согласовывали сделки в течение 90-х гг., крайне низка, поэтому в судебном порядке они могут быть расторгнуты, и руководители могут нести личную имущественную ответственность по ст. 71 закона «Об акционерных обществах» (Волков, Привалов, 2000, с. 26-27.).

Достаточно примеров спонтанной национализации существует на *региональном уровне*. Так, в Татарии указом президента республики «О мерах по обеспечению участия государства в управлении нефтяными компаниями» всем т.н. «независимым нефтяным компаниям» (ННК, созданы в 1998 году для разработки небольших месторождений) предписано преобразоваться в ОАО. Затем 25 % + 1 акцию по номиналу выкупит правительство, остальные будут проданы на торгах «гражданам Республики Татарстан».

Аналогичные тенденции отмечены на *муниципальном уровне*. В Томской области в 1997-2000 гг. число муниципальных учреждений выросло в 3 раза. По оценке губернатора области В. Кресса, «с одной стороны, идет

приватизация муниципальных предприятий, ликвидируются и проходят процедуру банкротства государственные организации. С другой стороны, общее число государственных и муниципальных учреждений растет. Создаются новые ГУПы, МУПы, *собственность предприятий-банкротов переходит в руки местных органов самоуправления* (курсив мой – А.Р.)» (Серов, 2000). Такой переход собственности на формально законных основаниях связан в первую очередь с кредиторской задолженностью предприятий (вызванной в том числе местными – часто незаконными – налогами). После муниципализации, по оценке правительства Томской области, убыточными становятся ранее прибыльные предприятия (включая хлебобулочные и ликеро-водочные заводы).

В настоящее время необходимы по крайней мере два решения для снятия остроты проблемы: во-первых, краткосрочное – жесткая и обоснованная декларация о намерениях со стороны правительства, во-вторых, правовое – принятие закона «О национализации в РФ» с указанием принципиальных процедур и описанием мер защиты интересов инвесторов – добросовестных приобретателей (процедуры компенсации инвесторам и процедуры защиты интересов добросовестных приобретателей с учетом уже состоявшихся многократных перепродаж).

Государство должно также отказаться от каких-либо прямых или косвенных мер в области деприватизации, кроме законодательно установленных. При этом необходимо закрепить двойственный подход к рассмотрению имевших место нарушений законодательства при уже состоявшихся приватизационных сделках: (1) бессрочное применение наказаний (в том числе уголовного характера) за выявленные и доказанные правонарушения должностных лиц и их контрагентов; (2) обеспечение абсолютного принципа «неприкосновенности» собственности добросовестного приобретателя (что адекватно невмешательству государства в сложившуюся структуру собственности). Единственной альтернативой может быть лишь абсолютная компенсация потерь добросовестного приобретателя. Необходимо также законодательно закрепить и сократить срок предъявления иска о применении последствий недействительности ничтожной сделки в области приватизации.

Заключение

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 части 2, 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 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, заключающейся 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 (положительное воздействие приватизационных процессов становится очевидным лишь при заметном увеличении доли аутсайдеров в структуре акционерного капитала предприятий. При увеличении доли иностранных инвесторов положительное 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, положительный эффект влияния приватизационных процессов становится заметным при увеличении доли иностранных инвесторов.

Восьмой гипотезе, заключающейся 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.

Анализ проблем защиты прав собственности в контексте задач экономической реформы (с учетом новых подходов в современной теории) и комплексная оценка принципов и задач реформы в области защиты прав собственности в России позволяют сформулировать прикладные рекомендации, имеющие принципиальное значение (с точки зрения авторов) для дальнейшего позитивного развития корпоративного сектора России.

В области **корпоративного права** необходимо акцентировать внимание на:

— расширению сферы мониторинга за действиями исполнительных органов предприятия и крупных акционеров со стороны совета директоров и мелких акционеров;

- запрете инсайдерских сделок;
- квалификации сделок с аффилированными лицами, расширении понятия «аффилированное лицо», усилении полномочий правоохранительных органов остановить сделки аффилированных лиц;
- расширении требований раскрытия информации и ответственности за содержание раскрываемой информации;
- регулировании «размывания» акционерного капитала;
- ограничении «перекрестного владения» акциями;
- увеличении требований по обязательному привлечению независимых оценщиков;
- защите добросовестных акционеров от последствий применения недействительности сделок с акциями;
- введении прямой ответственности должностных лиц, директоров и контролирующих акционеров за причинение ущерба самому акционерному обществу, или акционерам (беспрепятственное увольнение (отстранение) в случае нарушения норм корпоративного управления, вплоть до конфискации активов и уголовного преследования при крупном ущербе).

С правовой точки зрения должен быть найден разумный компромисс между необходимостью предоставить акционерам (мелким и иностранным) средства правовой защиты в случае нарушения прав собственности с одной стороны и необходимостью не допустить «засорения» правовой системы необоснованными исками с другой стороны. В этой связи возможны следующие решения:

- введение процедуры альтернативного разрешения споров (по крайней мере на первоначальном этапе) – проведение административных или арбитражных слушаний государственным регулятивным органом,
- развитие системы третейских судов в рамках СРО,
- разработка положений, призванных защитить совет директоров (руководство) компании от злоупотреблений мелких акционеров посредством (а) проверки обоснованности жалоб и (б) использования т.н. «безопасных гаваней» (такие средства правовой защиты, как правило «делового усмотрения» или отказ от необоснованных требований в раскрытии информации).

Для предотвращения нарушений **при реорганизации** ведомственных решений явно недостаточно, поэтому необходимы поправки и изменения в базовое законодательство:

- в закон «Об акционерных обществах» должна быть внесена поправка, суть которой в том, что при разделении и выделении акции создавае-

мых обществ получают все акционеры, с теми же правами, которые им принадлежат в разделяемом обществе и обществе, из которого осуществляется выделение, и в количестве, пропорциональном количеству этих акций,

— необходимо подготовить самостоятельный Федеральный закон «О реорганизации юридических лиц» («О реорганизации и ликвидации коммерческих организаций»),

— необходимо внести поправки и подготовить Федеральный закон «О внесении изменений в ГК РФ в главу 4 «Юридические лица».

Нарушения **требований о раскрытии информации** должны предотвращаться как по линии реализации норм законов «Об акционерных обществах», «О защите прав и законных интересов инвесторов», «О рынке ценных бумаг», так и посредством введения международных стандартов бухгалтерского учета (с разделением налоговой и финансовой отчетности), введения уголовной ответственности за нераскрытие информации.

Необходимо законодательно закрепить возможность проведения аудиторских проверок финансово-хозяйственной деятельности эмитентов по инициативе акционера (группы акционеров) за счет средств эмитента.

Принятие Закона «Об ответственности за совершение сделок с использованием служебной информации» («Об инсайдерских сделках») необходимо в целях установления ответственности лиц, располагающих служебной информацией, за совершение сделок с использованием такой информации в своих интересах (с получением незаконного дохода) или передавших такую информацию для совершения сделок третьими лицами.

В этом законе должны присутствовать (1) нормы, определяющие круг лиц, располагающих служебной информацией; (2) нормы, устанавливающие запрет на использование ими такой информации для заключения сделок и передачу ее для совершения сделок третьим лицам; (3) нормы, предоставляющие право федеральному органу исполнительной власти, осуществляющему государственное регулирование, налагать штрафы в случае совершения определенными в проекте лицами сделок с использованием служебной информации, а также за передачу такой информации для совершения сделок третьим лицам, в том числе на аудиторов эмитента или профессионального участника рынка ценных бумаг, заключившего с этим эмитентом договор, служащих государственных органов, имеющих в силу контрольных, надзорных или иных полномочий доступ к служебной информации в соответствии с законодательством Российской Федерации и иными нормативными актами о государственной службе. Принятие закона

может повысить ответственность при совершении сделок, устранить причины недобросовестной конкуренции.

Для мелких и средних эмитентов чрезмерными являются требования предоставления развернутого отчета за ряд лет, включая данные о финансово-хозяйственной деятельности, а также об основных видах деятельности эмитента, источниках его доходов, поставщиках сырья и рынках сбыта продукции, планах его перспективной деятельности. Для многих мелких и средних предприятий-эмитентов затруднительными являются существующие унифицированные процедуры регистрации выпуска ценных бумаг. Необходимы различные подходы к разным группам эмитентов.

Проблемы **вывода активов** («освобождение от активов») и трансфертного ценообразования в ущерб эмитенту, акционерам, кредиторам и государству должны решаться как в рамках норм закона «Об акционерных обществах», так и посредством:

— практического применения норм Уголовного кодекса (ст. 165, 201, 204),

— совершенствования налогового законодательства и его правоприменения (по отношению к эмитенту и физическим лицам – бенефициарам контроля финансовых потоков),

— совершенствования форм финансовой отчетности, по линии реформы трудового законодательства (упрощение процедуры увольнения генеральных директоров),

— усиления требований к порядку совершения крупных сделок и сделок заинтересованных лиц,

— расторжение договоров об избежании двойного налогообложения с оффшорными зонами (следует заметить, к примеру, что попытки 90-х годов расторгнуть такой договор с Кипром встретили жесткое сопротивление в России).

— урегулирование противоречия между законом «Об акционерных обществах» и Кодексом законов о труде в части увольнения генерального директора АО.

Проблема идентификации **бенефициарных владельцев** должна решаться по трем основным направлениям:

— ужесточение законодательства с точки зрения открытости структуры собственности (в том числе конечных бенефициаров) в целях выявления целей и заинтересованных сторон в сделках;

— либерализация пороговых значений в законодательстве, при которых требуется согласие государственных органов;

— определение меры ответственности собственников, а при невозможности идентификации – менеджеров (за предоставление ложной информации, потенциальный ущерб различным сторонам сделки и участникам корпоративных отношений и т.д.)

Эффективный государственный мониторинг (обеспечение «прозрачности») системы участия в капитале акционерных обществ, правил слияний и поглощений является важнейшей задачей. Это имеет принципиальное значение и для предотвращения инсайдерских сделок. Механического расширения понятия «аффилированное лицо» явно недостаточно, поскольку для обеспечения «прозрачности» корпораций требуется и отслеживание в динамике фактических (реальных) владельцев корпораций с учетом возможной перспективы привлечения их к ответственности за нанесенный ущерб, и обеспечение инвесторов (аутсайдеров) правдивой информацией о владельцах и принципах корпорации. В основе регистрационного (статистического) подхода должно лежать выявление всех капитальных связей между конкретными предприятиями, что в итоге позволяет идентифицировать группу. Для этого необходимо ужесточение регулирования взаимоотношений между различными юридически независимыми, но экономически взаимосвязанными коммерческими организациями.

Принятие Закона «Об аффилированных лицах» необходимо для четкого определения понятия аффилированного лица и установления требований и порядка совершения сделок с аффилированными лицами или с участием аффилированных лиц. Понятие аффилированных лиц целесообразно определять посредством выделения ряда взаимосвязей между юридическими и (или) физическими лицами, при наличии которых имеет место отношение аффилированности. Эти взаимосвязи возможно разделить на несколько групп по следующим основаниям: участие в органах управления; участие в капитале; имущественные отношения; родственные отношения; деловые отношения.

Защита **прав кредиторов** имеет принципиальное значение для восстановления инвестиционной активности российских предприятий. Эта проблема должна решаться комплексно в рамках способов обязательственно-правовой защиты (косвенная защита прав собственности), корпоративного права, процедур банкротства, налогового регулирования, исполнительного производства.

В интересах защиты предприятий от недобросовестного перехвата контроля над ними (частью их активов) посредством процедур банкротства необходимо расширять практику *отказа судебных инстанций от использо-*

вания процедур банкротства в качестве рядового средства погашения долга. Такие действия должны рассматриваться как злоупотребление правом в соответствии со ст. 10 Гражданского кодекса РФ. Для инициирования процедуры банкротства кредиторы должны представлять достаточные доказательства, подтверждающие невозможность возврата долга иными способами.

В рамках корпоративного права необходимо создать препятствия для образования акционерных обществ – «однодневок», «дутых» капиталов обществ, тем самым обеспечить реальную основу для возмещения убытков кредиторам общества, положившихся на размер уставного капитала общества. Тем самым защита интересов кредиторов обществ повышается. В частности, необходимо:

— запретить акционерным обществам до полной оплаты их уставного капитала учредителями совершать какие-либо сделки, не связанные с учреждением;

— ужесточить порядок оплаты акций - они должны быть полностью оплачены в течение трех месяцев после государственной регистрации общества, дополнительные акции при размещении должны быть оплачены полностью;

— ввести обязательность привлечения независимого оценщика во всех случаях оплаты акций неденежными средствами и установить ответственность учредителей, членов совета директоров и независимого оценщика за завышение стоимости имущества, вносимого в оплату акций.

В новый закон о банкротстве целесообразно включить нормы, предусматривающие возможность обжаловать решения суда о банкротстве и бесконтрольные в настоящее время действия арбитражного управляющего, а также обеспечить равенство позиций всех кредиторов независимо от первенства обращения в суд (введение принципа коллегиальности рассмотрения исков о банкротстве с участием всех заинтересованных сторон).

Существующее в России противопоставление **доверительной собственности (траста) и доверительного управления** носит несколько искусственный характер. Естественным путем развития правовой концепции траста в России (и, соответственно, эффективной защиты прав собственности всех субъектов трастовых отношений) должно быть принятие концепции расщепленного права собственности и анализ взаимного положения доверителя и доверенного лица *применительно к каждому конкретному трастовому договору* и к ситуации, описываемой конкретным законода-

тельным актом. Это требует, в частности, и заимствования некоторых элементов англо-американской правовой традиции.

В перспективе необходимо также решение нескольких ключевых проблем, которые принципиально важны для развития этого института в России: прямое противоречие траста акционерному праву (к примеру, законам о запрете голосования по сговору), налоговому кодексу, законам о банкротстве и др., использование траста для обхода антимонопольного законодательства, притворность сделки траста, применение траста для мошеннической передачи собственности, доверительное управление государственными активами.

Государство должно усилить свою роль в **защите добросовестных приобретателей** ценных бумаг, недвижимости, иной собственности. Для этого необходимо предпринять конкретные шаги, направленные на:

- совершенствование правового механизма государственной регистрации прав собственности,

- установление полной имущественной ответственности государства перед добросовестным приобретателем объектов собственности в случае признания сделки ничтожной,

- совершенствование законодательства и соответствующей инфраструктуры на предмет исключения возможностей мошенничества при переходе прав собственности,

- создание надежных и эффективных систем регистрации перехода прав собственности, бессрочного хранения информации о совершенных сделках и субъектах собственности.

Необходимыми условиями создания таких систем являются прозрачность и стандартизация технических процедур, устранение возможностей для коррупции, региональных и национальных рестрикций при осуществлении имущественного оборота. Это объективно приведет к снижению издержек по переходу прав собственности и благоприятно скажется на развитии цивилизованного имущественного оборота, но вместе с тем будет способствовать расширению налоговой базы.

В области **национализации** необходимы по крайней мере два решения для снятия остроты проблемы: во-первых, краткосрочное – жесткая и обоснованная декларация о намерениях со стороны правительства, во-вторых, правовое – принятие закона «О национализации в РФ» с указанием принципиальных процедур и описанием мер защиты интересов инвесторов – добросовестных приобретателей.

Приложения

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	электроэнергетика	841	4	708310	21004	5.26	0.70	2.97
	топливная							
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	черная металлургия	275	49	718041	249378	5.33	8.27	34.73
6	цветная металлургия	417	16	523400	129636	3.89	4.30	24.77
	химия и нефтехимия							
7	химия	471	50	620781	153116	4.61	5.08	24.67
8	нефтехимия	163	30	224883	87810	1.67	2.91	39.05
	машиностроение							
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	станкостроение	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	легищемаш	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 металлокон-струкц.	669	10	198168	7271	1.47	0.24	3.67
27	ремонт машин	1822	19	431690	8623	3.20	0.29	2.00
	лесная, деревообрабатывающая и целлюлозно-бумажная							
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

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 1

	отрасли и подотрасли	количество предприятий, шт.		количество занятых, чел		доля занятых, %		репрезентативность панели по занятым, %
		регистр	панель	регистр	панель	регистр	панель	
	промышленность строительных материалов							
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 стройиндустрия	752	55	242908	38269	1.80	1.27	15.75
34	стеклянно-фаянсовая легкая	167	5	108808	12929	0.81	0.43	11.88
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
	пищевая							
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	микробиологическая	40	0	23832	0	0.18	0.00	0.00
48	мукомольно-крупяная	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	1347199	3015678	100.00	100.00	22.38

ТАБЛИЦА 2. РЕГИОНАЛЬНАЯ СТРУКТУРА РЕГИСТРА ГОСКОМСТАТА РФ И ОБЩЕЙ ПАНЕЛИ ИЭПП (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

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 2

	территории	количество предприятий, шт.		количество занятых, чел		доля занятых, %		репрезентативность панели по занятым, %
		регистр	панель	регистр	панель	регистр	панель	
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
----	-----------------	-----	---	-------	------	------	------	------

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 2

	территории	количество предприятий, шт.		количество занятых, чел		доля занятых, %		репрезентативность панели по занятым, %
		регистр	панель	регистр	панель	регистр	панель	
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	адыгя 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

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 2

	территории	количество предприятий, шт.		количество занятых, чел		доля занятых, %		репрезентативность панели по занятым, %
		регистр	панель	регистр	панель	регистр	панель	
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 ре	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	прибалтийский	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%

ПРОДОЛЖЕНИЕ ВОПРОС 3.

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
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%

ПРОДОЛЖЕНИЕ ВОПРОС 5

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
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%

ПРОДОЛЖЕНИЕ ВОПРОС 7

	число ответов	доля ответа (%) к числу предприятий	доля ответа (%) к числу данных ответов
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. СТРАХОВЫЕ КОМПАНИИ (%)

	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

<i>% от УК</i>	<i>число ответов</i>	<i>доля ответа (%) к числу предприятий</i>	<i>доля ответа (%) к числу данных ответов</i>
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

	<i>число ответов</i>	<i>доля ответа (%) к числу предприятий</i>	<i>доля ответа (%) к числу данных ответов</i>
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	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	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 ПЕРЕОБОРУДОВАНИЕ 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.

Вопрос 1. Год начала приватизации (преобразование в АО)

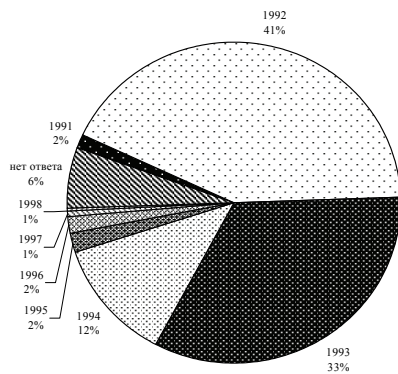


ГРАФИК 2.



ГРАФИК 3.

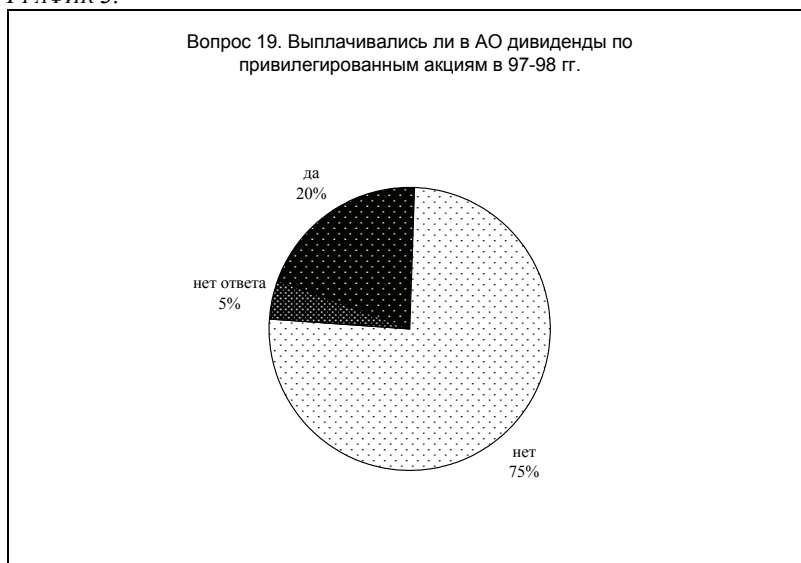


ГРАФИК 4.

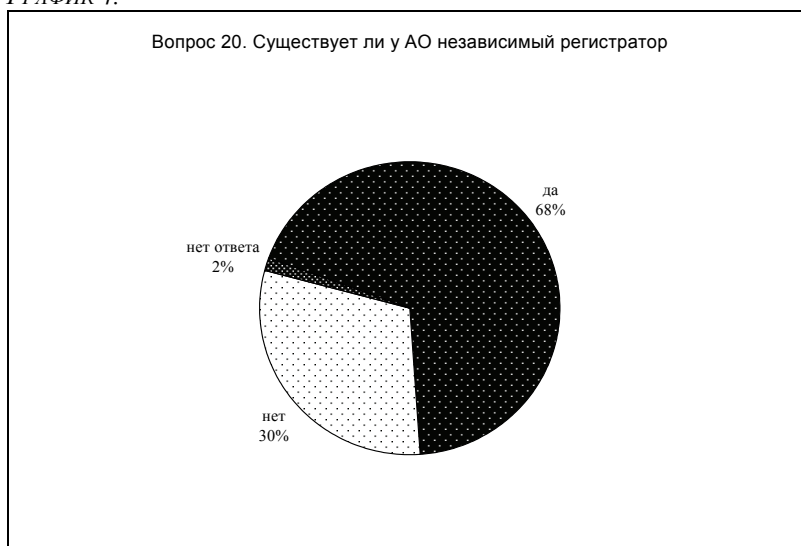


ГРАФИК 5.



ГРАФИК 6.

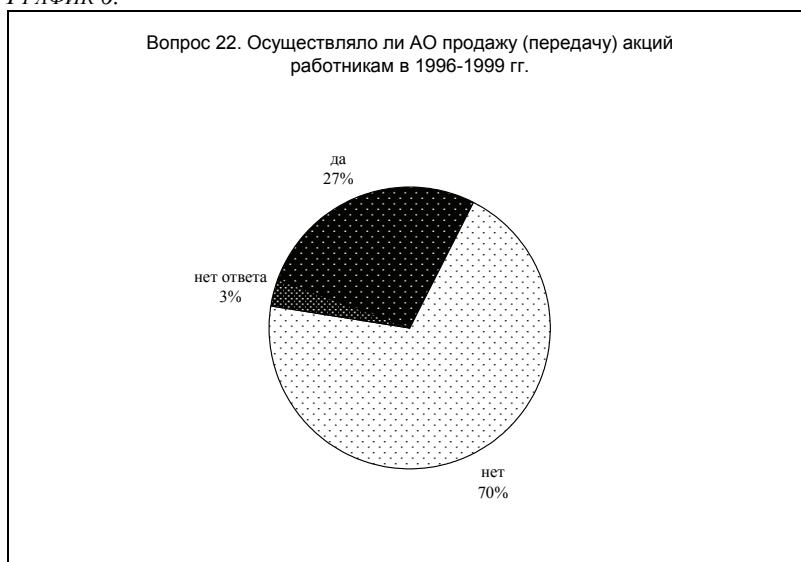


ГРАФИК 7.



ГРАФИК 8.

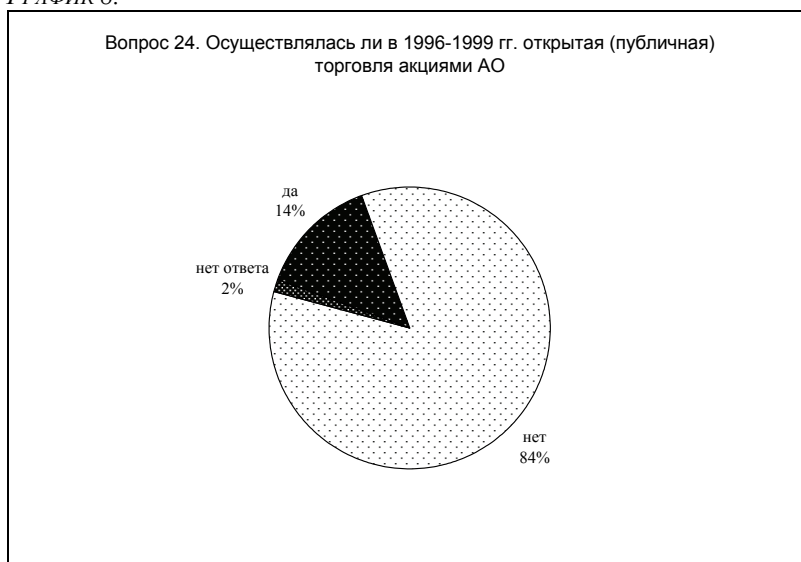


ГРАФИК 9.



ГРАФИК 10.

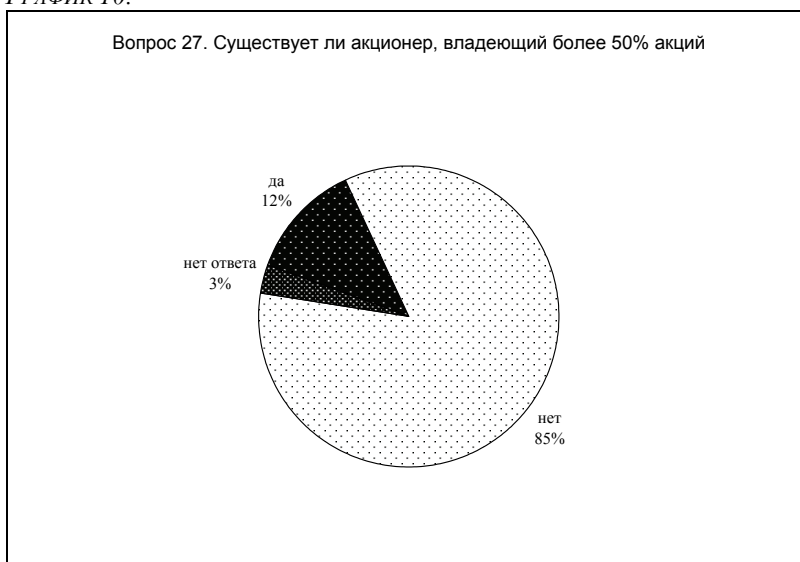


ГРАФИК 11.



ГРАФИК 12.

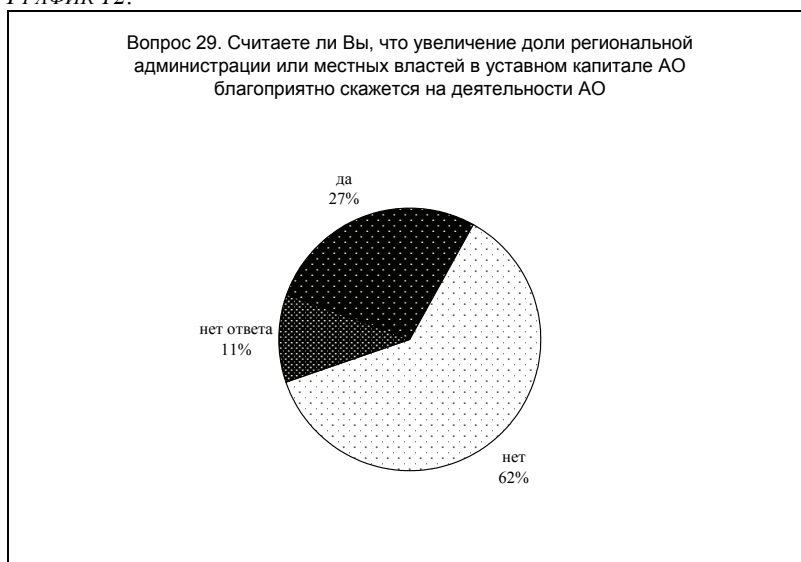


ГРАФИК 13.

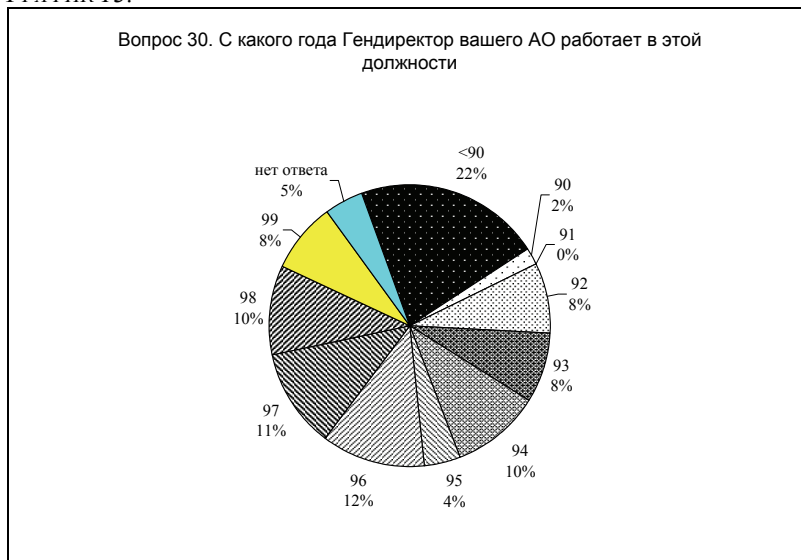


ГРАФИК 14.

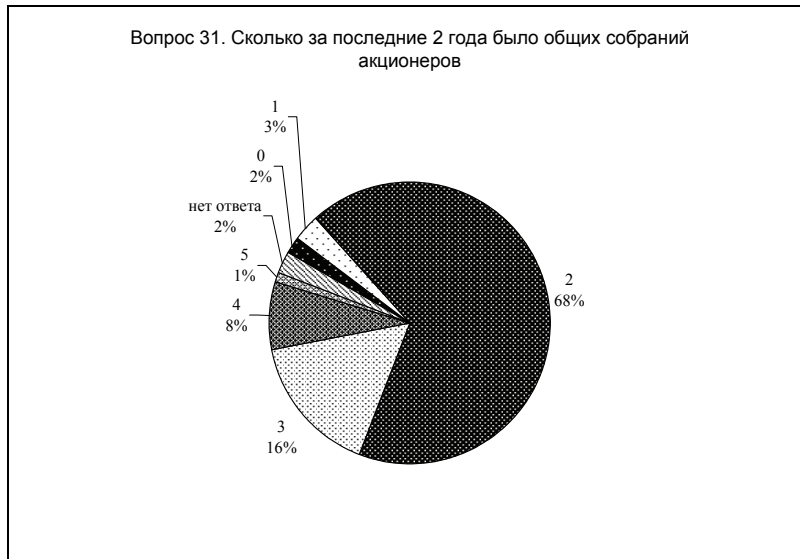


ГРАФИК 15.

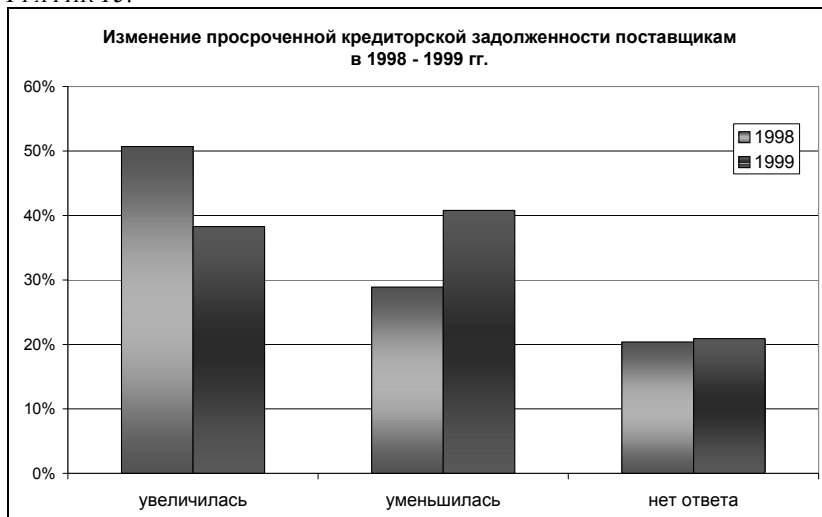


ГРАФИК 16.

Изменение просроченной кредиторской задолженности в бюджет в 1998 - 1999 гг.

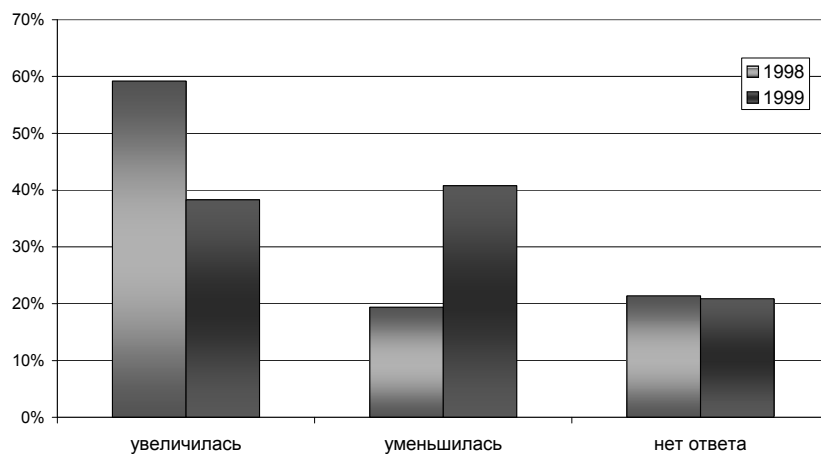


ГРАФИК 17.

Изменение просроченной кредиторской задолженности банкам в 1998 - 1999 гг.

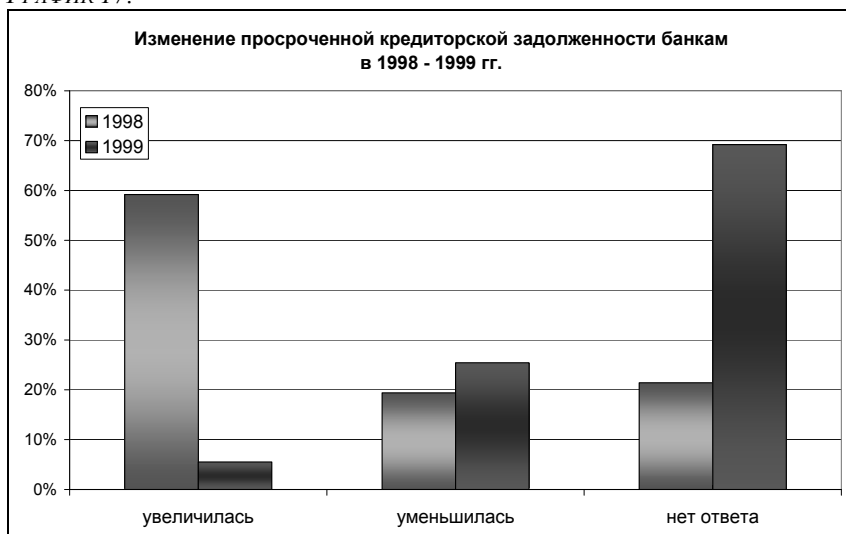


ГРАФИК 18.

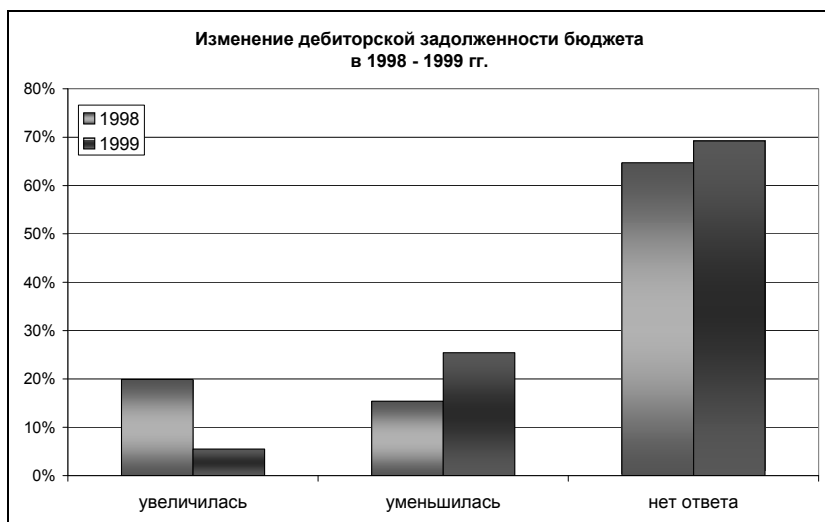


ГРАФИК 19.

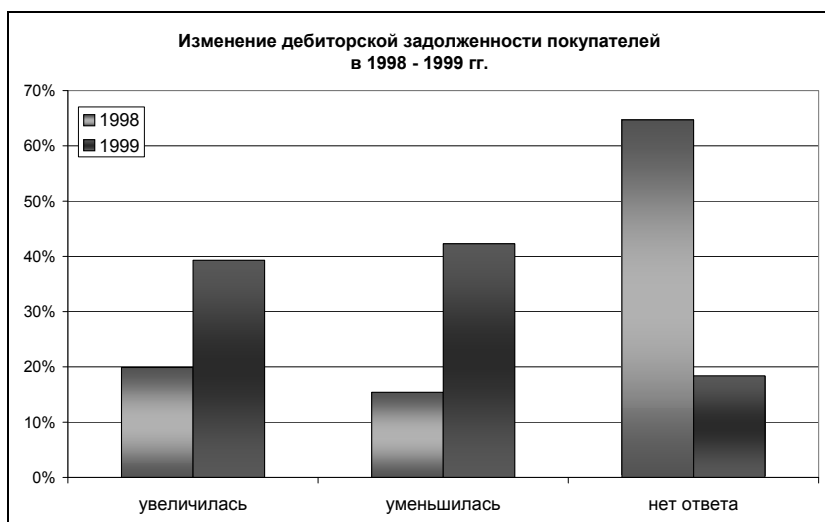
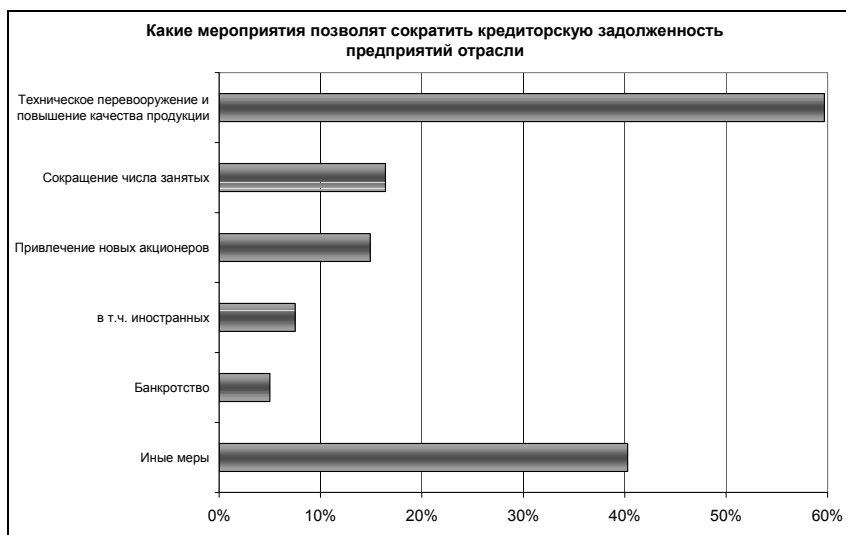


ГРАФИК 20.



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

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 1

	Выборка «200»	число предприя- тий региона	место среди «200»	выборка «872»	число предприя- тий региона	место среди «872»
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

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 1

	Выборка «200»	число предприя- тий региона	место среди «200»	выборка «872»	число предприя- тий региона	место среди «872»
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

ПРОДОЛЖЕНИЕ ТАБЛИЦЫ 1

	Выборка «200»	число предприя- тий региона	место среди «200»	выборка «872»	число предприя- тий региона	место среди «872»
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.

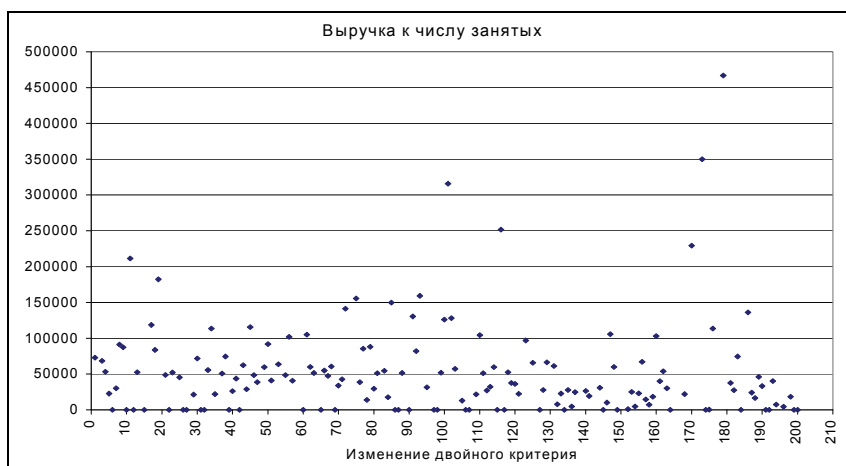


ТАБЛИЦА 1.

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.

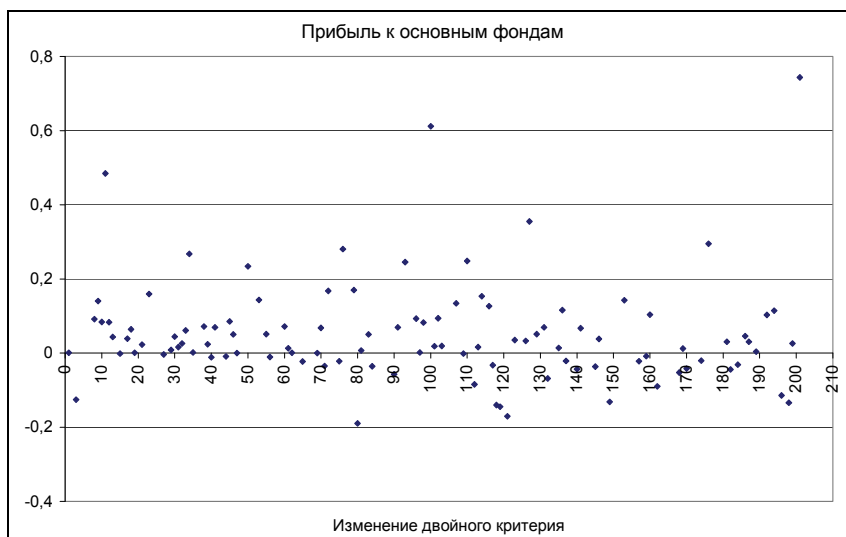


ТАБЛИЦА 2.

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.

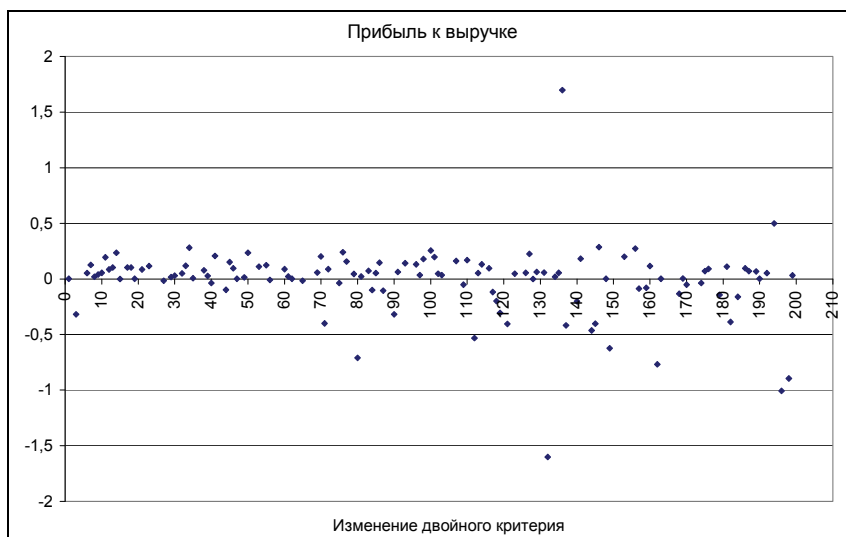


ТАБЛИЦА 3.

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.

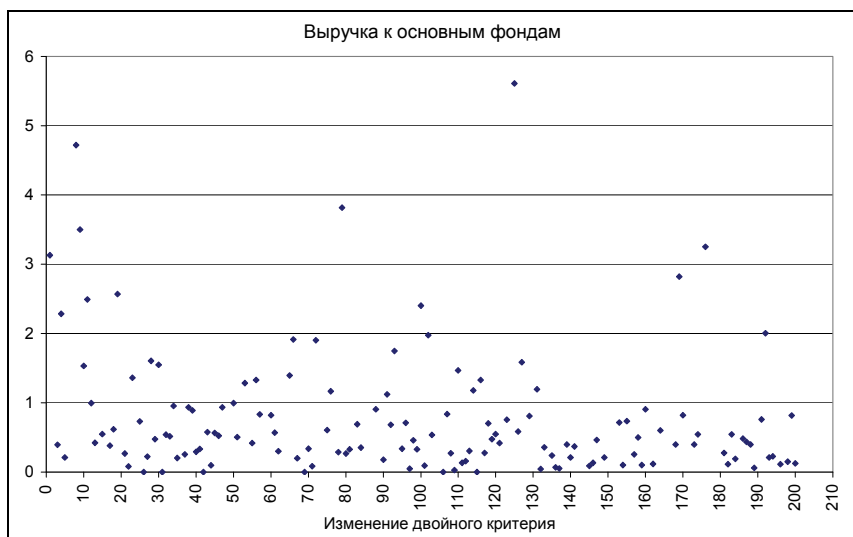


ТАБЛИЦА 5.

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.

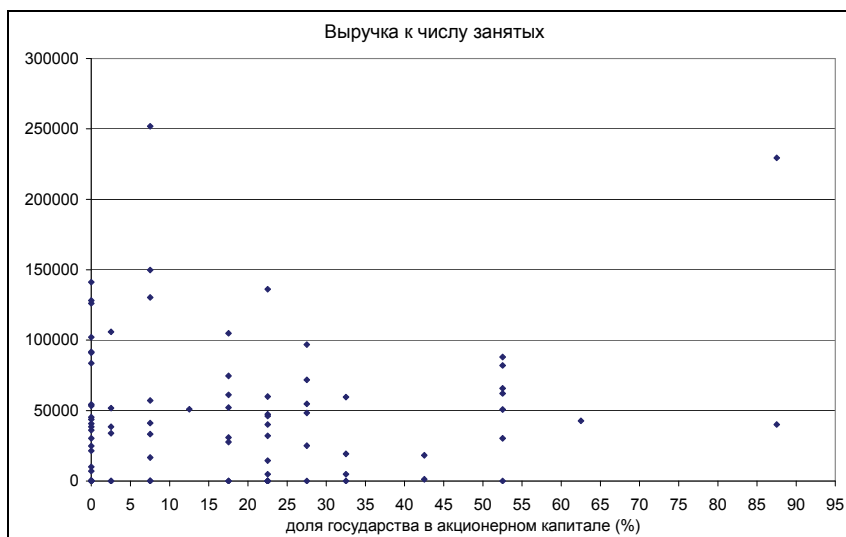


ТАБЛИЦА 6.

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.

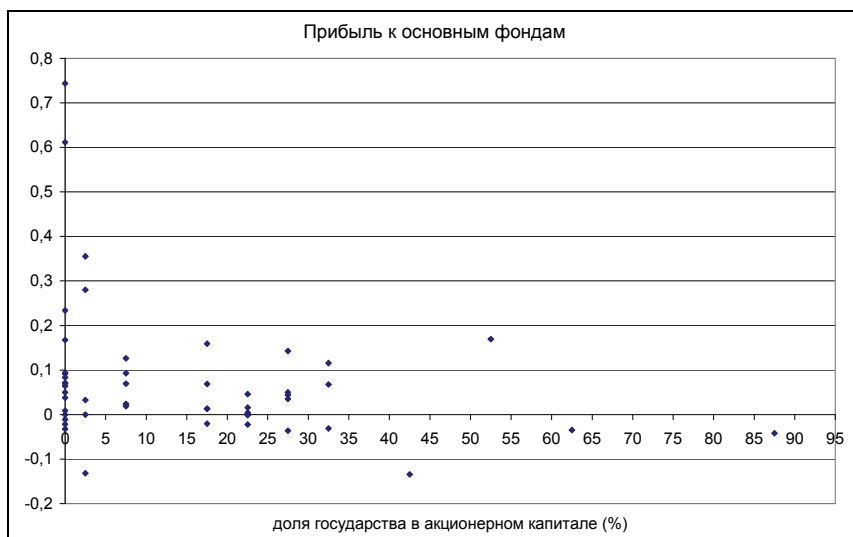


ТАБЛИЦА 7.

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.

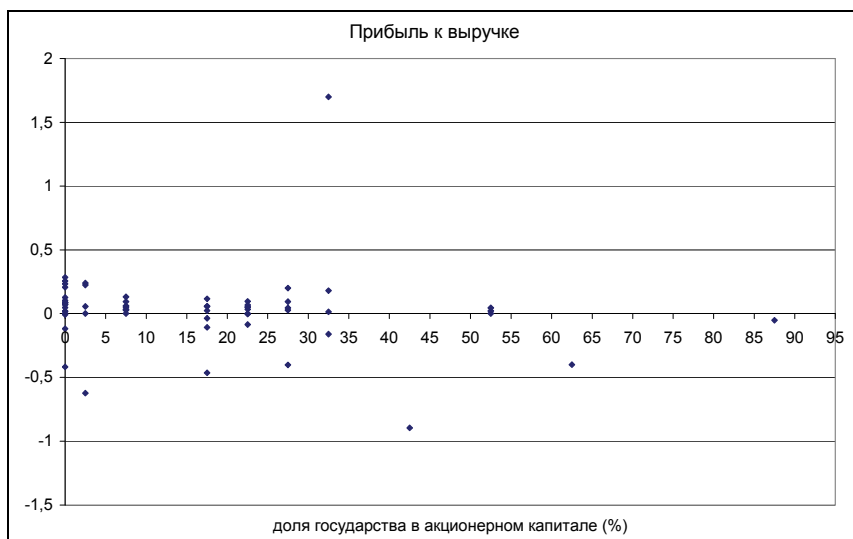


ТАБЛИЦА 8.

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.

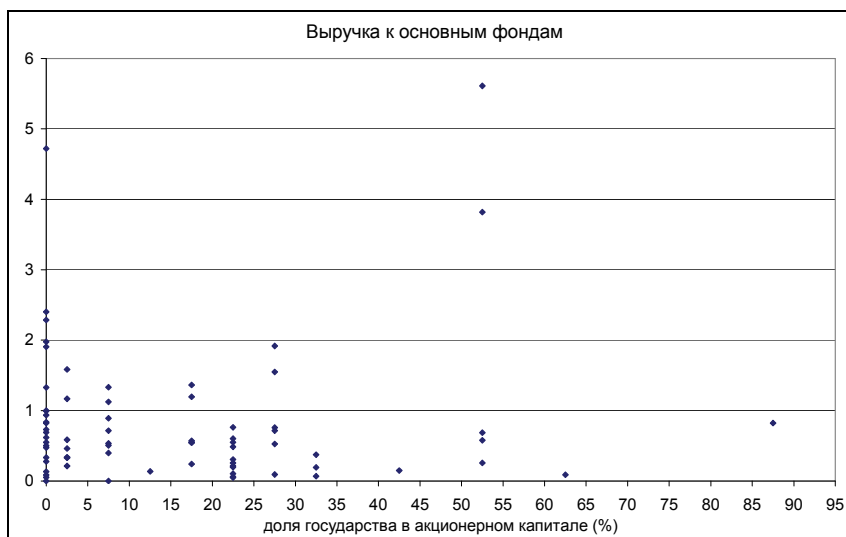


ТАБЛИЦА 10.

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.

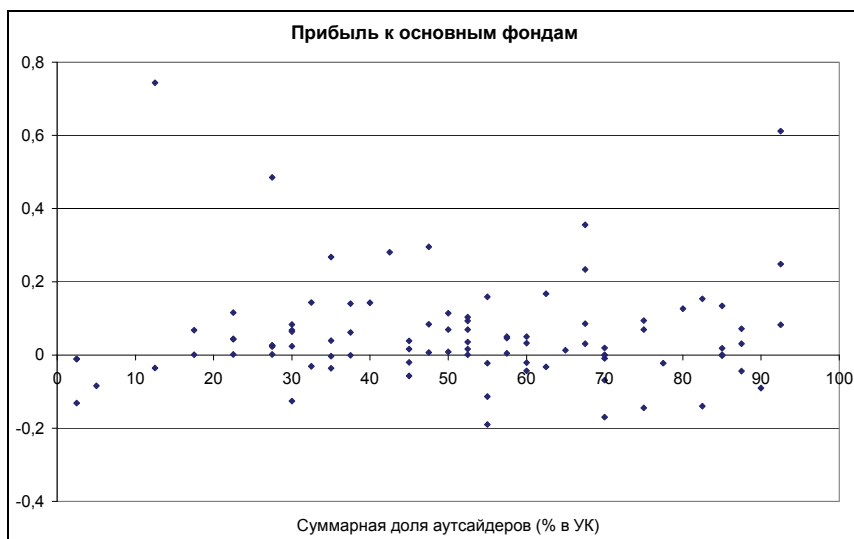


ТАБЛИЦА 12.

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.

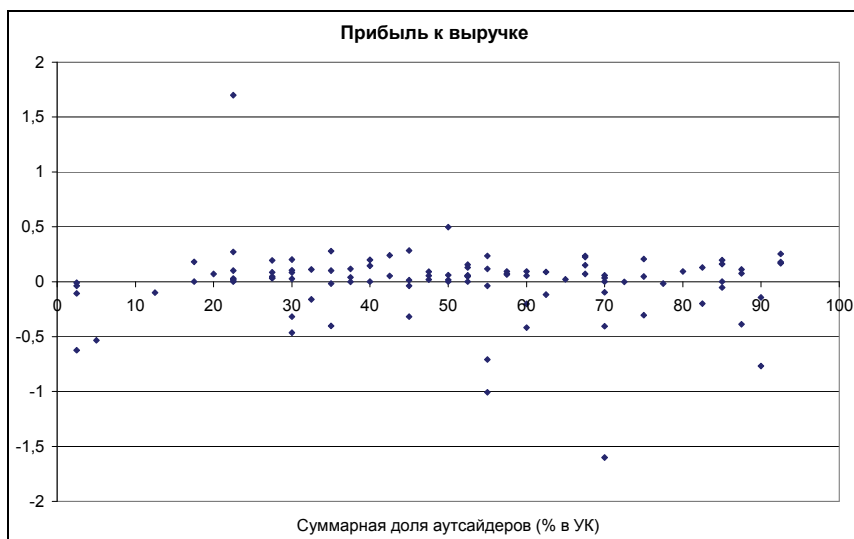


ТАБЛИЦА 13.

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.

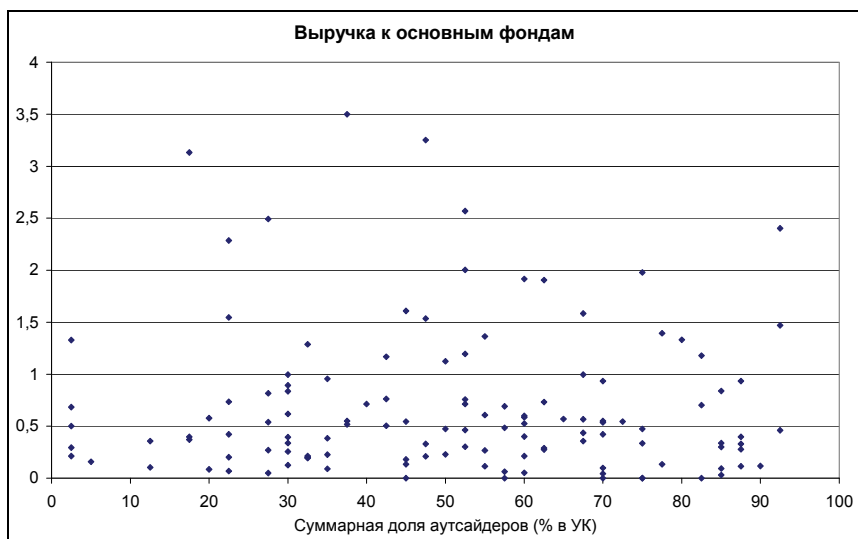


ТАБЛИЦА 15.

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.

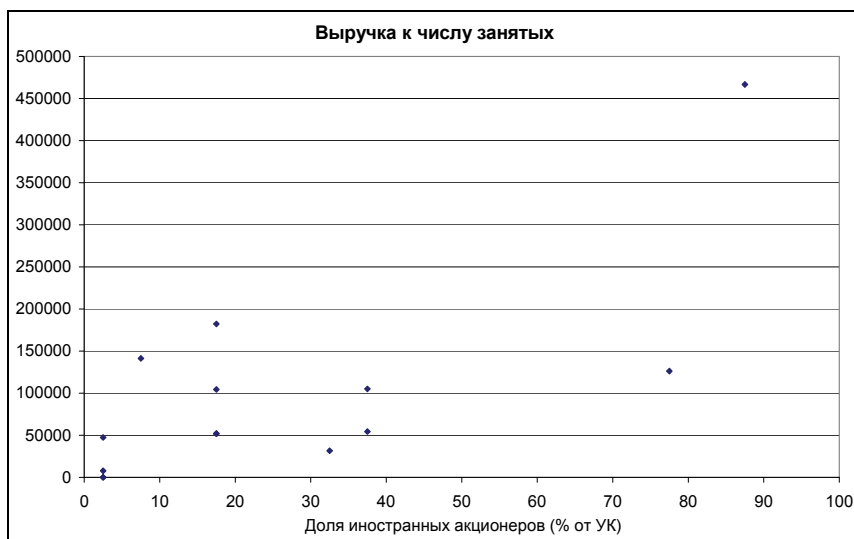


ТАБЛИЦА 16.

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.

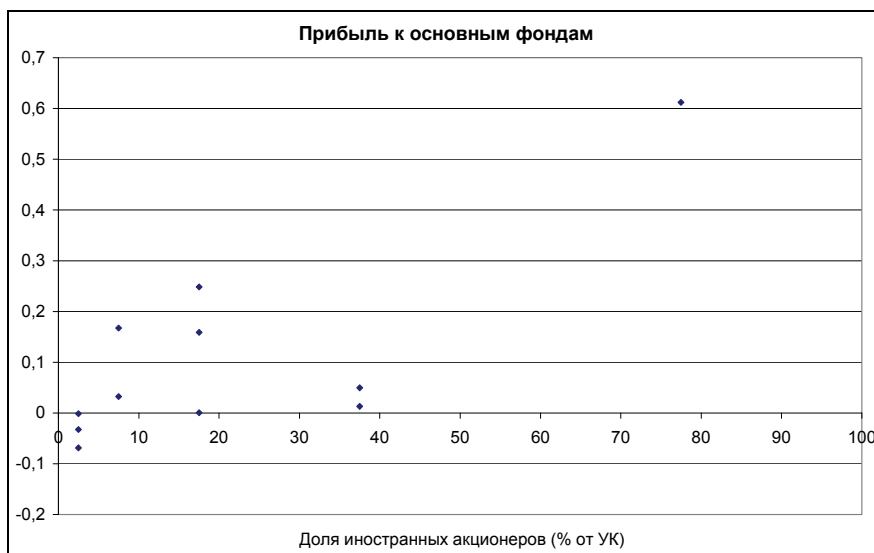


ТАБЛИЦА 17.

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.

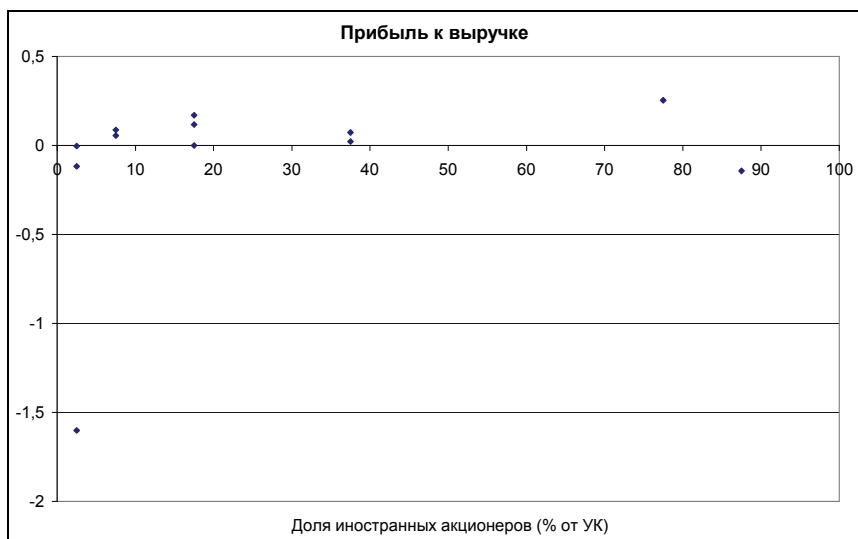


ТАБЛИЦА 18.

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.

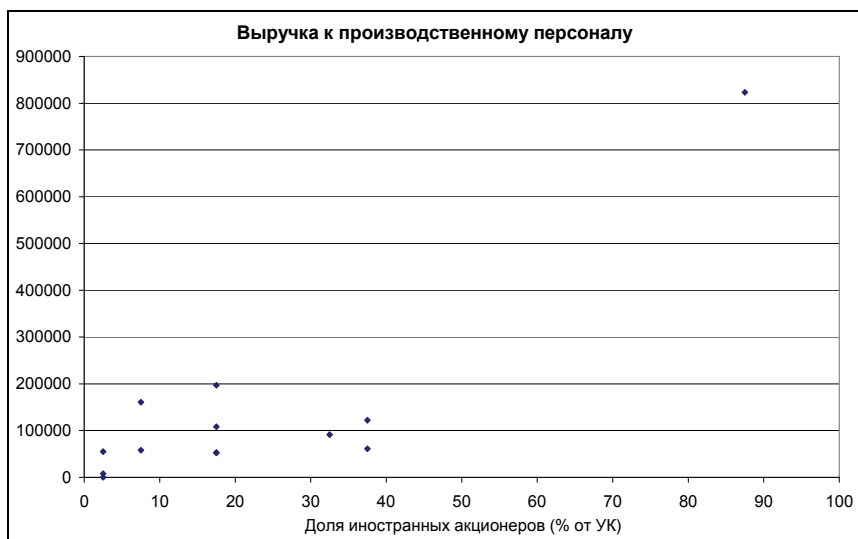


ТАБЛИЦА 19.

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.

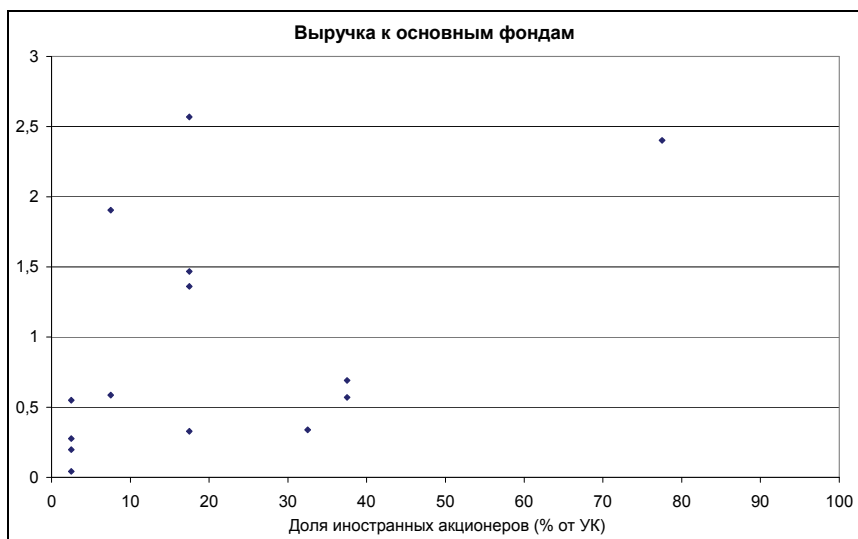


ТАБЛИЦА 20.

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.

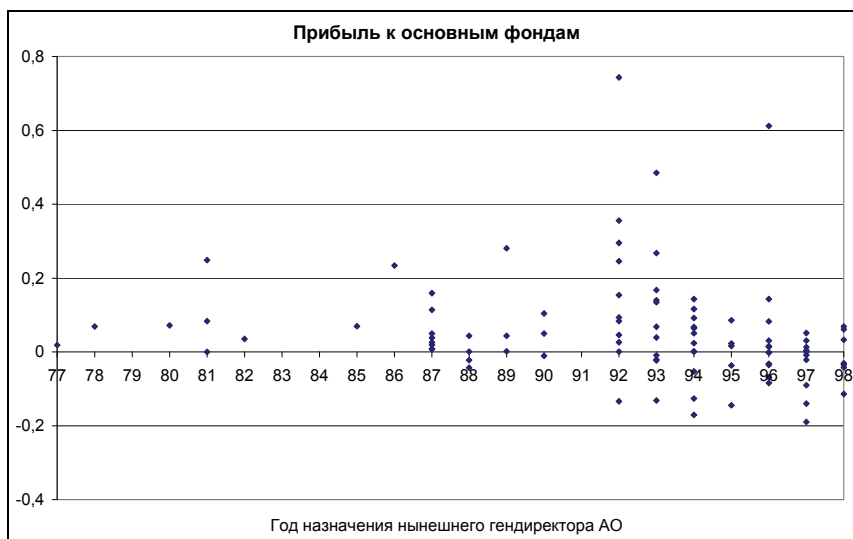


ТАБЛИЦА 22.

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.

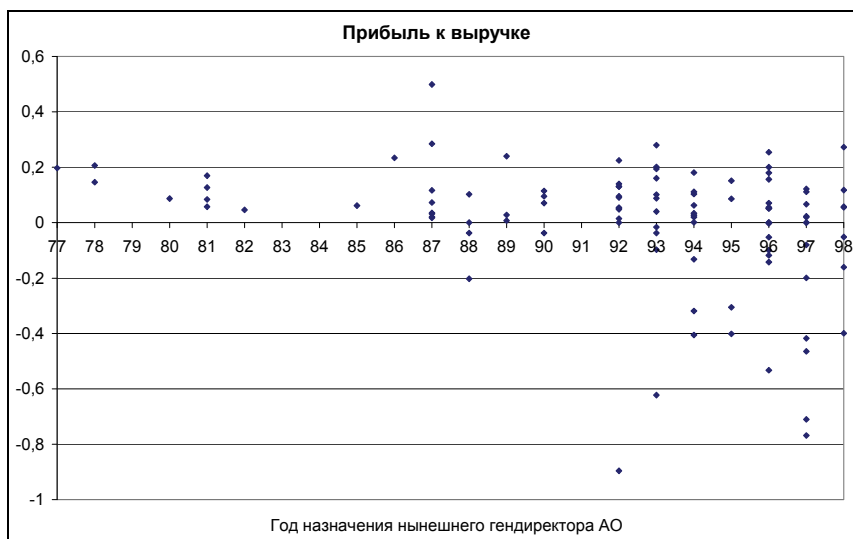


ТАБЛИЦА 23.

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.

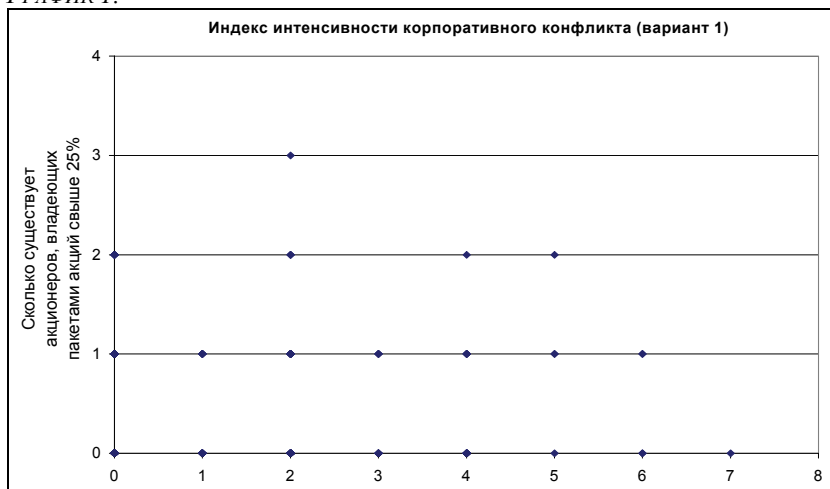


ГРАФИК 2.

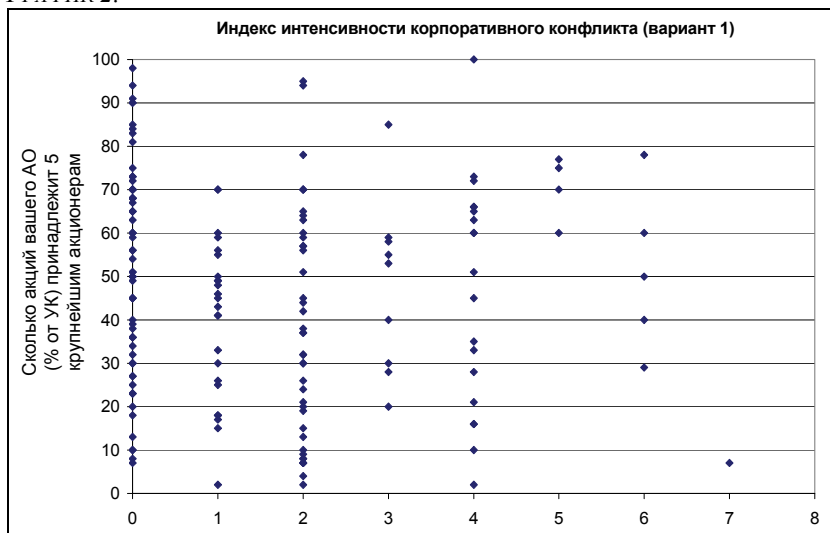


ГРАФИК 3.

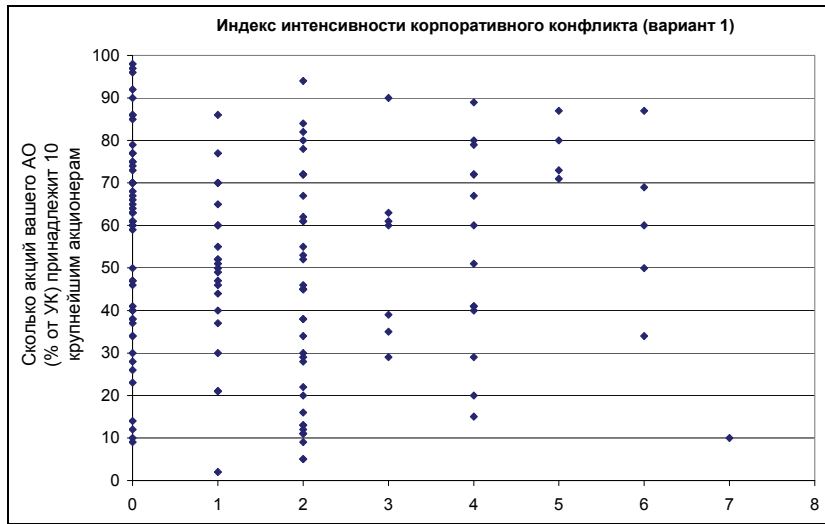


ГРАФИК 4.

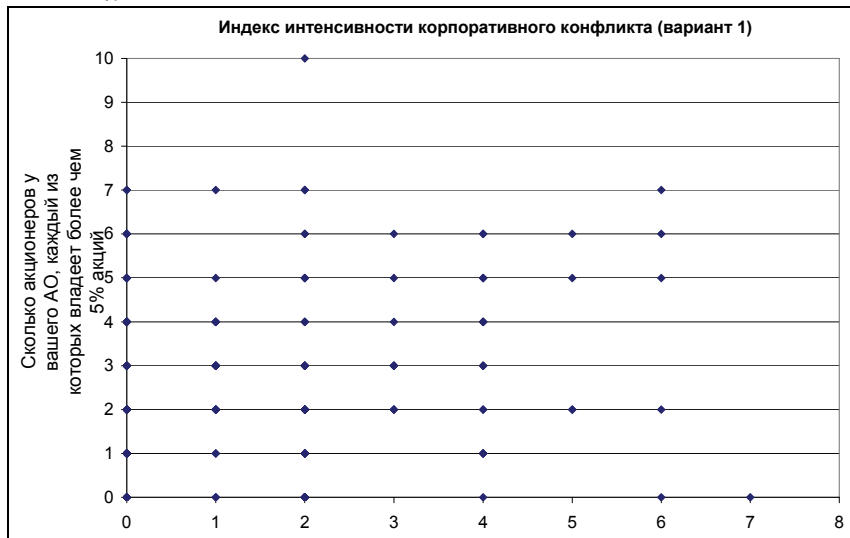


ГРАФИК 5.

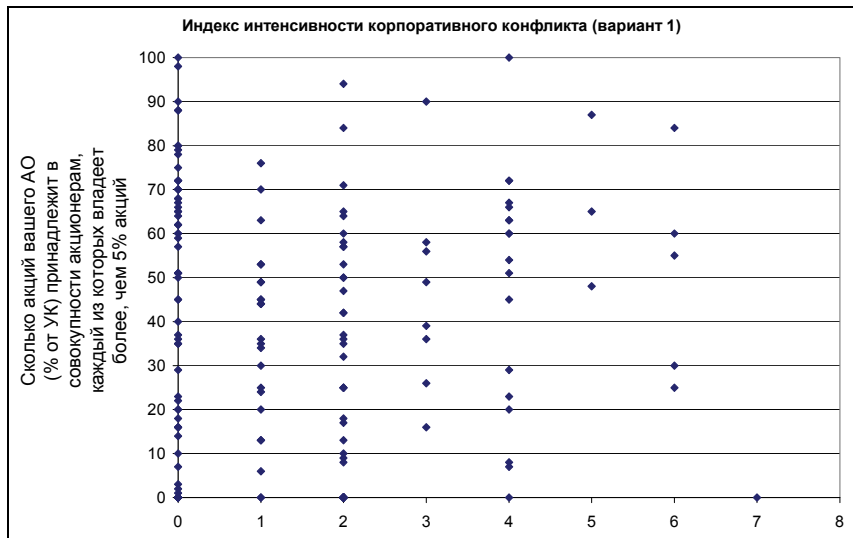


ГРАФИК 6.



ГРАФИК 7.



ГРАФИК 8.



ГРАФИК 9.

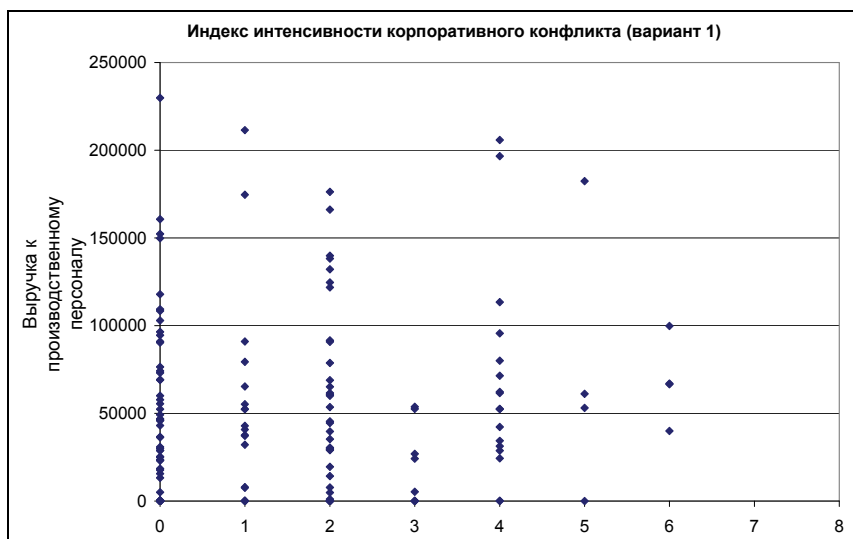
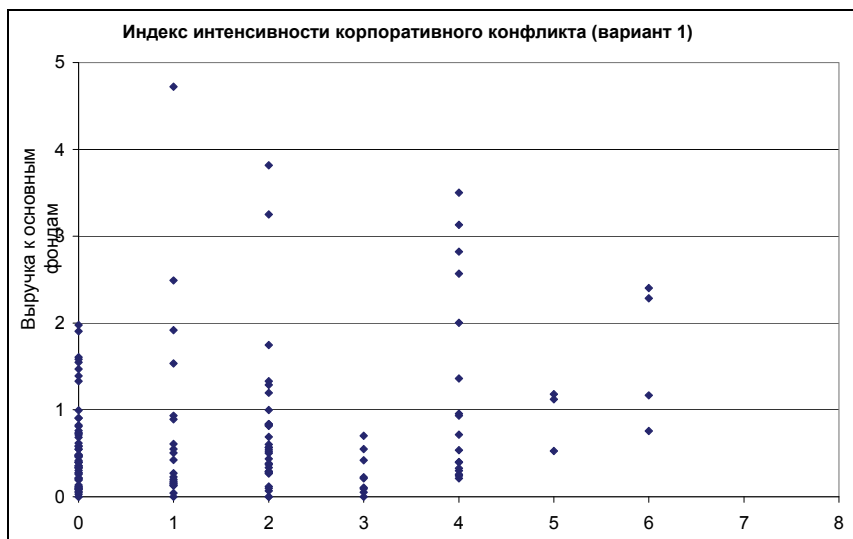


ГРАФИК 10.



Второй вариант индекса интенсивности корпоративного конфликта

ГРАФИК 11.

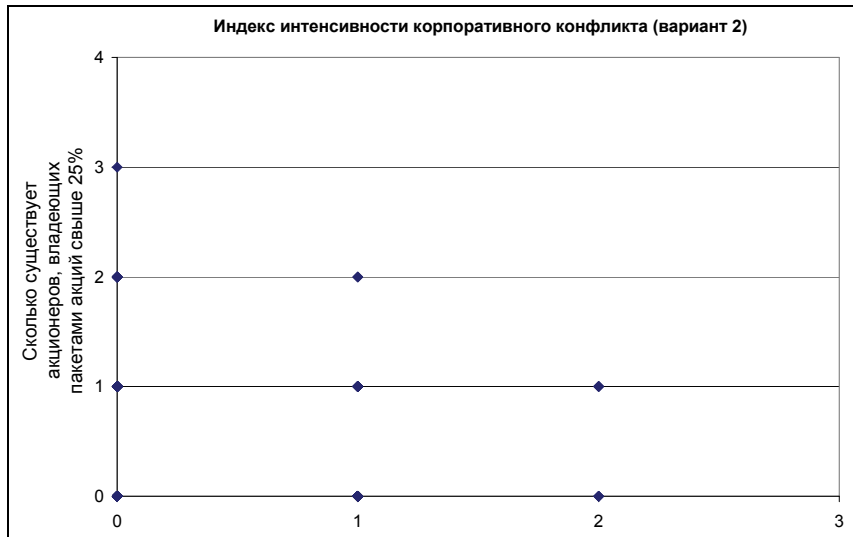


ГРАФИК 12.

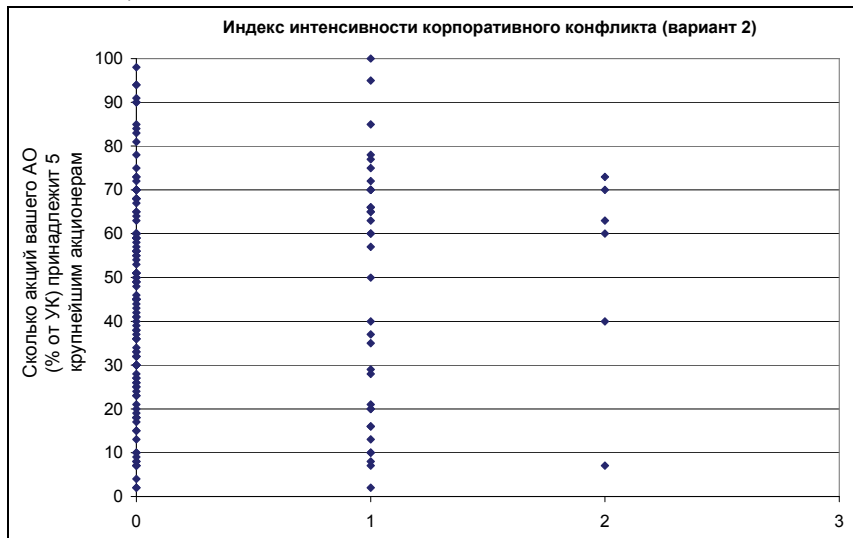


ГРАФИК 13.

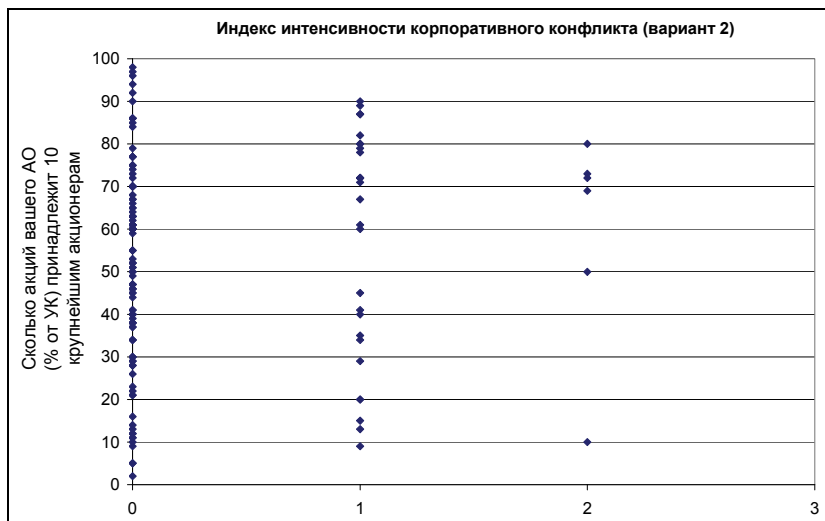


ГРАФИК 14.

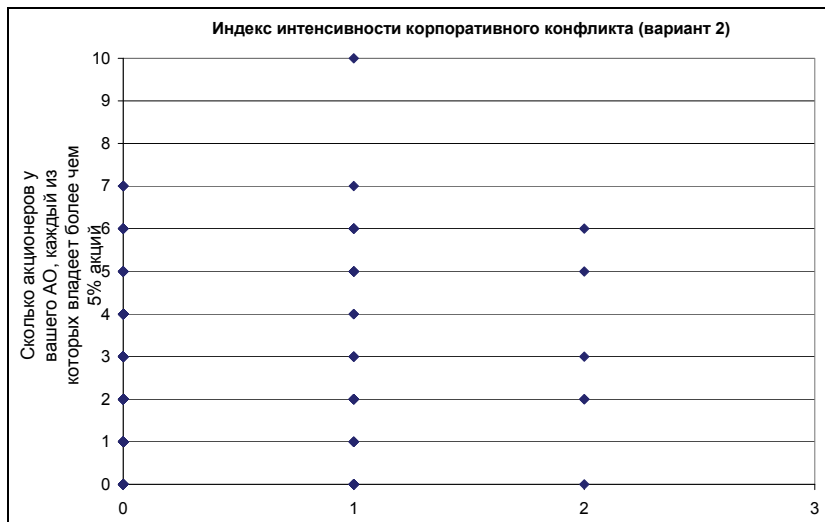


ГРАФИК 15.

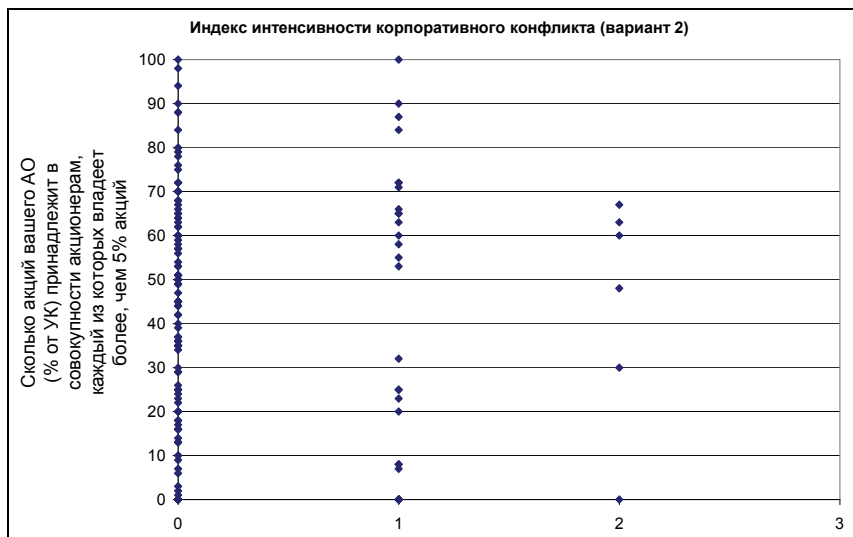


ГРАФИК 16.

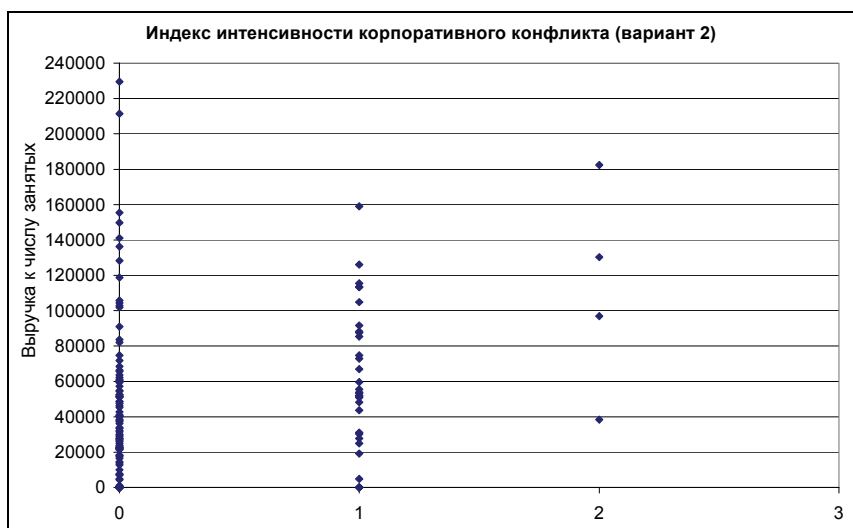


ГРАФИК 17.

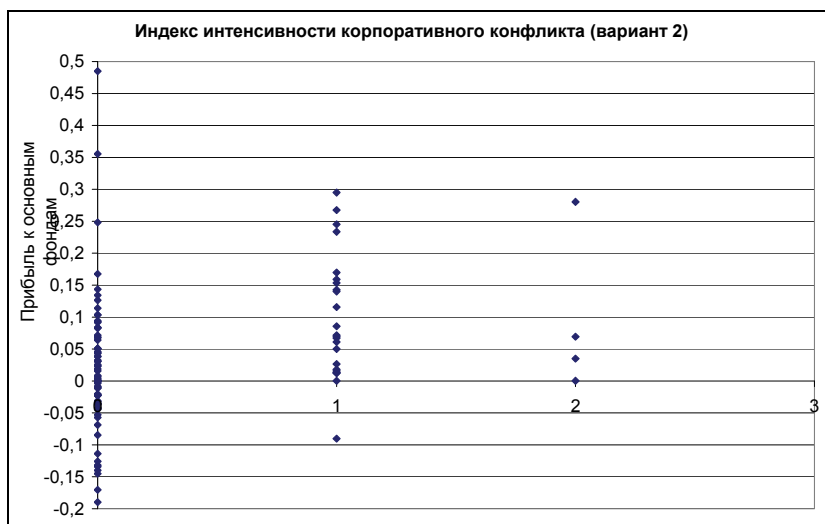


ГРАФИК 18.



ГРАФИК 19.

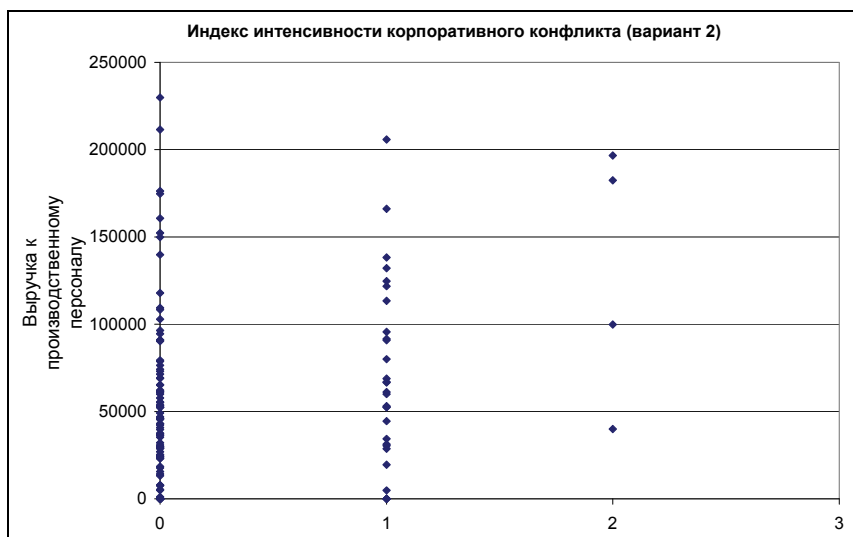


ГРАФИК 20.

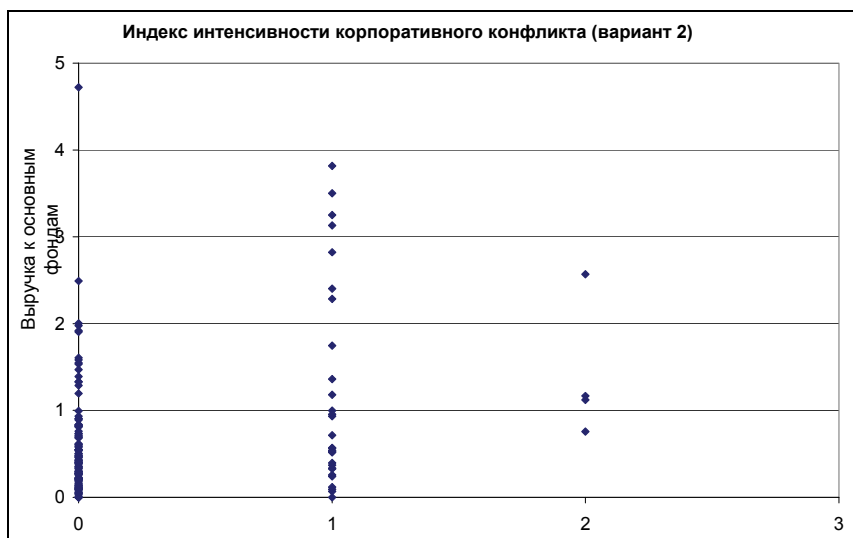


ТАБЛИЦА 1.

Dependent Variable: CCI2
 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: CCI2
 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: CCI2
 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: CCI2
 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: несколько примеров

На стадии статистического анализа данных, полученных по опросам предприятий подтверждена статистическая значимость некоторых гипотез, касающихся влияния доли инсайдеров в структуре акционерного капитала на показатели экономической эффективности корпорации. Безусловно, 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. Тем не менее 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 значи-

тельными 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.

Из эмпирического анализа достаточно крупной выборки 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 анализе преследуются две цели. Во-первых, целесообразно выяснить, какие факторы, за исключением корпоративных, определяли 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, целесообразно 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 %) были рассчитаны следующие аналитические коэффициенты: Оборачиваемость запасов; Рентабельность капитала; Коэффициент текущей ликвидности; Показатель обеспеченности собственными средствами; Налоговая нагрузка (доля налоговых отчислений от выручки).

Ниже приводится 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, сравнивались предприятия, принадлежащие одинаковым отраслям. Для целей настоящего анализа отобраны 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 заготовки сырья.

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	
		01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00
Доля инсайдера	%	3	3	52	52
Доля государства	%	0	0	35	35
Доля 1-го акционера	%	42	42	35	35
Выручка/зан	Тыс. руб.	136	320	140	170
Оборачиваемость запасов	Дни	135	45	132	110
Рентабельность капитала	%	-4,7	5,0	-3,0	1,0
Текущая ликвидность	коэф	0,36	1,04	1,17	1,18
Налоговая нагрузка	%	27	27	28	28
Показатели	Ед. Изм.	Предприятие 03		Предприятие 04	
		01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00
Доля инсайдера	%	20	20	50	45
Доля государства	%	32	32	0	0
Доля 1-го акционера	%	32	32	22	22
Выручка/зан	Тыс. руб.	55	94	26	48
Оборачиваемость запасов	Дни	245	144	85	30
Рентабельность капитала	%	-23	15	7,0	8,0
Текущая ликвидность	коэф	0,77	0,75	1,44	1,6
Налоговая нагрузка	%	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 это 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 (трудоzатраты) 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 пуско-

вую 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.

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	
		01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00
Доля инсайдера	%	18	18	8	8
Доля государства	%	26	26	10	10
Доля 1-го акционера	%	17	17	5	5
Выручка/зан	Тыс. руб.	270	380	230	360
Оборачиваемость запасов	Дни	26	34	33	28
Рентабельность капитала	%	7,0	4,7	10	5,7
Текущая ликвидность	коэф	7,3	1,88	3,7	3,6
Налоговая нагрузка	%	21	21	20	20

Показатели	Ед. Изм.	Предприятие 07		Предприятие 08	
		01.01.99	01.01.00	01.01.99	01.01.00
Доля инсайдера	%	100		52	
Доля государства	%	0		0	
Доля 1-го акционера	%	100		25	
Выручка/зан	Тыс. руб.	1600		1800	
Оборачиваемость запасов	Дни	21		70	
Рентабельность капитала	%	800		-0,05	
Текущая ликвидность	коэф	1,1		1,4	
Налоговая нагрузка	%	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 RC. 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.

Высококонцентрированный 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 RC-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 акционер-

ном 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 квази-монополиста. 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.

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 общестемных 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
Иностранцы	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

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 «Пермэнерго», 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 г.). 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 «Пермэнерго» 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 «Пермэнерго» 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 Пермэнерго	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.

Источники

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

Алехин Б. (1998): Трест на рынке ценных бумаг. – В: Рынок ценных бумаг, 1998, № 8, с.55-60.

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

Блэк Б., Р.Крэкман, А.Тарасова (1997): “Комментарий федерального закона об акционерных обществах”. Рукопись части 1.

Богатых Е. (1996): Гражданское и торговое право. М.

Васильев Д. (2000): Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? М. Институт корпоративного права и управления.

Вишневский А. (1995): Залоговое право. М., БЕК

Волков А., А.Привалов (2000): Ворующие по закону. – Эксперт, 2000, № 7, с. 23-29.

Генкин А.С. (1999): Эффективный трест. Опыт Западной Европы и российская практика. М., АЛЬПИНА

Герцен А.И. (1982): Письма в будущее. М.

Гнедовец Д., Д.Гришанков, Н.Кириченко (1996): Операция Trust. – В : Эксперт, 1996, № 11, с. 30-35.

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.

Долгопятова Т.Г. (2000): Отношения собственности и модели корпоративного контроля в российской промышленности (по материалам эмпирических исследований). ГУ-ВШЭ, научно-исследовательский семинар «Институциональные проблемы российской экономики», 2000, № 3.

- Дробышев П. (1997): Правовое регулирование доверительного управления. – В: Рынок ценных бумаг, 1997, № 22
- ИМЭМО и др. (1999): Защита прав акционеров в российском бизнесе. Материалы конференции. М., октябрь 1999.
- ИЭПП (2000): Российская экономика в 1999 году. Тенденции и перспективы. М.ИЭПП
- ИЭПП (2001): Российская экономика в 2000 году. Тенденции и перспективы. М.ИЭПП
- ИЭПП / ИЕТ (1998): Экономика переходного периода. М.
- Камышанский В.П. (2000): Право собственности: пределы и ограничения. М., ЮНИТИ.
- Капелюшников Р. (1990): Экономическая теория прав собственности. М. ИМЭМО.
- Кирдяшкин Д. (1999): Защита прав и законных интересов владельцев ценных бумаг. – В: Вестник НАУФОР, 1999, № 7, с. 27-29
- Клейнер Г.Б., Тамбовцев В.Л., Качалов Р.М.; под общей редакцией С.А. Панова (1997): Предприятие в нестабильной экономической среде: риски, стратегии, безопасность. М.: Экономика.
- Клепач А., П.Кузнецов, П.Крючкова (1996): “Корпоративное управление в России в 1995-1996 гг.” - В: Вопросы экономики, № 12, с. 73-87.
- Кобринская Л. (1997): “Эмиссионная деятельность акционерных обществ”. - В: Журнал для акционеров, № 11, с. 13-15.
- Конституция Российской Федерации. Принята 12 декабря 1993 года. М., Юристъ, 2000.
- Коуз Р. Фирма, рынок и право. М., Дело, 1993.
- Кузнецов Б.В. и др. (2000): Проблемы собственности и управления в процессах реструктуризации промышленных предприятий России. Аналитический доклад. Бюро экономического анализа. Москва, 2000.
- Кузнецов П., А.Муравьев (2000): Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России. В: Экономический журнал ВШЭ, том 4, № 4.

- Кулагин М.И. (1997): Избранные труды. М.: Статут.
- 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.
- Маттеи У. (1999) "Основные принципы права собственности" М.
- Муравьев А. (2001): Корпоративное управление и результаты деятельности российских приватизированных предприятий. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001
- Неволин К.А. (1857): История Российских гражданских законов. Полн. Собр. Соч., т. 4, часть 2.
- Новопрудский С. (2000): Лакмусовый кусочек. – В: Известия, 2000, 26 июня.
- Основные направления социально-экономической политики Правительства Российской Федерации на долгосрочную перспективу. Проект, Июнь 2000
- Перевалов Ю., И.Гримеди, В.Добродей (1999): Влияет ли приватизация на деятельность предприятий. – В: Вопросы экономики, 1999, № 6, с. 76-89.
- Приоритетные задачи Правительства Российской Федерации на 2000-2001 годы по реализации «Основных направлений социально-экономической политики Правительства Российской Федерации на долгосрочную перспективу. Проект, Июнь 2000
- Путин В.В. (2000): Послание Президента РФ Федеральному Собранию «Государство Россия» (<http://www.kommersant.ru/Docs/putin-plan.htm>)
- Радыгин А. (1999а): Перераспределение прав собственности в постприватизационной России. – В: Вопросы экономики, 1999, № 6, с.54-75.
- Радыгин А. (1999б): 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.

- Радыгин А., В.Гутник, Г.Мальгинов (1995): Структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? - В: Вопросы экономики. N10, с.47-69.
- Радыгин А., И.Сидоров (2000): Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? - В: Вопросы экономики, 2000, № 5, с. 45-61
- Радыгин А., Р.Энтов (1999): Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., ИЭПП, 1999.
- Радыгин А., Энтов Р., Мальгинов Г. и др. (2001): Трансформация отношений собственности: сравнительный анализ российских регионов и общие проблемы становления новой системы прав собственности в России. М., ИЭПП, 2001
- Родригес Луис Валенсия (1992): Право каждого человека владеть имуществом как единолично, так и совместно с другими. ООН, Экономический и социальный совет (49-я Сессия, доклад Комиссии по правам человека, GE.92-14922/22185, E/CN.4/1993/15)
- Серов А. (2000): Итоги национализации. - В: Известия, 2000, 14 июня, с. 5.
- Симачев Ю. (2001): Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001
- Страхова Р. (1999): Принципы корпоративного управления ОЭСР: будут ли они работать в России. Тезисы доклада, семинар ФКЦБ, НАУФОР.
- Суханов Е.А. (1999) "Право собственности и иные вещные права в России" М. ФКЦБ (1996а): "Корпоративное управление в Российской Федерации: 1994-1995". Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Весна 1996.
- ФКЦБ (1996б): "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.

Эпштейн Е. (2000): Дамоклов меч национализации. – В: Финансовая Россия, 2000, № 24

Aghion P., J. Tirole (1997): Formal and Real Authority in Organizations. – “Journal of Political Economy” Vol.105, 1997, pp. 1-29

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

Aghion P., O.Hart, J. Moore. The Economics of Bankruptcy Reform. - "The Journal of Law, Economics and Organizations" Vol.8 1992, pp. 523-546

Aghion P., P. Bolton. An "Incomplete Contracts" Approach to Financial Contracting. - "Review of Economic Studies" 1992 Vol.59, pp.473 - 494

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.

Alchian A., S. Woodward (1987): Reflections on the Theory of the Firm. - "Journal of Institutional and Theoretical Economics" Vol.143 1987, pp. 110 - 136

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

Arrow K. Economic Transition: Speed and Scope. - "Journal of Institutional and Theoretical Economics" Vol. 156 2000, pp. 9 - 18

Arrow K.J. (1974a): The limits of organization. New York, Norton, 1974

Arrow K.J. (1974b): Gifts and Exchanges. – In: Philosophy and Public Affairs. Summer, 1 (4), pp. 343-362

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.

Barclay M., C.Holderness (1989): Private Benefits from Control of Public Corporations. – In: Journal of Financial Economics, 1989, Vol. 25, pp. 371-395

- Barzel Y. *Economic Analysis of Property Rights*. Cambridge University Press 1989
- Becker G. Investment in Human Capital: a Theoretical Analysis. - "Journal of Political Economy" Vol. 70 1962, pp. 9 - 49
- Berger P., E. Ofek, D. Yermack (1997): Managerial Entrenchment and Capital Structure Decision. - "Journal of Finance" 1997, pp. 1411-1428.
- Berle A.A., G.C. Means (1932): *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan.
- Bevan A., S.Estrin, B.Kuznetsov, M.Schaffer, M.Angelucci, J.Fennema, G.Mangiarotti (2001, draft): *The Determinants of Privatised Enterprise Performance in Russia*. Bureau of Economic Analysis, Moscow
- Black B.S., R. Kraakman (1996): "A Self-Enforcing Model of Corporate Law". *Harvard Law Review* 109: 1911-1981.
- Black B.S., R. Kraakman, J. Hay (1996): "Corporate Law from Scratch". In: R. Frydman, Ch.W. Gray, A. Rapaczynski eds., *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, vol. 2: *Insiders and the State* 245-302. Central European University Press.
- Blanchard O., R. Dornbusch, P. Krugman, P. Layard, L. Summers. *Reform in Eastern Europe*. MIT Press 1991.
- 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.
- Bolton P., M. Whinston. *Incomplete Contracts, Vertical Integration and Supply Assurance*. - "Review of Economic Studies" 1993 Vol. 60 №1, pp. 121-148
- 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

- Bromley D. *Environment and the Economy: Property Rights and Public Policy*. Basil Blackwell 1991
- Brown J.D., Earle J.S. (2000): Privatization, competition and transition policy strategies: theory and evidence from Russian enterprise panel data, mimeo, November
- 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 John 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.

Coase R.H. The problem of social costs. Journal of Law and Economics, 1960, Vol. 3, N 1, pp. 1-44

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. Towards a Theory of Property Rights. - "American Economic Review" Vol.57 1967, pp. 347 - 359

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

Dewatripoint M., G. Roland The Design of Reform Packages under Uncertainty. CEPR Discussion Paper № 862. London 1993

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.

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

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): "Worker 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. Ten Years of Transition. EBRD, London.
- Eggertsson T. Economic Behavior and Institutions. Cambridge, 1990.
- Entov R., Radygin A., Sinelnikov S et al. (1999): Present State of the Russian Financial Market and Main Factors of the Integration with International Markets. A Study for the Financial Affairs Division, IET-OECD, Moscow-Paris, 1999
- 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.
- Furuboth E.G., S. Pejovich, Eds. (1974): The Economics of Property Rights. Cambridge

- Gaddy C., Ickes B. Russia's virtual economy. *Foreign Affairs*. v. 77 no5 (Sept/Oct. '98) p. 53 – 67.
- Grossman S., Hart O. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration, *Journal of Political Economy*, 1986, 94, 691-719
- Grossman S., O. Hart One Share – One Vote and the Market for Corporate Control. – In: *Journal for Financial Economics*, Vol.20 (1988), pp.175-202.
- Gustafson T. (1999): *Capitalism Russian-Style*. Cambridge, Cambridge University Press
- Hart O. Different Approaches to Bankruptcy. NBER Working Paper 7921 September 2000
- Hart O.(1995): *Firms, Contracts, and Financial Structure*. Clarendon Press. Oxford. 1995
- Hart O., A. Shleifer, R. Vishny The Proper Scope of Government: Theory and an Application to Prisons. - "Quarterly Journal of Economics" 1997 Vol. 112 № 4, pp. 1127-1161.
- Hart O., J. Moore (1988): *Incomplete Contracts and Renegotiation*. – In: *Econometrica*, 1988, pp.755-786.
- Hart O., Moore J. "Foundations of Incomplete Contracts". NBER Working Paper 6726. September 1998
- Hart O., R. La Porta, F. Lopes de Silanes, J. Moore. A New Bankruptcy Procedure That Uses Multiple Auctions. - "European Economic Review" Vol. 41 1997, pp. 461 - 473 Tornell, Lane, pp. 22 - 46
- Hart O.D. (1995): Corporate governance: some theory and implications. - In: *The Economic Journal*, 1995, Vol. 105, N 430, May, pp. 678-689.
- Hart O., Moore J. (1990): Property Rights and the Nature of Firm. — *Journal of Political Economy*. Vol. 98 (1990), pp. 1119-1158.
- Hendley K., B.W.Ickes, R.Ryterman, P.Murrell (1997): Observations on the Use of Law by Russian Enterprises. – In: *Post-Soviet Affairs*, 13 (1), pp. 19-41
- Hirschman A.O. (1970): *Exit, Voice, and Loyalty: Response to Decline in Firms, Organisations and States.* Cambridge: Harvard University Press.

- 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
- Honore A. (1961): Ownership. – In: Oxford Essays in Jurisprudence. Oxford, 1961, p.107-147
- Jensen M., W. Meckling (1976): Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure. – In: Journal of Financial Economics, 1976, Vol.3, pp. 305-360
- Johnson S., J.McMillan, C.Woodruff (1999a): Contract Enforcement in Transition. – Fifth Nobel Symposium in Economics – The Economics in Transition, Stockholm, September 10-12, 1999, Session 6.
- Johnson S., J.McMillan, C.Woodruff (1999b): Property Rights, Finance and Entrepreneurship. – Fifth Nobel Symposium in Economics – The Economics in Transition, Stockholm, September 10-12, 1999, Session 6.
- Jones D., M. Klinedinst, C. Rock (1998): Productive Efficiency During Transition: Evidence from Bulgarian Panel Data. - <<Journal of Comparative Economics>> 1998, pp. 446-464
- Kay J. The Business of Economics. Oxford University Press 1996
- 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., Ph. Keefer (1995): Institutions and Economic Performance: Cross-Country Tests Using Alternative Institutional Measures. – In: Economics and Politics, November, 7 (3), pp. 207-228
- Knight J., D. North. Explaining the Complexity of Institutional Change. - "The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economics" Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press 1997, pp. 349 - 354
- Kornai J. “The Road to a Free Economy” Norton 1990
- Kuznetsov P., A.Muravyov (1999): Ownership Structure and Firm Performance in Russia (manuscript), EERS, RECEP.

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

La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R.W. Vishny (1998): "Law and Finance".- In: Journal of Political Economy, Dec. 1998, Vol. 106, N 6, pp. 1113-1155

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

Libecap G. Commen. - "Journal of Institutional and Theoretical Economics" 1993 Vol. 149, № 1, pp. 29-35

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

Maskin E., J. Tirole. Unforeseen Contingencies and Incomplete Contracts "Review of Economics Studies" 1998 Vol. 65

Mauro P. (1995): Corruption and Growth.- In: Quarterly Journal of Economics, August, 110 (3), pp. 681-712

McConnel J., H. Servaes (1990): Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value - <<Journal of Financial Economics>> 1990, pp. 595-612

Mill, John Stuart "Principles of Political Economy" ed.by. W. Ashley. New York: A. M. Keller Publishers 1965 [1848]

Monks R., N.Minow (1995): Corporate Governance. Blackwell.

Morck R., A. Shleifer, R. Vishny (1988): Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis.- In: Journal of Financial Economics, 1988, Vol.51, pp.293-315

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

Murrel P. Evolutionary and Radical Approaches to Economic Reform. - <<Economics of Planning>> 1992, pp. 79-95

North D.C. Structure and Change in Economic History. New York, Norton, 1981

- 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. (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
- OECD (1998): Capital Market Development in Transition Economies. Country Experience and Policies for the Future. Paris, OECD.
- OECD (1999a): Working papers, Conference on "Corporate Governance in Russia", OECD in co-operation with USAID and the World Bank, Moscow, 1999, May 31-June 2
- OECD (1999b): Principles of the Corporate Governance. Paris, OECD.
- OECD (2000a): Working papers, 2nd Meeting of the OECD/World Bank Corporate Governance Roundtable for Russia on "Shareholders Rights and Equitable Treatment, Moscow, 2000, 24-25 February
- OECD (2000b): Working papers, Informal Meeting on Investment Policies in the Russian Federation. Paris, OECD, 2000 May 18, CCNM/Russia/IME (2000)
- 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: DAF/DE/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
- Radygin A., R.Entov (1999): Institutional Problems of the Corporate Sector Development: Ownership, Control, Securities Market. Moscow, IET, 1999
- Rajan R., L. Zingales. "Power in a Theory of the Firm" NBER Working Paper №6274 Cambridge, Mass 1997
- Rapaczynski A. The Roles of the State and the Market in the Establishing Property Rights - <<Journal of Economic Perspectives>> 1996, pp. 87-103
- Rodrik D. Institutions and High Quality Growth: What They Are and How to Acquire Them. NBER Working Paper 7540 February 2000
- 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
- Schweizer U. Institutional Choice: A Contract-Theoretical Approach. - " Journal of Institutional and Theoretical Economics" 1993 Vol. 149, № 1, pp. 151-169
- Scully G., Slottje D. Ranking Economic Liberty Across Countries. Public Choice,1991, 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. Government in Transition. - "European Economic Review. Papers and Proceedings" 1997, pp.385-410
- 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
- Stein J. Internal Capital Market and the Competition for Corporate Resources. - "Journal of Finance" Vol. 52 1997, pp. 111 - 133
- Stigler G. The Division of Labor is Limited by the Extent of the Market. - "The Journal of Political Economy" 1951, Vol.59, pp. 185-193
- Stiglitz J. (1999): Whither Reform? Ten Years of Transition. World Bank Annual Conference on Development Economics. Washington, D.C., April 28-30, 1999
- Stiglitz J.E. Whither Socialism?. The MIT Press, Cambridge, Mass., 1994
- Svensson J. (1998): Investment, Property Rights and Political Instability: Theory and Evidence.- In: European Economic Review, 42, pp. 1317-1341
- The Transition in Eastern Europe" ed. by O. Blanchard, K. Froot, J. Sachs Vol.1 Country Studies; Vol.2. Restructuring. University of Chicago Press 1994
- Tirole J. (1999) Corporate Governance. CEPR Discussion Paper № 2086. London, 1999
- Tirole J. (2001) Corporate Governance. – Econometrica, 2001, 61
- Tobin J. (1969): A General Equilibrium Approach to Monetary Theory - <<Journal of Money, Credit and Banking>> 1969, pp.15-29
- Tornell A., P. Lane. Voracity and Growth. - "American Economic Review" Vol. 89 1999, pp.

Torstensson J. Property Rights and Economic Growth: on Empirical Study. *Kyklos*, 1994, Vol. 47, pp. 231-247

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

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

Williamson O. (2000): *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*. — In: *Journal of Economic Literature*, 2000, Vol. XXXVIII, № 3, pp.569-613

Williamson O. *The Evolving Science of Organization*. - " *Journal of Institutional and Theoretical Economics*" 1993 Vol. 149, № 1, pp. 36-63

Williamson O. *The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead*. - " *Journal of Economic Literature*" 2000, Vol. XXXVIII, № 3, pp.569-613

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

Windscheid. *Lehrbuch des Pandectenrechts*.

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 D.C.

Yarrow (1986): *Privatization in theory and practice*. — In: *Economic policy*. - Cambridge University Press.- 1986. - April. P. 324 -356.

Zingales L. In Search of New Foundations. NBER Working Paper 7706 May 2000

ИНСТИТУТ ЭКОНОМИКИ ПЕРЕХОДНОГО ПЕРИОДА

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

- № 35Р Ю.Н. Бобылев «Реформирование налогообложения минерально-сырьевого сектора», 2001.
- № 34Р «Эконометрический анализ динамических рядов основных макроэкономических показателей», 2001.
- № 33Р С. Цухло «Анализ факторов, определяющих реальное финансово-экономическое состояние российских промышленных предприятий», 2001.
- № 32Р С.Жаворонков, В.Мау, Д.Черный, К.Яновский «Дерегулирование российской экономики», 2001.
- № 31Р «Проблемы становления новой институциональной структуры в переходных странах», Сборник статей, 2001.
- № 30Р В.А. Бессонов «Трансформационный спад и структурные изменения в российском промышленном производстве», 2001.
- № 29Р Е.Г.Потапчик, С.К.Салахутдинова, С.В.Шишкин «Бюджетное финансирование федеральных учреждений здравоохранения», 2001.
- № 28Р «Некоторые проблемы денежно-кредитной политики в переходной экономике», Сборник статей, 2001.
- № 27Р С. Дробышевский, А. Золотарева, П. Кадочников, С. Синельников «Перспективы создания стабилизационного фонда в РФ», 2001.
- № 26Р «Посткоммунистическая Россия в контексте мирового социально-экономического развития. Материалы международной конференции», 2001.
- № 25Р С. Шишкин "Реформа финансирования российского здравоохранения", 2000.
- № 24Р "Совершенствование межбюджетных отношений в России", 2000
- № 23Р М. Матовников "Функционирование банковской системы России в условиях макроэкономической нестабильности", 2000.
- № 22Р Эндрю Добсон "Долг и инвестиции для субъектов Российской Федерации", 2000.
- № 21Р Л. Михайлов, Л. Сычева, Е. Тимофеев "Банковский кризис 1998 года в России и его последствия", 2000.
- № 20Р "Некоторые актуальные вопросы аграрной политики в России", 2000.

- № 19Р *"Проблемы налоговой системы России: теория, опыт, реформа"* (в 2-х томах), 2000.
- № 18Р *Материалы научной конференции "Финансовый кризис: причины и последствия"*, 2000.
- № 17Р С. Дробышевский *«Анализ рынка ГКО на основе изучения временной структуры процентных ставок»*, 1999.
- № 16Р *«Государственное регулирование экономики: опыт пяти стран»*, 1999.
- № 15Р *«Некоторые политэкономические проблемы современной России»*, 1999.
- № 14Р С. Дробышевский *«Обзор современной теории временной структуры процентных ставок. Основные гипотезы и модели»*, 1999.
- № 13Р Е. Гайдар *«Наследие социалистической экономики: макро- и микроэкономические последствия мягких бюджетных ограничений»*, 1999.
- № 12Р А. Радыгин, Р. Энтов *«Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг»*, 1999.
- № 11Р *«Реформирование некоторых отраслей социальной сферы России»*, 1999.
- № 10Р *«Коммунистическое правительство в посткоммунистической России: первые итоги и возможные перспективы»*, 1999.
- № 9-1Р В. Мау *"ЭКОНОМИКА И ПРАВО" Конституционные проблемы экономической реформы посткоммунистической России*, 1998.
- № 9Р *«Средний класс в России» Сборник докладов*, 1998.
- № 8Р *«Политические проблемы экономических реформ: сравнительный анализ» Сборник докладов*, 1998.
- № 7Р С.Г. Синельников-Мурылев, А.Б. Золотарева *«Роль Правительства и Парламента в проводимой бюджетной политике в постсоветской России»*, 1998.
- № 6 *«Финансово-экономические проблемы военного строительства и пути их решения»* (Материалы научно-практической конференции), 1998.
- № 5Р А.П. Вавилов, Г.Ю. Трофимов *«Стабилизация и управление государственным долгом России»*, 1997.
- № 4Р *«Либерализация и стабилизация - пять лет спустя» Сборник докладов*, 1997.
- № 3Р *«Пять лет реформ» Сборник статей*, 1997.
- № 2Р *«Посткоммунистическая трансформация: опыт пяти лет» Сборник докладов*, 1996.

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