

# СРАВНИТЕЛЬНЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Андрей Валерьевич Лукашов



Независимый консультант, специалист в области корпоративных финансов, прогнозирования и ценообразования. Окончил Высшую школу бизнеса Чикагского университета со степенью магистра бизнес-административной (MBA) по специализации в аналитических финансах, финансовом менеджменте и маркетинге. Работал в ряде консалтинговых компаний в США и России, консультировал компании Motorola, Sears, United Airlines, Bosch, Associates First Capital, OY Teboil AB, преподавал в ГУ-ВШЭ на факультете менеджмента и др. Автор ряда научных публикаций и семинаров.  
(Москва)

## Аннотация

В настоящее время система корпоративного управления в России находится в стадии становления и отражает черты, присущие моделям акционерного, банковского, семейного и государственного капитализма. Для каждого из соответствующих способов корпоративного управления характерны свои сильные и слабые стороны, а также особенности агентских издержек. Обычно в рамках одной юрисдикции устанавливается доминирование какого-либо одного способа. Это позволяет на законодательном уровне компенсировать его недостатки и характерные агентские издержки. Однако параллельное существование в рамках одной юрисдикции совершенно противоположных типов управления может привести к снижению эффективности законодательного регулирования системы корпоративного управления. В статье описываются три основных типа корпоративного управления, а также указывается на потенциальные противоречия между ними и возможные последствия.

## Модели капитализма и типы корпоративного управления

Согласно стандартному определению, корпоративное управление — это выбранный компанией способ самоуправления, который должен обеспечивать защиту прав финансово заинтересованных лиц, к которым относятся акционеры, сотрудники и кредиторы [1]. С теоретической точки зрения, это комплексная система внутренних и внешних механизмов, которая направлена на оптимизацию структуры агентских отношений с целью осуществления справедливого баланса интересов различных владельцев капитала, эффективного инвестиционного процесса и роста стоимости компании [2]. Однако при сравнительном анализе различных типов корпоративного управления оно часто понимается более широко, как правила распределения капитала внутри фирм и между ними. Системой корпоративного управления устанавливается: кому доверено и с помощью каких институтов организовано управление распределением и использованием капитала в обществе [3], кто инвестирует в корпорации, какой тип инвестиций они делают и как распределяется прибыль от этих инвестиций [4]. В разных странах существуют различные способы корпоративного управления и, соответственно, разные пути аккумуляции и распределения капитала, которые во многом определяются моделью капитализма, получающей преобладающее развитие. Исследователи выделяют следующие «модели» капитализма и соответствующие им типы корпоративного управления [3].

*Акционерный капитализм (Shareholder Capitalism).* В наиболее чистом виде акционерный капитализм развит в США и Великобритании. Население осуществляет сбережения путем инвестирования в корпоративные акции и облигации. Фирмы продают инвесторам ценные бумаги и на вырученные средства строят заводы, покупают оборудование и развивают технологии. Чтобы инвесторы купили ценные бумаги, они должны верить, что фирма управляется эффективно и честно. В этих странах корпоративное управление находится в руках генеральных директоров (СЕО) и других профессиональных менеджеров. Инвесторы коллективно осуществляют мониторинг управления, а цена акций отражает их консенсус относительно его качества. Однако данная система имеет свои издержки. Мониторинг качества корпоративного управления каждой фирмы требует значительных ресурсов в масштабах всей экономики. Биржи и законодательство страны помогают снизить их для инвесторов, требуя, чтобы фирмы в обязательном порядке раскрывали финансовую информацию, и запрещая менеджерам манипулировать акциями своих компаний. Акционеры могут привлекать к судебной ответственности менеджеров, которые нарушают эти

нормы. В случае, если менеджеры не выполняют своих обязанностей, акционеры-рейдеры, приобретая значительный пакет акций компании, могут переизбрать совет директоров и поменять руководство.

*Семейный капитализм (Family Capitalism)* и семейные бизнес-группы. Этот способ корпоративного управления имеет давние исторические традиции и является самым распространенным в мире. Он преобладает во многих странах Азии и Латинской Америки, а также широко представлен в таких развитых государствах, как Италия, Швеция, Канада, Франция. При этой модели капитализма управление крупнейшими корпорациями доверено членам нескольких богатейших семей страны. Капитал аккумулируется и распределяется по семейным каналам. В стране с функционирующим фондовым рынком семейные фирмы могут составлять его значительную часть, однако контроль над такими бизнес-группами всегда остается в руках членов семьи.

*Банковский капитализм (Bank Capitalism)*. В данной системе население осуществляет сбережения посредством банковских депозитов. Затем банки выдают кредиты компаниям на развитие их бизнеса. Банки также могут инвестировать в компании посредством прямой покупки их акций и облигаций. При такой модели капитализма мониторинг корпоративного управления в компаниях осуществляется представителями банка. Если банкиры не удовлетворены качеством управления, они могут отказать компании в кредите и лишить ее доступа к капиталу. При правильных решениях банкиров система характеризуется эффективным распределением капитала. Однако если несколько ключевых банков сами страдают от плохого корпоративного управления, то негативные последствия для всей экономики могут быть весьма серьезными. Банковский капитализм обеспечил быстрые темпы роста в послевоенной Германии и Японии.

*Государственный капитализм (State Capitalism)*. При данной системе население осуществляет сбережения посредством уплаты налогов, а капитал для развития бизнеса предоставляет государство. Сотрудники государственного аппарата контролируют руководство корпораций. В качестве примера можно привести фашистские режимы в Германии, Италии, милитаристский режим в Японии. Более демократичные варианты государственного капитализма сыграли значительную роль в промышленном развитии Канады, Индии, Японии. Если государственные чиновники являются честными и компетентными, они могут способствовать оптимальному принятию решений корпорациями. Однако если чиновники обладают недостаточными способностями и знаниями или принимают решения в интересах отдельных групп, то это может вызывать значительные отклонения от корректного управления в корпорациях.

Для каждого типа корпоративного управления характерна своя форма агентских издержек. Они возникают, когда права собственности в корпорации отделяются от прав контроля. Права собственности выражаются в участии в акционерном капитале корпорации и проявляются в правах на денежные потоки, генерируемые корпорацией. Права контроля проявляются в реальном управлении корпорацией и участии в принятии основных корпоративных решений. Хотя в любой стране одновременно существуют разные способы корпоративного управления, в рамках одной юрисдикции чаще всего устанавливается преобладание какого-либо одного.

### Акционерный капитализм и американская форма корпоративного управления

Американские корпорации имеют, как правило, одноуровневую структуру собственности. Рассмотрим в качестве примера типичную американскую корпорацию Minnesota Mining and Manufacturing Company (3M), структура собственности и контроля которой приведена на рис. 1. Компания имеет 390 млн акций, 99% которых принадлежат акционерам, приобретшим их на публичном фондовом рынке. Акционерами компании являются как отдельные лица, так и инвестиционные фонды. Примерно 1,5 млн акций, или менее 1%, принадлежат инсайдерам компании — менеджерам и членам совета директоров. Самым крупным акционером

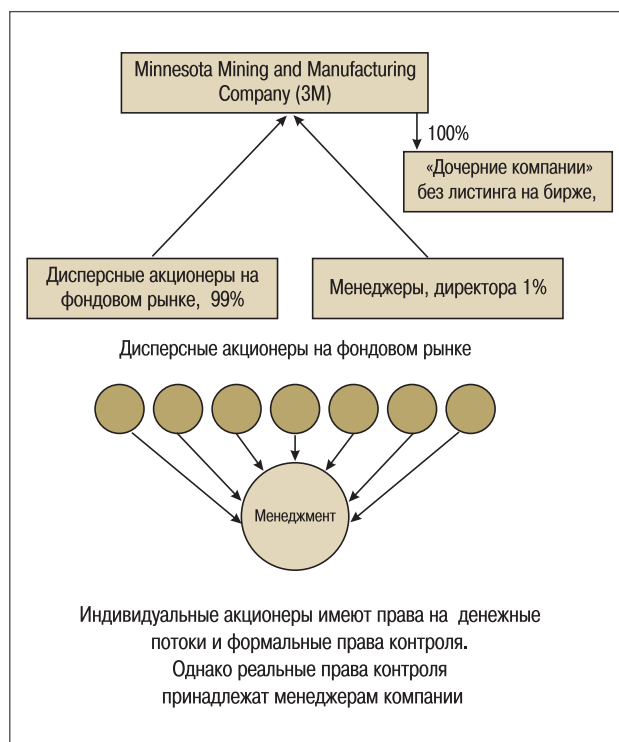


Рис. 1. Структура типичной американской корпорации

является инвестиционная компания, которая владеет 30 млн, или 7,7% всех акций. Только она имеет достаточно крупный пакет акций для обязательной регистрации в Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC). Семь основателей не играют никакой роли в управлении компанией, а принадлежащая им доля акций настолько мала, что не требует регистрации в SEC. Бизнес-групп практически нет. Фирмы, прошедшие листинг на бирже, как правило, не владеют на постоянной основе акциями других фирм, имеющих листинг на бирже.

Компания финансируется многочисленными акционерами, а управляется профессиональными менеджерами. Согласно американской модели, корпоративное устройство является экономически эффективным, если оно генерирует максимально возможную прибыль для всех финансово заинтересованных лиц: акционеров, кредиторов, сотрудников, клиентов, налоговых органов, а также людей, чье положение может быть затронуто деятельностью корпорации [5]. Однако поскольку контракты корпорации со всеми финансово заинтересованными сторонами, кроме акционеров, являются четко определенными и юридически зафиксированными, то эффективность корпоративного устройства оценивается по максимизации акционерной стоимости корпорации.

#### Агентские издержки и методы их сокращения

Основной источник проблем корпоративного управления в американской модели — дисперсное (раздробленное) владение акциями<sup>1</sup>. Предполагается, что менеджеры (агенты) должны действовать в интересах собственников-акционеров фирмы. Но поскольку акционеры являются дисперсными, т. е. каждый владеет только небольшим пакетом акций, то у них нет достаточной мотивации для активного участия в контроле над менеджерами. Поэтому реальный контроль над корпорацией сосредотачивается в руках менеджеров, которые начинают действовать в собственных интересах. В этом случае считается, что фирма имеет агентские издержки. Это снижает мотивацию инвесторов делать вложения, что ограничивает деятельность фирмы и приводит к значительному удорожанию стоимости капитала. Существуют пять основных способов решения проблемы дисперсных акционеров и связанных с этим агентских издержек.

<sup>1</sup> Существует, по крайней мере, три веские причины для существования дисперсного владения акциями. Во-первых, капитал индивидуальных инвесторов недостаточен для необходимых инвестиций в крупные проекты. Во-вторых, даже если некоторые инвесторы имеют необходимый капитал, они стремятся диверсифицировать свои риски, ограничивая объем инвестиций в отдельную фирму. Третьей причиной является стремление инвесторов поддерживать ликвидность инвестиций — крупный блок акций, как правило, труднее продать на вторичном рынке.

*Совмещение интересов менеджеров и акционеров путем разработки мотивационных контрактов для менеджеров и получения ими пакетов акций.* Этот способ заключается в структурировании оплаты топ-менеджеров таким образом, чтобы их интересы совпадали с интересами акционеров. Чаще всего оплата топ-менеджера состоит из трех частей: базовая зарплата, бонус, связанный с краткосрочными результатами деятельности компании (по результатам годовой финансовой отчетности), и опционы, чья стоимость определяется долгосрочной эффективностью компании. Помимо этого, топ-менеджеры получают в собственность пакет акций компании.

Считается, что стоимость фирмы должна повышаться по мере увеличения доли акций в собственности менеджеров, т. к. они начинают уделять этому больше внимания. Однако, как показали многочисленные исследования, рост стоимости фирмы происходит, только если топ-менеджеры владеют незначительным количеством акций. При дальнейшем увеличении пакета акций происходит так называемый эффект «окапывания», т. е. менеджеры начинают чувствовать себя защищенными от давления со стороны других акционеров.

*Мониторинг топ-менеджеров независимым от них советом директоров.* Другим способом решения проблемы дисперсного владения акциями является формирование совета директоров, который представляет интересы акционеров и которому подотчетны топ-менеджеры. Наличие совета директоров является обязательным для регистрации компании в корпоративной форме, а наличие независимых директоров — необходимым условием листинга компании на бирже. Акционеры делегируют свои права совету директоров, который осуществляет контроль над корпорацией. Совет директоров отвечает за выбор и назначение генерального директора, разрабатывает компенсационные контракты для топ-менеджеров и может сместить тех, кто не справляется со своими обязанностями.

*Механизм враждебного поглощения.* В случае если деятельность совета директоров по контролю над компанией неудовлетворительна или он начинает действовать в интересах не акционеров фирмы, а ее менеджеров, то может применяться один из наиболее радикальных механизмов дисциплинирования и замены руководства компании — механизм враждебного поглощения. Поскольку он связан со значительными издержками, то даже в США и Великобритании он используется сравнительно редко и практически не используется в других странах. В этом случае корпоративный рейдер делает акционерам фирмы предложение скупить акции по тендерной цене. Поглощение считается успешным, если рейдер сумеет купить более 50% голосующих акций фирмы, что позволяет ему сместить совет директоров и назначить новое руководство. Этот механизм предполагает временную

концентрацию собственности и замену неэффективного менеджмента компании. Как правило, после смены руководства и реструктуризации акции опять поступают на фондовый рынок и переходят в дисперсное владение.

*Активизм<sup>2</sup> институциональных инвесторов.* Меньше радикальным способом воздействия на совет директоров является активизм институциональных инвесторов. В последнее время резко повысилось значение институциональных инвесторов (паевых и пенсионных фондов, страховых компаний) в системе корпоративного управления всех стран. Институциональные инвесторы имеют в своем управлении около 60% всего акционерного капитала в странах ОЭСР, где сложилось сообщество институциональных акционеров, способных реально влиять на корпоративное управление и формулировать программу его реформирования. Например, один из крупнейших пенсионных фондов США CALPERS (пенсионный фонд государственных служащих штата Калифорнии) разработал детальную процедуру оценки деятельности совета директоров. Эта процедура применяется ко всем компаниям, в которые инвестирует пенсионный фонд [6].

*Корпоративное законодательство.* Для того чтобы разрешить проблемы, вызываемые агентскими издержками, в США и Великобритании было разработано специальное корпоративное законодательство. Фидуциарные обязанности топ-менеджеров четко определены, и в случае их нарушения акционеры могут возбудить судебный иск для компенсации причиненного им ущерба или для блокирования решений топ-менеджеров, ущемляющих их интересы.

### Отсутствие бизнес-групп

Одной из отличительных особенностей современного американского корпоративного управления является практически полное отсутствие бизнес-групп. Иногда это объясняют особыми чертами американского (или даже англосаксонского) обычного права. Однако изучение истории корпоративного управления в США показывает, что в своем развитии американская система прошла через этапы как семейного, так и банковского капитализма [7]. Многоуровневые корпоративные структуры появились в США во второй половине XIX в. и получили значительное распространение в начале XX в. Многие из них имели до десяти уровней и включали десятки и сотни компаний. В качестве примера можно привести семейные империи Рокфеллеров, Вандербильтов и Гоулдов, организованные в виде холдинговых компаний (трастов), в которых члены семьи контролировали фирму, владеющую контрольными блоками акций других

компаний, которые, в свою очередь, также владели блоками акций в компаниях более низкого уровня и т. д. В начале XX в. Банк Моргана и еще несколько менее крупных инвестиционных банков (J.P. Morgan; Kuhn, Loeb, Kidder and Peabody; Lee, Hugginson) не только полностью контролировали выпуск ценных бумаг в стране, но и принимали значительное участие в деятельности многих американских корпораций<sup>3</sup>. Однако уже в 1928 г. Федеральная комиссия по торговле (Federal Trade Commission) подготовила критический отчет о деятельности бизнес-групп, обвинив их в монополизме и плохом корпоративном управлении. В отчете говорилось, что пирамидальные бизнес-группы являются угрозой как для инвесторов, так и для потребителей [8]. В период краха фондового рынка 1929 г. многие бизнес-группы объявили дефолт по долгам, что еще больше укрепило негативное отношение американского общества к пирамидальным бизнес-структурам.

В 1935 г. президент США Франклин Д. Рузвельт призвал к полной ликвидации бизнес-групп и холдинговых компаний посредством реформы корпоративного налогообложения. Основное обвинение в адрес бизнес-групп состояло в том, что сложная структура группы позволяла компаниям уходить от уплаты налогов с помощью трансфертного ценообразования, перекрестного финансирования, взаимного страхования и перемещения прибылей внутри бизнес-структур. Поскольку налоговые органы оказались не в состоянии противодействовать изощренным стратегиям ухода от налогов, то администрация Рузвельта приняла решение раздробить бизнес-группы. Президент предложил внести три изменения в систему корпоративного налогообложения:

— обложить налогом внутрикорпоративные дивиденды (т. е. дивиденды, которые компании нижних уровней выплачивали компаниям верхних уровней);

— запретить бизнес-группам предоставлять в налоговые органы единую консолидированную налоговую декларацию. Взамен этого ввести отдельную налоговую декларацию для каждой компании, входящей в бизнес-группу;

— для облегчения ликвидации контролируемых дочерних компаний снизить налогообложение капитальных прибылей, которые могут образоваться у материнской компании после ликвидации «дочки».

В 1936 г. Конгресс принял закон, по которому внутрикорпоративные дивиденды были обложены налогом на уровне 7% [8]. До этого с них вообще не взимались налоги. Таким образом, если корпоративная ставка налога составляет 35%, а индивидуальная — 15%, то дивиденды, выплачиваемые

<sup>2</sup> Под активизмом понимается активное участие инвесторов в корпоративном управлении.

<sup>3</sup> Например, в 1907 г. помощник Моргана Джордж Бейкер заставил компанию AT&T полностью поменять свою бизнес-стратегию и сменить президента компании.

корпорацией напрямую физическому лицу, облагались совокупным налогом по ставке

$$1 - (1 - 0,35) \times (1 - 0,15) = 44,74\%.$$

В то же время, если этот дивиденд передавался через пять уровней корпоративной пирамиды, то совокупная ставка налога составляла

$$1 - (1 - 0,35) \times (1 - 0,07)^5 \times (1 - 0,15) = 61,6\%.$$

Это давало дополнительный налог в 16,8% на дивиденды для владельца бизнес-пирамиды. Чем больше уровней в бизнес-пирамиде, тем выше становился совокупный налог на дивиденды, выплачиваемые внутри бизнес-структуры. Надо сказать, что внутрикорпоративное налогообложение дивидендов действует в США до сих пор, хотя уже давно утратило свое первоначальное значение. В 2003 г. Конгресс отверг предложение администрации Д. Буша отменить его.

Для того чтобы ускорить разрушение бизнес-групп, принятый в 1935 г. Закон о доходах (1935 Revenue Act) отменил налог на капитальные прибыли, возникающие в результате ликвидации дочерних компаний. Это позволило корпорациям включить свои дочерние подразделения в корпоративные структуры без дополнительного налога на капитальные прибыли, образуемые при прекращении деятельности компаний на нижних уровнях пирамид.

Наконец, последним актом был Закон 1935 г. о холдинговых компаниях в сфере коммунального хозяйства (Public Utilities Holding Company Act of 1935), который вводил федеральное регулирование для всех компаний в этой сфере и запрещал холдингам иметь более двух уровней.

В результате налоговых реформ, проведенных администрацией Рузвельта, в 1936 г. началась массовая самоликвидация дочерних компаний в бизнес-группах. Последние реорганизовывались в компании с прозрачной структурой собственности одного уровня. Одновременно в 1933 и 1934 гг. была осуществлена реформа рынков ценных бумаг и банковская реформа. Банкам было запрещено владеть более чем 5% голосующих акций других компаний. Все эти меры привели к формированию американского типа корпоративного управления.

## Семейные бизнес-группы и семейная система корпоративного управления

Во многих странах превалирует модель семейного капитализма с присущими ей формами корпоративного управления. Семейный капитализм во многом является полной противоположностью акционерного<sup>4</sup>. В качестве примера можно привести семейную бизнес-группу династии Валленбергов в Швеции,

<sup>4</sup> Надо отметить, что под семейным капитализмом исследователи понимают не просто мелкий и средний семейный бизнес, а доминирование в экономике страны крупных бизнес-групп, контролируемых по семейному признаку.

состоящую из компаний, которые представляют более 43% капитализации Стокгольмской биржи. Другими известными примерами являются бизнес-группы династии Бронфманов в Канаде, Оппенгеймеров в Южной Африке и группа Ли Кай Ши, контролирующая значительную часть экономики Тайваня. Как правило, семейная холдинговая компания имеет структуру пирамиды. Миноритарные акционеры привлекаются для получения дополнительного капитала, если это необходимо семейной бизнес-группе, но они обычно не получают большинства голосов ни в одной из фирм. Хотя семья объединяет капитал с другими инвесторами и разделяет с ними риски, контроль над бизнесом полностью принадлежит ей. Основными инструментами, с помощью которых устанавливается контроль над компаниями, входящими в семейную бизнес-группу, являются: пирамидальное строение группы, использование двойного класса акций и перекрестное владение акциями.

### Бизнес-пирамиды

Пирамидальное строение бизнеса лежит в основе большинства семейных бизнес-групп (рис. 2).

Семья полностью контролирует фамильную фирму, которая, в свою очередь, контролирует компанию А, владея 51% ее акций. В фирме Б семья получает 25,5% прав на денежные потоки, но полностью контролирует ее деятельность через компанию А, владеющую 51% голосов фирмы Б. Через организацию Б семья осуществляет контроль над фирмой В, владея правами только на 12,75% ее прибыли. На каждом последующем уровне пирамиды доля семьи в правах на прибыли уменьшается наполовину, и на уровне фирмы Д на долю семьи приходится менее 4% прав на денежные потоки при сохранении полного контроля. Миноритарные акционеры бизнес-группы владеют более 96% акционерного капитала фирмы Д, но не имеют контроля над этой фирмой. Пирамидальное строение бизнес-группы позволяет владельцам семейной фирмы контролировать ресурсы, гораздо более крупные, чем реальная собственность семьи. Например, каждая фирма в бизнес-пирамиде владеет реальными активами на \$1 млн плюс 51% капитала двух компаний, находящихся на более низком уровне. Компании на самом нижнем уровне владеют только реальными активами на \$1 млн, тогда фирма на предыдущем уровне имеет стоимость \$1 млн + 2 x 0,51 x \$1 млн = \$2,02 млн. Фирмы на более высоких уровнях имеют активы стоимостью соответственно \$3,06, \$4,12, \$5,20 и \$6,31 млн. Всего в данной пирамиде 126 фирм, владеющих реальными активами на \$126 млн. Однако для контроля всего холдинга семье необходимо иметь только 51% (\$6,43 млн) акционерного капитала двух фирм самого высокого уровня.

В качестве примера можно привести крупнейшую в Канаде семейную бизнес-группу Hees-Edper

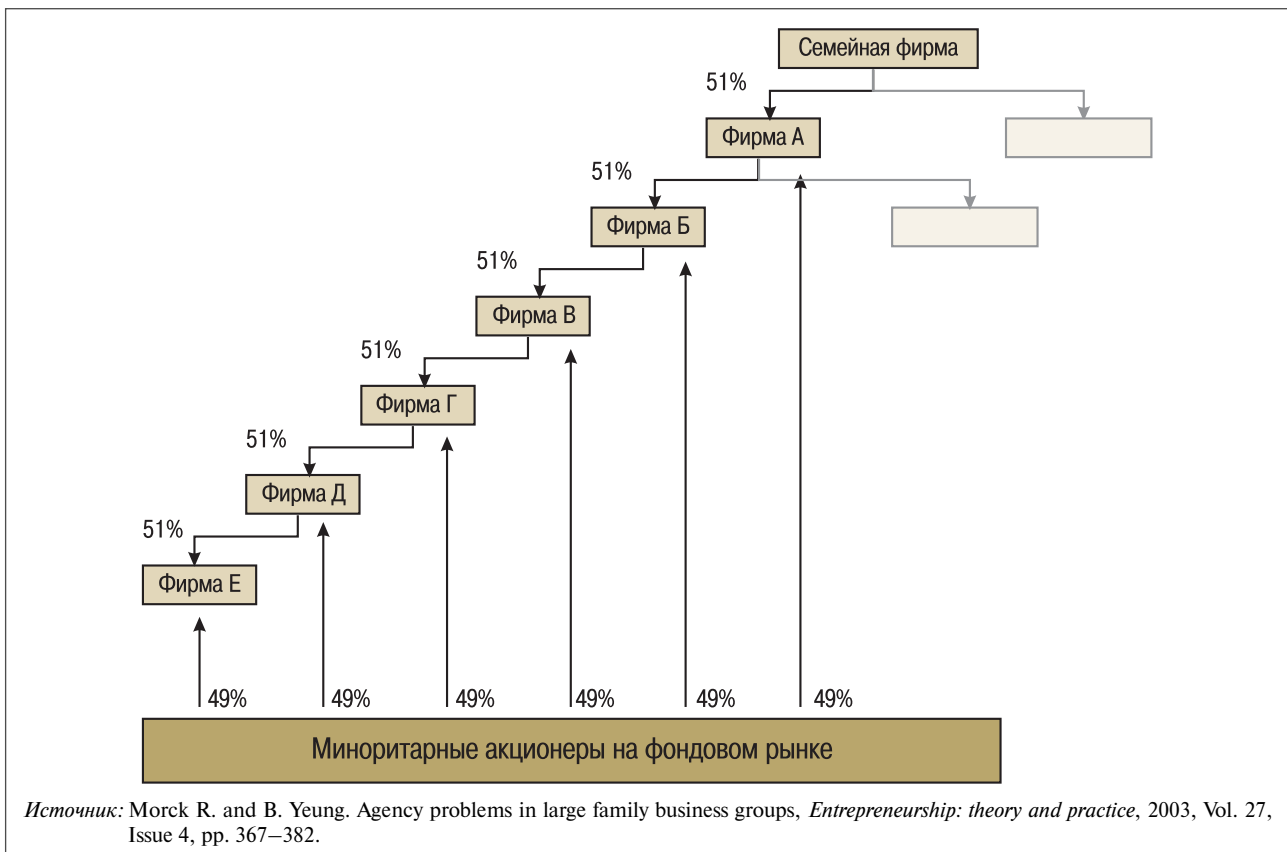


Рис. 2. Пирамидальное построение бизнес-группы

Group [9]. Группа состоит из шестнадцати уровней и более 300 компаний. На рис. 3 показана структура только одной, торонтской, ветви данной группы.

#### Классы акций с различными правами голосования

Часто семейные бизнес-группы осуществляют контроль над компаниями путем эмиссии нескольких классов акций с неравными правами голосования. Как правило, для обращения на бирже размещаются акции с меньшим количеством голосов на акцию, а в собственности семейной группы остаются акции, дающие права на их большее число, — наиболее часто соответственно один и десять голосов на акцию. Если оба класса акций дают право на один голос, то акции, принадлежащие семье, имеют специальные преимущества, например инсайдеры получают исключительное право выбирать большинство членов совета директоров. Двойные классы акций позволяют контролировать компании, не имея права собственности на мажоритарную долю денежных потоков корпорации. Приведем в качестве примера компанию Realia, входящую в семейную бизнес-группу Нордстромов (Швеция) [9] (рис. 4). Все компании в группе имеют два класса акций. Акции класса А дают право на один голос, а акции класса В — на 0,1 голоса при одинаковой номинальной стоимости. Realia имеет 2 млн 461 тыс. акций класса А, благодаря чему располагает 5,8% акционерного капитала компании и

38,09% всех голосов, и 42 млн 922 тыс. акций класса В, которые дают право на 94,2% капитала и 61,91% голосов.

Компания Realia имеет трех прямых акционеров: Columna Fastingheter, Lingfield Investment и Ericsson Family. Columna владеет 1,933 млн акций класса А и 14,007 млн акций класса В, что ей дает 35% прав на денежные потоки и 48,1% голосов Realia. Второй акционер имеет только 6,259 млн акций класса В, что составляет 13,7% прав на денежные потоки и 9% прав контроля (права голоса). Семья Эрикссонов располагает 1,5% прав собственности и 8,7% прав контроля над корпорацией.

Надо сказать, что двойные классы акций традиционно популярны среди семейных бизнес-групп Швеции и Южной Африки (династии Валленбергов и Оппенгеймеров). Структура бизнес-группы Валленбергов представлена на рис. 5. Семейный траст вместе с аффилированными компаниями контролирует 65% голосов и 43% акционерного капитала основной холдинговой компании Investor. В свою очередь Investor контролирует многочисленные производственные компании. Например, Investor владеет 94% голосов и 6% акционерного капитала в компании Electrolux, а также 39% голосов и 4% акционерного капитала в компании Ericsson Telefon.

Часто для усиления контроля над корпорациями двойной класс акций комбинируется с пирамидальным построением бизнес-группы [10]. В этом

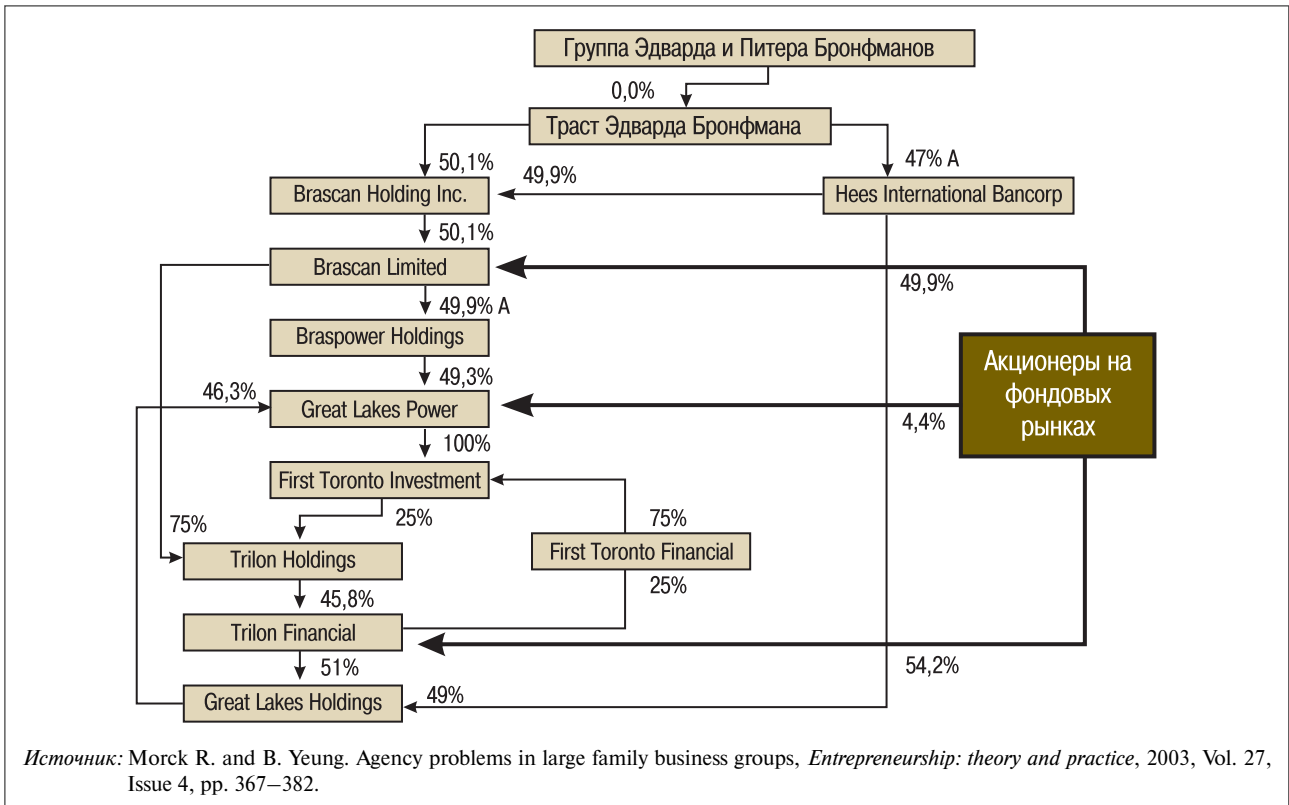


Рис. 3. Структура торонтской ветви крупнейшей семейной бизнес-группы Канады

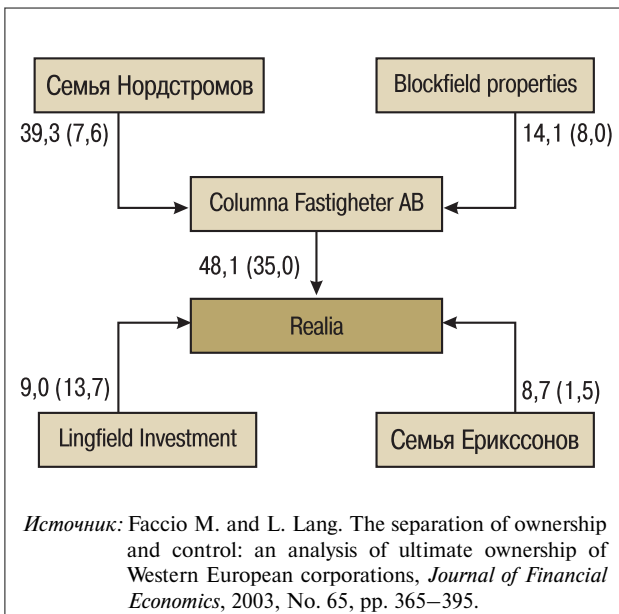


Рис. 4. Соотношение долей контроля и собственности (в скобках) при наличии двойного класса акций

случае достигается более значительное разделение прав контроля и прав собственности. Рис. 6 иллюстрирует применение такой схемы контроля над компанией Unicem, входящей в крупнейшую в Италии семейную бизнес-группу Agnelli.

Компания Unicem имеет двух прямых акционеров: фирмы IFI и Ifil. В свою очередь, Ifil контролируется IFI (напрямую и опосредовано через Carfin), а IFI контролируется Giovanni Agnelli & Co, которая находится в полной собственности семьи Agnelli.

В конечном счете, семье Agnelli принадлежит 47,6% прав контроля и 9,04% прав собственности на компанию Unicem.

**Перекрестное владение акциями**

При перекрестном владении акциями компании объединены в горизонтальную структуру, которая обеспечивает контроль основного владельца [11]. В отличие от вертикальной (пирамидальной) структуры, контрольные права на группу рассредоточены по всей группе, а не сконцентрированы в одной компании верхнего уровня. Рассмотрим группу из n компаний с перекрестным владением акций. Обозначим как  $S_{ij}$  долю акций компании i, принадлежащих компании j, а как  $S_i$  долю акций компании i, принадлежащих основному собственнику группы. Если для каждой компании i выполняется условие:

$$S_i + \sum_{j=1}^n S_{ij} > \frac{1}{2},$$

то основной собственник полностью контролирует все n компаний. При этом он сам может иметь только малую часть акционерного капитала фирм (прав на их денежные потоки), сохраняя полный контроль над ними.

В качестве иллюстрации рассмотрим две компании с симметричным перекрестным владением акциями, т. е. каждая компания владеет долей h в акционерном капитале другой компании. Одновременно основной собственник напрямую владеет такой долей s в акционерном капитале каждой

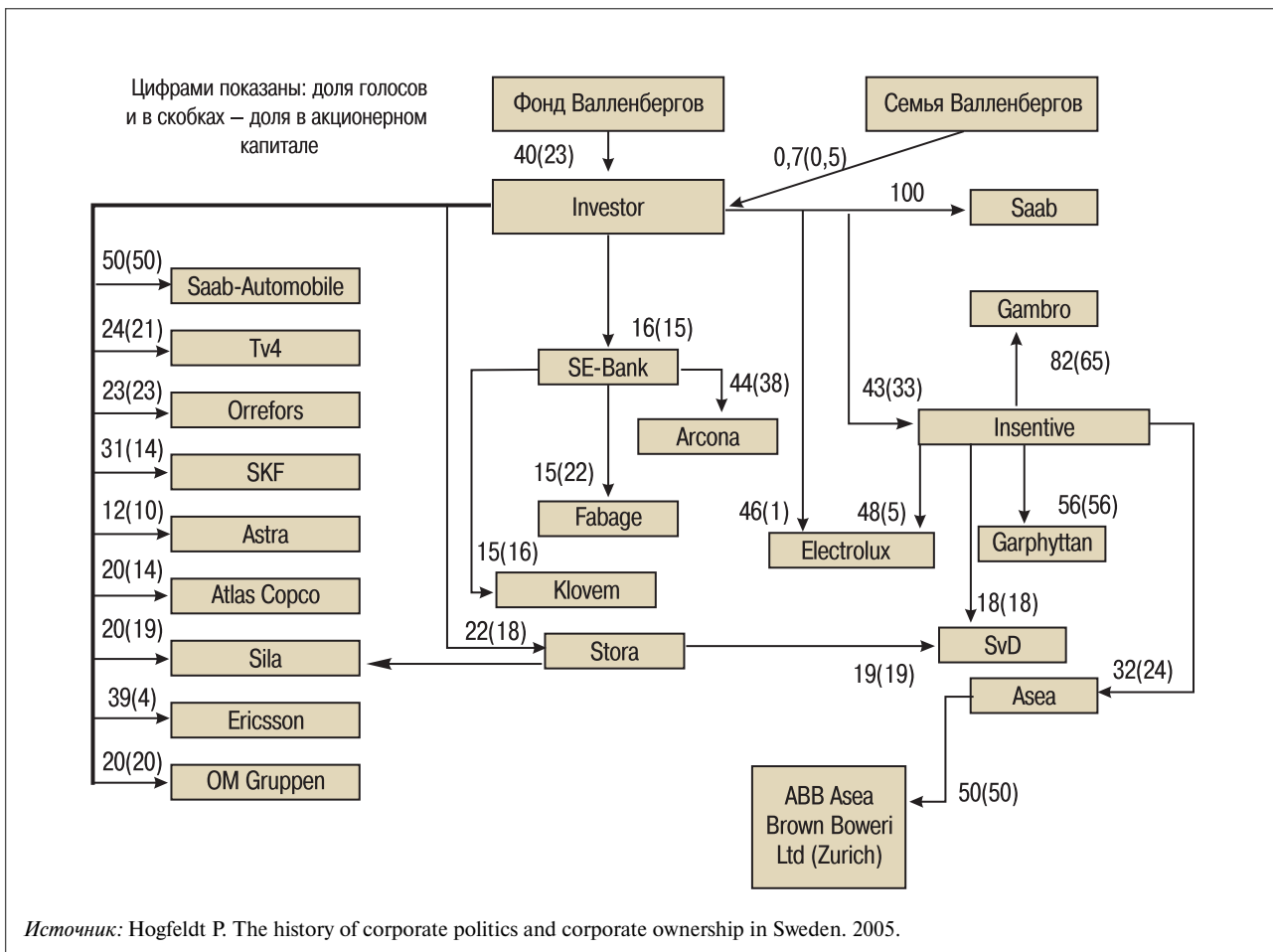


Рис. 5. Структура семейной бизнес-группы Валленбергов (Швеция), 1996 г.

компании, что  $s + h > \frac{1}{2}$ , т. е. он имеет контроль над ней. В этом случае права основного акционера на денежные потоки каждой компании составляют долю  $\alpha$ , равную:

$$\alpha = \frac{s}{1-h}$$

При перекрестном владении акций основной собственник может подобрать  $\alpha$  любого размера и иметь полный контроль над группой компаний. В случае с двумя симметричными компаниями, например, можно установить  $s$  и  $h$  таким образом, чтобы:

$$s + h \geq \frac{1}{2},$$

$$s = \alpha(1-\alpha) \times \frac{1}{2} \text{ и } h = [1-\alpha(1-\alpha)] \times \frac{1}{2}.$$

Так, располагая 5% акций в каждой компании, владеющей, в свою очередь, 46% акций другой компании, основной владелец будет иметь права только на 9% денежных потоков при полном контроле над обеими компаниями.

Подобные комбинации существуют и для случаев несимметричного перекрестного владения акциями, а также для групп из нескольких компаний.

### Агентские издержки семейных бизнес-групп

Для семейных бизнес-групп характерны свои особенности агентских издержек. Если в корпорациях с дисперсными акционерами суть агентских издержек заключается в том, что менеджеры могут

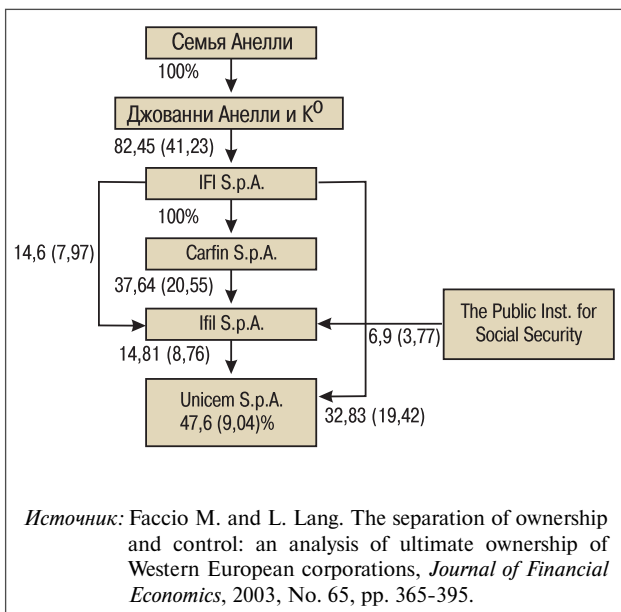


Рис. 6. Комбинация двойного класса акций и пирамидального строения группы. Соотношение долей контроля и собственности (в скобках) при наличии двойного класса акций



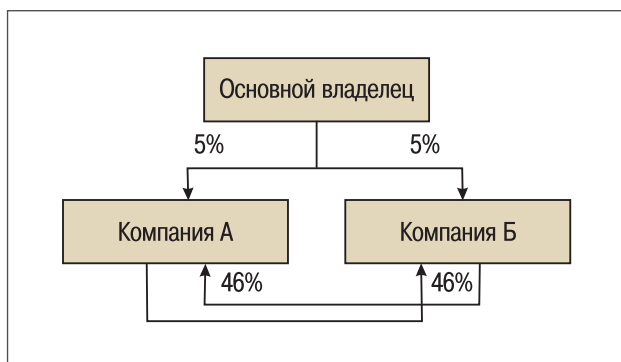


Рис. 7. Контроль над компаниями с помощью перекрестного владения акциями

не всегда действовать в интересах акционеров, то в семейных бизнес-группах менеджеры работают в пользу только одной группы акционеров, т. е. семьи. Помимо этого, агентские издержки проявляются в сделках между родственными семейными компаниями, ведущих к перекачиванию ресурсов и наносящих урон внешним акционерам<sup>5</sup> [9]. Бизнес-пирамиды используются контролирующей их семьей для того, чтобы переводить прибыли в компании верхнего уровня, где им принадлежит как контроль, так и права на денежные потоки. Таким образом, проблема агентских издержек в семейных бизнес-группах является не менее серьезной, чем при акционерном капитализме. Обладая фактическим контролем, семья уводит денежные потоки с нижних этажей пирамиды (где она имеет незначительные права на них) на верхний этаж (где она обладает 100% прав). Перенаправление денежных потоков осуществляется методами трансфертного ценообразования, перекрестного финансирования и взаимного страхования. В целом, семье выгодно перевести как можно больше денежных потоков. Проблема отделения собственности от контроля является более серьезной в семейных бизнес-группах, чем в корпорациях с дисперсными акционерами, т. к. права контроля являются формальными в отличие от неформальных прав менеджеров при дисперсном акционировании.

Узвимость семейных бизнес-групп в отношении проблем управления подчеркивает, в первую очередь, важность этических норм и компетентности членов семей, которым доверено корпоративное управление в стране. Если семьи, контролирующие крупные бизнес-группы, придерживаются высоких этических и профессиональных стандартов, то они оказывают положительное влияние на экономику страны, в противном случае — резко отрицательное [3].

Системы, основанные на семейных бизнес-группах, менее склонны к инновационной деятельности и характеризуются низкими темпами экономического роста [12]. Считается, что в современной

экономике ключевыми источниками роста являются инвестиции в инновации. Однако инновации приводят к устареванию бизнес-процессов и капитала, инвестированного в них. Они могут разрушить существующий бизнес. Капитал крупнейших семейных бизнес-групп, как правило, инвестирован в текущие процессы. Поэтому часто крупные группы подавляют инновации. Одним из способов подавления является ограничение доступа к капиталу для молодых инновационных фирм. Другой способ — это подавление инноваций внутри самих бизнес-групп. На языке экономистов бизнес-группы интернализируют (т. е. полностью несут издержки) разрушение, связанное с инновационными продуктами [9]. Если инновациями занимается независимая фирма, то она не несет таких издержек и поэтому имеет более высокую мотивацию к инновационной деятельности. Исследователи обнаружили, что в большинстве стран семейные бизнес-группы значительно меньше инвестируют в НИ-ОКР [12], чем аналогичные независимые фирмы. Они также ограничивают доступ к капиталу для молодых независимых фирм [13]. Таким образом, в странах, в которых доминируют семейные бизнес-группы, наследственный контроль над корпорациями может привести к замедлению экономического роста [14].

В следующем номере журнала будет описана модель банковского капитализма и немецкий тип корпоративного управления, а также рассмотрены некоторые особенности развития и конфликт моделей в системе корпоративного управления России.

## Литература

1. Ростова Н. Прозрачное управление // Консультант. — 2005. — №1. — С. 26–28.
2. Родионов И., Стасюк П. Влияние изменений в качестве корпоративного управления на стоимость российских компаний // I Всероссийская конференция «Управление корпоративными финансами: практические решения для современного бизнеса»: Сборник докладов. — 2004. — С. 6–9.
3. Morck R. and L. Steier. The global history of corporate governance. Introduction. In: The history of corporate governance: the rise and sometimes fall of the world's great mercantile families. NBER and University of Chicago Press, 2005.
4. O'Sullivan M. National systems of corporate governance, Synthesis report. *Working paper*, INSEAD, 2001.
5. Becht M., P. Bolton, and A. Roel. Corporate governance and control. In: Constantinides G. M., M. Harris, and R. Stulz (Eds). *Handbook of the Economics of Finance*. 2003.
6. Hermalin B. and M. Weisbach. Boards of directors as an endogenously determined institution: a survey of the economic literature, *Federal Reserve Bank of New York Economic Policy Review*, April 2003, pp. 7-26.
7. Becht M. and D. DeLong. Why has there been so little blockholding in America? In: The history of corporate

<sup>5</sup> В экономике существует специальный термин tunneling для обозначения этого явления.

governance: the rise and sometimes fall of the world's great mercantile families. NBER and University of Chicago Press, 2005.

8. Morck R. How to eliminate pyramidal business groups — the double taxation of inter-corporate dividends and other incisive uses of tax policy. *NBER Working paper*, Vol. 10944, 2004.

9. Morck R. and B. Yeung. Agency problems in large family business groups, *Entrepreneurship: theory and practice*, 2003, Vol. 27, Issue 4, pp. 367–382.

10. Faccio M. and L. Lang. The separation of ownership and control: an analysis of ultimate ownership of Western European corporations, *Journal of Financial Economics*, 2003, No. 65, pp. 365–395.

11. Bebchuk L., R. Kraakman, and G. Triantis. Stock pyramids, cross-ownership and dual-class equity: the mechanisms and agency costs of separating control from cash-flow rights, *Harvard Law School Discussion Paper*, 1999, No. 249.

12. Morck R., D. Strangeland, and B. Yeung. Inherited wealth, corporate control and economic growth: The Canadian disease? In: Concentrated corporate ownership. NBER and University of Chicago Press, 2000.

13. Rajan R. and L. Zingales. The great reversals: the politics of financial development in the 20<sup>th</sup> century, *Journal of Financial Economics*, Vol. 113, pp. 187–225.

14. Perez-Gonzales F. Inherited wealth and firm performance. Unpublished manuscript, Columbia University, 2001.

**КОНСУЛЬТАЦИОННЫЕ СЕМИНАРЫ**

ГК «ИЗМАЙЛОВО»  
ТГК «Бета»

ИНСТРУМЕНТЫ  
ФИНАНСОВОГО ДИРЕКТОРА:  
РАЗРАБОТКА И РЕАЛИЗАЦИЯ  
СТРАТЕГИИ КОМПАНИИ

19–20 мая 2005 года

Семинар основан на финансовых курсах бизнес-школы INSEAD.

Семинар предназначен для финансовых директоров российских предприятий. Задача этого уникального семинара — позволить финансовому директору отойти от текущих оперативных бюджетов и управленческой отчетности, и посмотреть на то, как он может участвовать в разработке и реализации стратегии компании.

В ПРОГРАММЕ

- Обзор стратегических задач финансового директора на российских предприятиях
- Разработка финансовой политики: Как найти золотую середину между опасной и пассивной финансовой политикой.
- Стратегия капитальных вложений: Как сэкономить 25% на капитальных вложениях.
- Стратегический экономический анализ: На чем зарабатываем и на чем теряем деньги.
- Экономная финансовая машина: Как повысить эффективность учетных процессов.

Российская Академия  
Государственной службы при  
Президенте РФ

Банкротство предприятий: законодательство и практика	<b>18–19 мая</b>
Внутренний контроль на предприятии: организация контрольно-ревизионной работы	<b>26–27 мая</b>
Пределы налоговой оптимизации: практика меняется!	<b>26–27 мая</b>
Валютное регулирование и валютный контроль в РФ	<b>30–31 мая</b>

Получить более подробную  
информацию о семинарах  
и ознакомиться  
с условиями участия  
Вы можете у организатора  
**ООО «Бизнес Семинары»**  
[www.business-seminars.ru](http://www.business-seminars.ru)  
Тел: (095) 937-58-09  
Факс: (095) 363-02-58