

Ростислав КАПЕЛЮШНИКОВ, Наталья ДЕМИНА

## Концентрация собственности и поведение российских промышленных предприятий<sup>1</sup>

Приватизация, стартовавшая более десяти лет назад, в корне изменила отношения собственности во всех сегментах российской экономики. Существует обширная литература, посвященная ее программе, дизайну и темпам осуществления, а также непосредственным результатам, к которым она привела. Но, как ни парадоксально, исследования, в которых бы отслеживались и анализировались основные тенденции, характерные для постприватизационного периода, крайне немногочисленны.

Какие группы собственников выиграли, а какие проиграли в ходе постприватизационного перераспределения собственности? Какова была интенсивность этих процессов? Как они повлияли на поведение предприятий и результаты их экономической деятельности? Насколько работоспособными оказались различные механизмы корпоративного управления, возникшие в постприватизационный период? И наконец, каково было дисциплинирующее влияние этих механизмов с точки зрения ограничения оппортунистического поведения менеджмента и крупнейших собственников?

В настоящей работе мы попытались наметить ответы на некоторые из этих вопросов, опираясь на микроданные регулярных обследований Российского экономического барометра (РЭБ). Мы ставили перед собой несколько взаимосвязанных задач:

- проследить произошедшие в постприватизационный период сдвиги в распределении собственности на российских промышленных предприятиях и оценить уровень ее концентрации;
- измерить интенсивность постприватизационного перераспределения собственности между основными категориями акционеров;
- оценить, как принадлежность к различным группам собственников влияла на инвестицион-

ную активность и результаты деятельности российских промышленных предприятий;

— изучить связь между концентрацией собственности и экономическим поведением предприятий.

Как уже упоминалось, эмпирической базой нашего исследования служили предпринимательские опросы РЭБ, представляющие уникальный массив микроданных о деятельности и ожиданиях российских промышленных предприятий на протяжении практически всего пореформенного периода. Начиная с 1995 г. с периодичностью раз в два года РЭБ стал включать в свои регулярные анкеты специальный блок вопросов, посвященных отношениям собственности и механизмам корпоративного управления. На сегодняшний день у нас есть данные, относящиеся к 1995, 1997, 1999, 2001 и 2003 гг., т.е. с момента завершения Государственной программы приватизации и по настоящее время.

Структура работы такова. Сначала мы представим результаты дескриптивного анализа, которые отражают основные тенденции, характерные для постприватизационной эволюции структур собственности и контроля в российской промышленности. Затем остановимся на общетеоретических представлениях и методологических подходах, которыми мы руководствовались в ходе нашего анализа. Наконец, представим эконометрические оценки, показывающие, как характеристики собственности влияют на инвестиционную активность и результаты деятельности российских промышленных предприятий. В завершение будут сформулированы основные выводы, вытекающие из нашего исследования.

**Изменения в профиле акционерной собственности.** Хорошо известно, что российская приватизация привела к сосредоточению основного пакета акций в руках инсайдеров — менеджеров и работников. Опросы РЭБ подтверждают, что исходное распределение собственности было действительно сильно "скошено" в их пользу и что этот инсайдерский профиль собственности сохранялся на протяжении всего пореформен-

<sup>1</sup> Настоящее исследование было поддержано грантом USAID SEGIR EP Contract N 220/001.0-03-354, reference Russia Task Order N 803, Improvement of Economic Policy through Think Tank Partnership Project, предоставленному через Центр институциональных реформ и неформальный сектор (IRIS) Университета Мэрилэнд. Содержащиеся в работе мнения и выводы принадлежат авторам и не обязательно отражают позицию USAID или IRIS.

Таблица 1

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИЙСКОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ, ПО ДАННЫМ ОПРОСОВ РЭБ, 1995-2003 гг. (%)**

Категория акционеров	1995 г.	1997 г.	1999 г.	2001 г.	2003 г.	2005 г. (прогноз)
Инсайдеры, всего	54,8	52,1	46,2	48,2	46,6	49,2
<i>Менеджеры</i>	<b>11,2</b>	15,1	14,7	<b>21,0</b>	<b>25,6</b>	<b>31,5</b>
<i>Работники</i>	<b>43,6</b>	<b>37,0</b>	<b>31,5</b>	<b>27,2</b>	<b>21,0</b>	17,7
Аутсайдеры, всего	<b>35,2</b>	38,8	42,4	39,7	44,0	43,5
<i>Нефинансовые аутсайдеры, всего</i>	<b>25,9</b>	<b>28,5</b>	<b>32,0</b>	<b>32,4</b>	<b>34,4</b>	<b>33,0</b>
Сторонние физические лица	10,9	13,9	18,5	21,1	20,1	17,7
Другие предприятия	15,0	14,6	13,5	11,3	14,3	15,3
<i>Финансовые аутсайдеры, всего</i>	<b>9,3</b>	<b>10,3</b>	<b>10,4</b>	<b>7,3</b>	<b>9,5</b>	<b>10,5</b>
Государство	9,1	7,4	7,1	7,9	4,5	4,4
Прочие акционеры	0,9	1,7	4,3	4,2	5,0	3,2
Итого	100	100	100	100	100	100
Число предприятий	136	135	156	154	102	78

ного периода (табл. 1). Так, даже в 2003 г. на предприятиях-респондентах РЭБ инсайдеры оставались крупнейшей группой акционеров со средней величиной пакета около 47%. Однако отсюда было бы неправильно делать вывод, что структура собственности в постприватизационный период оставалась инертной и малоподвижной. В действительности она непрерывно испытывала резкие и очень сильные изменения. Процесс перераспределения акций шел в трех основных направлениях: во-первых, от работников к менеджерам; во-вторых, от инсайдеров к внешним акционерам; и в-третьих, от государства к негосударственным держателям акций:

1. Как видно из данных таблицы 1, главными проигравшими в этом процессе оказались работники, доля которых уменьшилась более чем вдвое, а главными выигравшими — менеджеры. По данным РЭБ, в 2003 г. средний пакет акций, принадлежащий администрации предприятий, впервые за весь период наблюдений превысил средний пакет акций, принадлежащий работникам. Сейчас менеджеры представляют собой доминирующую группу собственников, владеющую четвертью всех акций. Более того, если верить прогнозам участников опросов РЭБ, то к 2005 г. доля менеджеров должна вырасти еще больше, приблизившись к трети.

2. Участие в акционерном капитале аутсайдеров (внешних акционеров) также возросло, хотя и менее значительно, чем можно было бы ожидать. По оценкам РЭБ, сейчас их пакет акций сопоставим с пакетом акций инсайдеров, и со-

ставляет около 44%. Важно, однако, отметить, что профиль аутсайдерской собственности был и остается сильно смещенным в направлении нефинансовых внешних акционеров, т.е. других предприятий и сторонних физических лиц. В то же время наши опросы не фиксируют каких-либо существенных изменений в доле акций финансовых аутсайдеров, т.е. банков, инвестиционных фондов, холдингов и т.д. Принадлежащий им пакет акций продолжает оставаться крайне незначительным (менее 10%) и почти не отличается от того, каким он был сразу по завершении Государственной программы приватизации.

3. Наконец, в постприватизационный период продолжала сжиматься доля акций, остававшаяся в собственности государства. Так, в настоящее время на предприятиях-респондентах РЭБ она составляет всего лишь около 5%.

Отметим, что данные обследований РЭБ в общем и целом совпадают с результатами обследований, которые проводились другими исследовательскими командами. Как можно видеть из данных таблицы 2, эти обследования фиксируют те же основные тренды в постприватизационном перераспределении акций: от работников — к менеджерам; от инсайдеров — к аутсайдерам; от государства — к негосударственным держателям акций.

Естественно полагать, что исходная структура собственности, сложившаяся сразу после завершения Государственной программы приватизации, была далеко не равновесной. Возникает вопрос: насколько активным и быстрым оказался процесс

Таблица 2

**РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИЙСКОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ, ПО ДАННЫМ АЛЬТЕРНАТИВНЫХ ОБСЛЕДОВАНИЙ (%)**

Категория акционеров	Всемирный банк		Дж. Блази и др.		Ноттингемский университет		ИЭПП			Высшая школа экономики		Бюро экономического анализа	
	1994 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1994 г.	1996 г.	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1995 г.	1998 г.	1994 г.	2000 г.
<b>Инсайдеры, всего</b>	<b>69</b>	<b>65</b>	<b>55</b>	<b>58</b>	<b>66</b>	<b>57</b>	<b>62</b>	<b>56</b>	<b>56</b>	<b>51</b>	<b>40</b>	<b>68</b>	<b>53</b>
<b>Менеджеры</b>	<b>21</b>	<b>25</b>	<b>16</b>	<b>18</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>23</b>	<b>18</b>
<b>Работники</b>	<b>48</b>	<b>40</b>	<b>39</b>	<b>40</b>	<b>44</b>	<b>43</b>	<b>53</b>	<b>43</b>	<b>40</b>	<b>42</b>	<b>31</b>	<b>55</b>	<b>35</b>
<b>Аутсайдеры, всего</b>	<b>20</b>	<b>22</b>	<b>33</b>	<b>32</b>	<b>22</b>	<b>36</b>	<b>21</b>	<b>33</b>	<b>34</b>	<b>40</b>	<b>52</b>	<b>20</b>	<b>42</b>
<b>Нефинансовые аутсайдеры, всего</b>	–	–	<b>24</b>	<b>21</b>	<b>17</b>	<b>24</b>	<b>10</b>	<b>14</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>35</b>	<b>18</b>	<b>34</b>
Сторонние физические лица	–	–	9	6	6	11	10	11	9	5	19	10	19
Другие предприятия	–	–	15	15	11	13	–	3	–	12	14	8	15
<b>Финансовые аутсайдеры, всего</b>	–	–	<b>9</b>	<b>11</b>	<b>22</b>	<b>12</b>	<b>11</b>	<b>19</b>	<b>25</b>	<b>12</b>	<b>17</b>	<b>2</b>	<b>8</b>
<b>Государство</b>	<b>11</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>9</b>	<b>12</b>	<b>9</b>	<b>17</b>	<b>11</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>8</b>	<b>12</b>	<b>6</b>

Таблица 3

**ИНТЕНСИВНОСТЬ МЕЖГРУППОВОГО ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЯ АКЦИЙ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ-РЕСПОНДЕНТАХ РЭБ (в %)**

Коэффициент перераспределения акций	1995–1997 гг.	1997–1999 гг.	1999–2001 гг.	2001–2003 гг.	2003–2005 гг. (прогноз)
Чистый	12	12	14	8	5
Валовой	32	32	35	38	10

ее последующей трансформации? Чтобы оценить его динамику, мы воспользовались двумя простыми показателями.

Первый, измеряющий чистый переток акций от одних групп к другим можно назвать *чистым коэффициентом интенсивности перераспределения*. Как видно из данных таблицы 3, он был достаточно существенным, достигая 10–12%. Поскольку специализированные обследования РЭБ по проблемам собственности и корпоративного управления проводятся с периодичностью раз в два года, это означает, что в среднем в течение каждого календарного года 5–6% всех акций перемещались от одних групп держателей к другим<sup>1</sup>.

Интенсивность рассматриваемого процесса окажется еще выше, если от чистого коэффициента перераспределения акций перейти к *валовому*

*коэффициенту их перераспределения*. (Различие между ними состоит в том, что при оценке темпов валового перераспределения разнонаправленные изменения в структуре акционерного капитала на отдельных предприятиях не погашаются, как это происходит при оценке темпов чистого перераспределения<sup>1</sup>.) По данным РЭБ, в 1995–2003 гг. величина этого показателя колебалась вокруг отметки 30%. Другими словами, на типичном российском промышленном предприятии каждый год примерно 15% акций переходили из рук в руки.

Разность между коэффициентами валового и чистого перераспределения выводит нас еще на

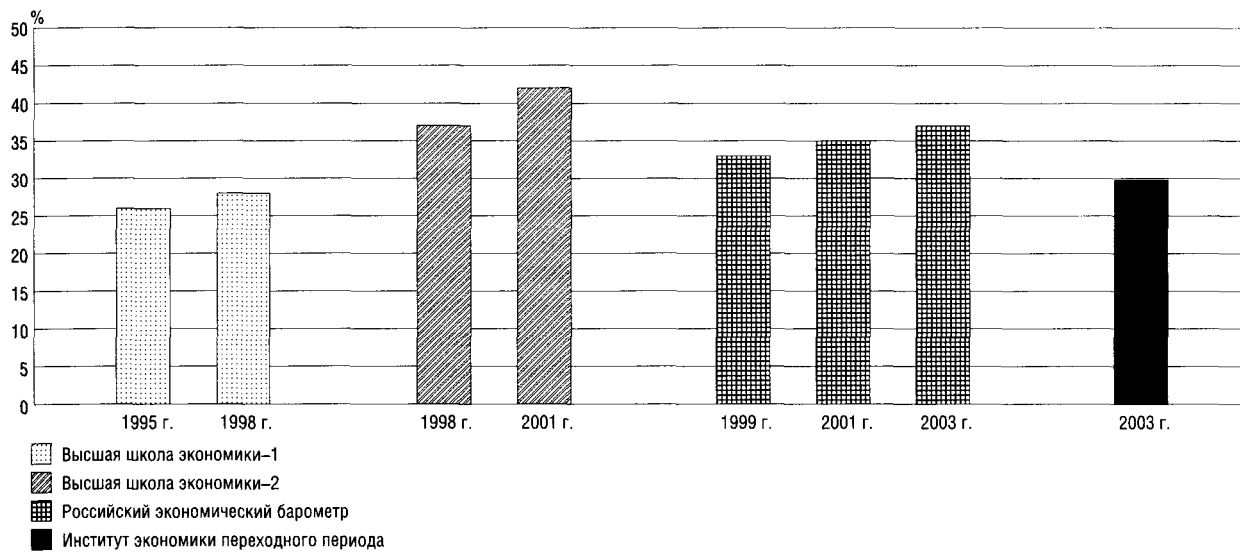
<sup>1</sup> Под перераспределением акций понимается не только их переход от одних держателей к другим в буквальном смысле, но и любые другие формы изменения структуры собственности, например, за счет дополнительных эмиссий и т.п.

<sup>1</sup> Например, если мы имеем дело с выборкой из двух предприятий и на одном из них в течение года 10% акций перешли от работников к менеджерам, а на другом, наоборот, — от менеджеров к работникам, то поскольку средние доли акций, принадлежащие этим группам, остались такими же, как и прежде, поскольку интенсивность чистого перераспределения будет равна нулю. Однако интенсивность валового перераспределения в этом случае составит 10%.

Таблица 4  
ПОКАЗАТЕЛИ КОНЦЕНТРАЦИИ **СОБСТВЕННОСТИ** НА ПРЕДПРИЯТИЯХ-РЕСПОНДЕНТАХ РЭБ (в %)

Группы предприятий по доле акций, принадлежащей первому крупнейшему акционеру	1999 г.	2001 г.	2003 г.
Менее 10	21	16	9
10–25	28	33	35
25–50	26	26	30
Более 50	25	25	26
Итого	100	100	100
Средний размер пакета, принадлежащего первому крупнейшему акционеру	32,9	34,5	37,2
Средний размер пакета, принадлежащего второму крупнейшему акционеру			17,2

Рисунок 1  
**СРЕДНИЙ РАЗМЕР ДОЛИ АКЦИЙ, ПРИНАДЛЕЖАЩЕЙ КРУПНЕЙШЕМУ СОБСТВЕННИКУ, ПО ДАННЫМ РАЗЛИЧНЫХ ВЫБОРОЧНЫХ ОБСЛЕДОВАНИЙ (%)**



один показатель — *интенсивность "холостого" перераспределения акций*. По нашим оценкам, он достигал весьма значительной величины — не менее 10% в год. Таким образом, в большинстве случаев сдвиги в структуре собственности отдельных предприятий шли в прямо противоположных направлениях, взаимно погашая друг друга.

Другим непосредственным результатом приватизационной схемы, реализованной в российской экономике, стало рассредоточение акций между миллионами мелких держателей. Этому способствовали, во-первых, раздача приватизационных ваучеров всем взрослым гражданам страны и, во-вторых, передача основной части акций приватизируемых предприятий работникам. Однако практически сразу же после этого началась активная консолидация, и Россия очень быстро превратилась из страны с дисперсной в страну с высококонцентрированной структурой

акционерной собственности. Так, согласно нашим оценкам, в настоящее время на предприятиях-респондентах РЭБ крупнейший собственник владеет в среднем около 40% всех акций (табл. 4). Половина предприятий имеет блокирующего и свыше четверти контролирующего собственников. Другие обследования опять-таки дают картину, очень близкую к той, что вырисовывается из опросов РЭБ (рис. 1).

Таким образом, все указывает на то, что в постприватизационный период структура собственности в российской промышленности была явно далека от состояния равновесия. Крайне высокая степень нестабильности отношений собственности являлась характерной чертой постприватизационного развития, по-видимому, не только российской промышленности, но и всей российской экономики в целом. Критически важный вопрос состоит в том, как происшедшие изменения влияли на поведение и эффективность

деятельности предприятий — способствовали они ее повышению или нет? Но прежде чем приступить к его обсуждению, имеет смысл сказать несколько слов об общетеоретических представлениях, от которых мы отталкивались.

**Немного теории.** В современной литературе, посвященной изучению собственности, принято выделять две ее ключевые характеристики. Первая — *идентичность* доминирующих собственников. Из теории агентского поведения известно, что различные типы крупнейших акционеров могут иметь разные целевые функции, разные горизонты планирования, сталкиваться с разными издержками при налаживании мониторинга и контроля за деятельностью наемных менеджеров. У инсайдеров они могут быть не такими, как у аутсайдеров, у физических лиц — не такими, как у финансовых институтов, и т.д. Отсюда следует, что поведение и результаты деятельности фирм могут различаться в зависимости от идентичности контролирующих собственников.

Другая ключевая характеристика — это *концентрация собственности*. Опять-таки, как показывают теоретические исследования, ее влияние на инвестиционную активность и поведение фирм неоднозначно. Принято выделять два основных типа конфликтов, которые неизбежно возникают в рамках акционерной собственности: во-первых, между собственниками и наемными менеджерами (классическая проблема "отделения собственности от контроля", впервые выявленная А.Берли и Г.Минзом), во-вторых, между мажоритарными и миноритарными акционерами. С одной стороны, чем больший пакет акций сосредоточен в руках крупнейшего собственника, тем жестче и эффективнее при прочих равных условиях оказывается контроль за деятельностью менеджеров и тем меньше издержки, связанные с их оппортунистическим поведением. С другой стороны, чем больший пакет акций сосредоточен в руках крупнейшего собственника, тем труднее при прочих равных условиях остальным акционерам контролировать его деятельность и тем выше издержки, связанные с его экспроприрующим поведением (т.е. поведением, направленным на присвоение активов корпорации).

С общетеоретической точки зрения, это означает, что не существует каких-либо форм организации хозяйственной деятельности, каких-либо структур собственности, которые обладали бы абсолютными преимуществами перед всеми остальными. В зависимости от конкретных обстоятельств любая из них может оказаться предпочтительнее других. И если рыночный меха-

низм отбора действует активно, то можно ожидать, что для каждой из них будет отыскиваться ниша, где ее плюсы максимально перевешивают минусы и где она обладает наибольшими преимуществами, по сравнению с альтернативными организационными формами или конфигурациями собственности. Именно с этим связан тот факт, что в любой реальной экономике наблюдается огромное разнообразие форм экономической жизни.

Однако в контексте переходных экономик ситуация выглядит несколько иначе. Те структуры собственности, которые формировались в них на начальном этапе, не были результатом рыночного отбора, не являлись продуктом длительного эволюционного процесса, который направлялся бы из соображений эффективности, а фактически имплантировались сверху, в рамках тех или иных приватизационных схем, выработывавшихся и реализовывавшихся государством. Естественно предположить, что в подобной ситуации в одних и тех же нишах, в одних и тех же сегментах рынка будут встречаться и существовать бок о бок как эффективные, так и неэффективные организационные формы, как эффективные, так и неэффективные типы отношений собственности. Таким образом, здесь открывается широкое поле для сравнительных исследований, способных выявить, как альтернативные структуры собственности коррелируют с поведением и результатами экономической деятельности предприятий (в конечном счете с их эффективностью).

Приведем несколько пояснений, касающихся методологии нашего анализа. На базе опросов РЭБ за 1999-2003 гг. нами была сформирована несбалансированная панель, которая использовалась затем для оценки ряда регрессионных уравнений стандартным методом наименьших квадратов (МНК). Чтобы проконтролировать ненаблюдаемые индивидуальные эффекты, мы дополнительно оценивали спецификации на базе моделей со случайными и фиксированными эффектами.

В эмпирической литературе, посвященной рассматриваемой проблеме, существуют два основных подхода к измерению эффективности экономической деятельности фирм. В первом случае используются данные о курсовой стоимости акций различных компаний и ее изменениях во времени в зависимости от тех или иных событий (тем самым предполагается, что рынок "знает", что хорошо, а что плохо с точки зрения эффективности). Однако в переходных экономиках, особенно в России, этот подход сталкивается с неизбежными информационными огра-

ничениями, поскольку акции подавляющего большинства компаний не котируются на рынке ценных бумаг. Во втором случае используется не интегральный показатель эффективности, каким является рыночная стоимость компаний, а всевозможные частичные индикаторы, такие, как рентабельность, уровень производительности труда и т.д. Мы по понятным причинам вынуждены были пойти именно по этому пути.

Но чтобы повысить надежность получаемых результатов, мы решили не ограничиваться каким-то одним индикатором, а в качестве зависимых переменных использовать как можно более широкий набор показателей экономической деятельности предприятий (*performance*), информация о которых собирается в рамках опросов РЭБ. Если говорить об инвестициях, мы экспериментировали с тремя различными показателями: во-первых, годовой индекс объема капиталовложений; во-вторых, доля инвестиций, финансируемых из внешних источников; в-третьих, годовой индекс объема производственных мощностей. Что касается конечных результатов деятельности предприятий, то различные спецификации включали следующие переменные: коэффициент рентабельности (доля прибыли в продажах); принадлежность к группе либо прибыльных, либо убыточных предприятий (дихотомическая переменная, принимающая значения 1 или 0); загрузка производственных мощностей (оценивается относительно нормального уровня, принимаемого за 100%). На наш взгляд, интересно попытаться выяснить, как характеристики собственности связаны с оплатой труда работников. Поэтому в качестве еще одной зависимой переменной мы использовали логарифм средней заработной платы.

Как независимые переменные выступали два показателя, характеризующие уровень концентрации собственности и идентичность крупнейших акционеров: 1) доля собственности, которой владеет самый крупный отдельный собственник (им может быть как физическое, так и юридическое лицо); 2) принадлежность крупнейшего собственника к той или иной группе акционеров (были выделены четыре такие укрупненные группы — инсайдеры, финансовые аутсайдеры, нефинансовые аутсайдеры, государство; в качестве базовой категории принимались предприятия, где крупнейшими акционерами являлись нефинансовые аутсайдеры).

Многие факторы могут влиять одновременно как на характеристики собственности, так и на результаты деятельности предприятий, создавая таким образом ложные корреляции. Чтобы учесть это, мы вводили в оцениваемые уравне-

ния различные контрольные переменные: размер предприятия (численность персонала), возраст предприятия (год основания), отраслевая принадлежность, региональная принадлежность, год проведения опроса (в качестве базовой категории принимался 1999 г.), а также наполненность портфеля, который отражает уровень спроса на выпускаемую предприятием продукцию заказов (этот специальный показатель разрабатывается в рамках опросов РЭБ и оценивается относительно нормального уровня, принимаемого за 100%).

**Эффекты собственности.** Начнем с результатов формальных тестов для показателя инвестиционной активности, которые представлены в таблице 5. Мы действовали пошагово: в первом варианте расчета в качестве независимой переменной учитывался только уровень концентрации собственности; во втором — только идентичность крупнейших собственников, в третьем — обе эти характеристики одновременно. Из полученных нами оценок следует, что размер пакета акций, находящегося в руках крупнейшего собственника, значимо и отрицательно связан с инвестициями. В то же время инвестиционная активность, похоже, не зависит от того, к какой группе принадлежит крупнейший акционер. Эти предварительные выводы подтверждаются результатами последнего варианта расчета, учитывающего и показатель концентрации собственности, и идентичность крупнейшего собственника. Как видно из данных таблицы 5, для концентрации собственности коэффициенты регрессии оказываются отрицательными и сохраняют статистическую значимость, тогда как для показателей идентичности крупнейших собственников они так и остаются незначимыми.

Если говорить о контрольных переменных, то размер предприятия положительно влияет на инвестиции; возраст не оказывает какого-либо видимого эффекта; наконец, прослеживается сильная положительная связь между инвестициями и наполненностью портфеля заказов. Результаты альтернативных спецификаций с использованием моделей со случайными и фиксированными эффектами оказываются достаточно близкими к тем, которые мы получили при использовании МНК.

На следующем этапе мы попытались проследить связь характеристик собственности с другими характеристиками экономической деятельности предприятий. Как видно из данных таблицы 6, концентрация собственности оказывает отрицательный и статистически значимый эффект практически на все показатели, которые

Таблица 5

**ВЛИЯНИЕ ХАРАКТЕРИСТИК СОБСТВЕННОСТИ НА ИНДЕКС КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЙ НА ПРЕДПРИЯТИЯХ-РЕСПОНДЕНТАХ РЭБ**  
*(панельные данные)*

Показатель	Вариант расчета 1			Вариант расчета 2			Вариант расчета 3		
	OLS	RE	FE	OLS	RE	FE	OLS	RE	FE
<b>Характеристика собственности</b>									
Доля акций, принадлежащих первому крупнейшему акционеру	<b>-0,520</b> <b>(3,83)**</b>	<b>-0,505</b> <b>(2,90)**</b>	-0,407 (1,23)				<b>-0,54</b> <b>(3,09)**</b>	<b>-0,52</b> <b>(2,82)**</b>	-0,31 (0,90)
Крупнейший акционер-инсайдер				5,44 (0,58)	2,04 (0,21)	-15,13 (1,11)	0,53 (0,06)	-0,47 (0,05)	-11,88 (0,84)
Крупнейший акционер-финансовый аутсайдер				3,94 (0,33)	-0,54 (0,04)	-20,66 (1,16)	3,54 (0,31)	-0,49 (0,04)	-20,81 (1,17)
Крупнейший акционер-государство				-3,85 (0,28)	-4,97 (0,34)	-12,03 (0,51)	7,43 (0,53)	5,86 (0,40)	-7,53 (0,31)
<b>Контрольные переменные</b>									
Портфель заказов	<b>0,390</b> <b>(3,06)**</b>	<b>0,377</b> <b>(2,98)**</b>	0,279 (1,25)	<b>0,35</b> <b>(2,67)**</b>	<b>0,34</b> <b>(2,39)**</b>	0,26 (1,14)	<b>0,39</b> <b>(3,01)**</b>	<b>0,37</b> <b>(2,71)**</b>	0,28 (1,19)
Размер предприятия	<b>8,840</b> <b>(2,46)*</b>	<b>8,922</b> <b>(2,18)*</b>	24,550 (1,10)	<b>8,81</b> <b>(2,11)*</b>	<b>8,97</b> <b>(1,91)+</b>	20,43 (0,89)	<b>8,08</b> <b>(1,99)*</b>	<b>8,38</b> <b>(1,86)*</b>	21,03 (0,92)
Возраст предприятия	0,092 (1,15)	0,104 (0,87)		0,12 (1,04)	0,13 (1,02)		0,07 (0,62)	0,09 (0,69)	
2001 г.	10,725 (1,21)	10,204 (1,22)	9,060 (1,02)	8,50 (0,91)	8,07 (0,95)	7,46 (0,84)	10,98 (1,20)	10,31 (1,22)	8,34 (0,94)
2003 г.	12,897 (1,36)	11,890 (1,25)	9,255 (0,82)	5,36 (0,51)	4,11 (0,42)	2,24 (0,21)	11,74 (1,13)	10,22 (1,04)	5,20 (0,46)
Отрасль	да	да	да	да	да	да	да	да	да
Константа	-210,262 (1,35)	-232,616 (0,98)	-110,427 (0,88)	-282,59 (1,23)	-303,97 (1,17)	-87,98 (0,68)	-167,91 (0,74)	-196,87 (0,79)	-84,43 (0,65)
Число наблюдений	155 68	155 68	155 68	157 67	157 67	157 67	157 67	157 67	157 67
Hausman test		1,1			5,7			4,2	
R <sup>2</sup> (Pseudo R <sup>2</sup> for Logit)	0,24	0,24	0,14	0,18	0,18	0,07	0,16	0,23	0,11

**Примечания:**

1. В скобках приводится t-статистика.  
 2. \* — значим на 0,1 уровне существенности; \* — значим на 0,05 уровне существенности; \*\* — значим на 0,01 уровне существенности.

3. Для контрольной переменной "отрасль" приводится только информация о ее включении в модель.

4. OLS — оценка методом наименьших квадратов; RE — модель со случайными эффектами; FE — модель с фиксированными эффектами.

мы имели возможность включить в регрессионные уравнения в качестве зависимых переменных. При прочих равных условиях чем большая доля акций находится в руках самого крупного акционера, тем хуже загрузка производственных мощностей, меньше заработная плата, ниже рентабельность и выше риск убыточности. Важно отметить, что эти результаты устойчивы по отношению к альтернативным спецификациям с использованием моделей со случайными и фиксированными эффектами (они также приведены в таблице 6). В то же время коэффициенты регрессии для показателей идентичности круп-

нейших собственников в подавляющем большинстве случаев оказываются незначимыми.

Что касается контрольных переменных, то размер предприятия значим только в уравнении для заработной платы (то, что более крупные предприятия платят, как правило, более высокую заработную плату, едва ли удивительно). Возраст предприятия является незначимым во всех уравнениях, которые мы оценивали. Переменные, характеризующие отраслевую и региональную принадлежность, значимы только для логарифма заработной платы. Наполненность портфеля заказов оказывает сильное положи-

Таблица 6

**ВЛИЯНИЕ ХАРАКТЕРИСТИК СОБСТВЕННОСТИ НА ПОКАЗАТЕЛИ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ-РЕСПОНДЕНТОВ РЭБ (панельные данные)**

Показатель	Зависимые переменные											
	Загрузка мощностей			Логарифм средней зарплаты			Кoeffициент прибыли			Прибыль/убыток		
	OLS	RE	FE	OLS	RE	FE	OLS	RE	FE	OLS	RE	FE
<b>Характеристика собственности</b>												
Доля акций, принадлежащих первому крупнейшему акционеру	<b>-0,19</b> (2,32)*	-0,20 (2,44)**	-0,21 (1,92)+	-0,004 (2,67)**	-0,003 (2,10)*	-0,002 (0,95)	-0,08 (0,88)	<b>-0,18</b> (2,42)**	-0,26 (2,78)**	-0,02 (2,06)*	-0,03 (2,04)*	-0,09 (1,95)*
Крупнейший акционер-инсайдер	-5,22 (1,25)	<b>-7,70</b> (2,02)*	-8,60 (1,96)*	0,10 (1,42)	0,08 (1,19)	0,05 (0,61)	-2,00 (0,51)	-0,22 (0,07)	2,60 (0,71)	0,60 (1,36)	0,51 (0,81)	-0,49 (0,40)
Крупнейший акционер-финансовый аутсайдер	-0,81 (0,15)	0,73 (0,15)	5,08 (0,90)	-0,01 (0,11)	-0,03 (0,31)	-0,01 (0,09)	0,08 (0,01)	0,86 (0,12)	-0,82 (0,09)	0,27 (0,47)	-0,36 (0,42)	-0,96 (0,59)
Крупнейший акционер-государство	1,95 (0,30)	1,29 (0,20)	-1,62 (0,20)	0,11 (1,02)	0,10 (0,91)	0,05 (0,35)	-0,59 (0,06)	1,95 (0,27)	3,25 (0,41)	-0,37 (0,55)	-0,01 (0,01)	39,08 (0,00)
<b>Контрольные переменные</b>												
Портфель заказов	<b>0,57</b> (9,86)**	0,52 (8,86)**	0,41 (5,53)**	0,001 (0,51)	0,001 (1,13)	0,002 (1,18)	0,12 (1,51)	0,15 (1,87)+	<b>0,18</b> (1,61)	0,02 (3,46)**	0,03 (2,86)**	<b>0,05</b> (1,66)+
Размер предприятия	0,01 (0,01)	2,17 (0,94)	<b>28,47</b> (3,86)**	0,08 (2,56)**	0,10 (2,41)**	0,28 (2,15)*	1,45 (0,57)	0,51 (0,16)	-6,78 (0,88)	0,11 (0,56)	0,23 (0,73)	1,64 (0,68)
Возраст предприятия	<b>-0,09</b> (1,70)+	-0,10 (1,49)		0,000 (0,55)	0,000 (0,31)		0,01 (0,07)	0,00 (0,03)		0,197 (0,09)	0,25 (0,62)	0,30 (0,59)
2001 г.	4,00 (0,98)	2,57 (0,88)	1,62 (0,57)	<b>0,81</b> (12,13)**	0,82 (16,65)**	0,81 (16,12)**				0,13 (0,29)	0,24 (0,45)	0,83 (1,00)
2003 г.	6,84 (1,46)	3,29 (0,93)	3,03 (0,84)	<b>1,38</b> (18,10)**	<b>1,37</b> (23,28)**	<b>1,38</b> (21,71)**	0,46 (0,14)	-0,83 (0,36)	-0,57 (0,21)	-0,28 (0,58)	-0,41 (0,66)	0,72 (0,75)
Отрасль	да	да	да	да	да	да	да	да	да	да	да	да
Регион	нет	нет	нет	да	да	да	нет	нет	нет	нет	нет	нет
Константа	<b>202,93</b> (1,95)*	217,15 (1,65)+	-122,67 (2,97)**	5,44 (3,18)**	5,48 (2,45)**	5,05 (6,91)**	-24,19 (0,14)	-10,73 (0,04)	36,28 (0,82)	-3,23 (0,29)	-1,21 (0,07)	
Число наблюдений	169	169	169	167	167	167	54	54	54	163	163	65
Hausman test		<b>27,2**</b>			4,6			5,5				
R <sup>2</sup> (Pseudo R <sup>2</sup> for Logit)	0,48	0,46	0,19	0,75	0,75	0,53	0,14	0,11	0,01	0,14	0,17	0,40

**Примечания:**

1. В скобках приводится t-статистика.
2. + — значим на 0,1 уровне существенности; \* — значим на 0,05 уровне существенности; \*\* — значим на 0,01 уровне существенности.
3. Для контрольных переменных "отрасль" и "регион" приводится только информация об их включении или невключении в модель.
4. Для модели с зависимой переменной прибыль/убыток использовалась логистическая регрессия.
5. OLS — оценка методом наименьших квадратов; RE — модель со случайными эффектами; FE — модель с фиксированными эффектами.

тельное воздействие на большинство индикаторов *performance*, свидетельствуя, что предприятия, продукция которых пользуется повышенным спросом, добиваются в среднем существенно лучших результатов.

Естественно задаться вопросом: означают ли наши результаты, что в российских условиях рас-

пыленная собственность является более эффективной, по сравнению с концентрированной? На наш взгляд, такой вывод был бы поспешным. Дело в том, что мы в качестве показателя концентрации собственности использовали долю акций, принадлежащих первому, самому крупному акционеру. Однако на предприятии может



Таблица 7

**ВЛИЯНИЕ ХАРАКТЕРИСТИК СОБСТВЕННОСТИ НА КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯ И ПОКАЗАТЕЛИ ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ПРЕДПРИЯТИЙ-РЕСПОНДЕНТОВ РЭБ (2003 г.)**

Характеристика собственности	Загрузка мощностей	Логарифм средней зарплаты	Индекс капиталовложений	Доля инвестиций из внешних источников	Индекс мощностей	Коэффициент прибыли	Прибыль/убыток
Доля акций, принадлежащих первому крупнейшему акционеру	<b>-0,27</b> (2,19)*	<b>-0,005</b> (2,08)*	<b>-0,36</b> (1,84)*	<b>-0,45</b> (1,70)*	-0,11 (1,86)+	-0,01 (0,16)	<b>-0,026</b> (1,85)+
Доля акций, принадлежащих второму крупнейшему акционеру	<b>0,52</b> (1,65) +	<b>0,010</b> (1,80)*	1,11 (1,39)	<b>1,08</b> (1,76)*	<b>0,33</b> (2,10)*	<b>0,10</b> (0,81)	0,008 (0,28)
<b>Контрольные переменные</b>							
Портфель заказов	<b>0,45</b> (4,26)**	-0,002 (1,17)	4,48 (0,48)	0,19 (0,80)	0,09 (2,06)*	<b>-0,02</b> (0,52)	0,016 (1,62)
Размер предприятия	-0,16 (0,06)	<b>0,179</b> (3,66)**	6,63 (1,46)	<b>9,08</b> (2,15)*	-0,05 (0,04)	<b>1,24</b> (1,55)	0,353 (1,36)
Возраст предприятия	<b>-0,27</b> (1,99) +	0,001 (0,38)	0,15 (0,67)	-0,18 (0,63)	-0,10 (1,67)+	<b>0,03</b> (0,62)	0,008 (0,58)
Отрасль	да	да	да	да	да	да	да
Регион	нет	да	нет	нет	нет	нет	нет
Константа	<b>563,58</b> (2,11)*	5,708 (1,25)	-303,87 (0,66)	338,35 (0,60)	<b>294,65</b> (2,33)*	<b>-60,11</b> (0,65)	-16,080 (0,58)
Число наблюдений	66	65	65	46	63	<b>58</b>	66
R <sup>2</sup> (Pseudo R <sup>2</sup> for Logit)	0,40	0,51	0,22	0,35	0,25	<b>0,08</b>	0,19

*Примечания:*

1. В скобках приводится t-статистика.
2. + — значим на 0,1 уровне существенности; \* — значим на 0,05 уровне существенности; \*\* — значим на 0,01 уровне существенности.
3. Для контрольных переменных "отрасль" и "регион" приводится только информация об их включении или невключении в модель.
4. Для модели с зависимой переменной прибыль/убыток использовалась логистическая регрессия.

действовать не один, а целая группа крупных собственников. Существуют теоретические работы, которые показывают, что в определенном институциональном контексте (прежде всего при слабой защищенности прав собственности) формирование коалиции из нескольких крупных собственников может быть более эффективным, чем сосредоточение преобладающей части собственности в руках одного крупнейшего держателя<sup>1</sup>. Объясняется это тем, что коалиция из участников, обладающих сопоставимыми пакетами акций, способна успешнее ограничивать экспроприирующее поведение друг друга<sup>2</sup>. Еще одно потенциальное преимущество подобной конфигурации собственности состоит во взаимодополняемости опыта, компетенции и

социального капитала, имеющихся у членов коалиции.

Говоря иначе, при определенных условиях коалиция из нескольких крупных собственников может становиться оптимальной, позволяя минимизировать совокупные издержки, связанные как с оппортунизмом наемных менеджеров, так и мажоритарных собственников. Она оказывается способной обеспечить эффективный мониторинг за поведением, с одной стороны, менеджеров, а с другой — собственных членов. В результате такая, более сбалансированная, менее асимметричная конфигурация собственности способствует максимизации рыночной стоимости компании.

Чтобы проверить это предположение, мы провели дополнительную серию расчетов, основанных на данных последнего опроса РЭБ. В его рамках нами впервые собиралась информация о доле акций, принадлежащих не только первому, но и второму крупнейшему собственнику. Полученные результаты отражены в таблице 7. Для

<sup>1</sup> Dyck I.J.A. Ownership Structure, Legal Protection and Corporate Governance. Harvard Business School, 2000. Mimeo.

<sup>2</sup> La Porta R., Lopez-de-Salinas R., Shleifer A. A Corporate Ownership around the World // Journal of Finance. 1999. Vol. 54.

того чтобы дополнительно проверить их надежность, мы расширили круг используемых зависимых переменных, включив в него еще две характеристики инвестиционной активности предприятий — долю капиталовложений, финансируемых из внешних источников, и индекс производственных мощностей.

В целом наши оценки согласуются с выдвинутой гипотезой. Действительно, если коэффициенты регрессии для доли акций, принадлежащей первому крупнейшему акционеру, являются статистически значимыми и имеют знак минус, то для доли акций, принадлежащей второму крупнейшему акционеру, они также в большинстве случаев оказываются статистически значимыми, но только со знаком плюс. Можно утверждать, что при прочих равных условиях наличие внушительного пакета акций у второго крупнейшего акционера стимулирует инвестиции, улучшает возможности для их финансирования из внешних источников, способствует расширению производственных мощностей, повышает их загрузку, обеспечивает условия для более высокой заработной платы и оказывает положительное воздействие на рентабельность. Отсюда следует достаточно неожиданный вывод, что в российских условиях сосредоточение контрольного пакета акций в руках отдельного крупнейшего собственника, как правило, оказывается субоптимальным с точки зрения успешности экономической деятельности предприятий.

Разумеется, к этому выводу следует относиться с большой осторожностью. Дело в том, что интерпретируя полученные результаты, мы по умолчанию исходили из предположения, что причинно-следственная связь действует в одном направлении — от собственности к *performance*. Строго говоря, это не обязательно так. Можно представить сценарий, при котором причинно-следственная связь будет действовать в противоположном направлении — от *performance* к собственности. Предположим, например, что более эффективные предприятия располагают лучшими инвестиционными возможностями. Чтобы привлечь инвестиции, они чаще идут на дополнительную эмиссию акций, что ведет к постепенному размыванию доли крупнейшего собственника и способствует появлению рядом с ним других крупных акционеров. Но поскольку в российских условиях эмиссия акций крайне редко используется для привлечения дополнительного капитала, этот теоретически возможный сценарий, при котором в качестве причины выступает эффективность, а в качестве следствия — структура собственности, представляется менее вероятным.

**Заключение.** Основные выводы из нашего анализа могут быть суммированы в следующих положениях:

— характеристики собственности оказывают неоднозначное влияние на инвестиционную активность и результаты деятельности российских промышленных предприятий;

— имеются основания полагать, что величина пакета, сосредоточенного в руках первого крупнейшего собственника, отрицательно связана с показателями *performance*;

— в то же время идентичность крупнейших собственников не оказывает видимого влияния на результаты хозяйственной деятельности;

— сосредоточение значительных пакетов акций в руках вторых крупнейших акционеров, как правило, положительно отражается на показателях *performance*. Этот результат согласуется с теоретическим предсказанием, согласно которому коалиция из нескольких крупных держателей акций способна интернализировать издержки, связанные с оппортунистическим поведением ее членов<sup>1</sup>;

— он также предполагает, что стандартная практика конструирования показателей концентрации в виде кумулятивных пакетов акций, принадлежащих группам из первых трех, пяти или десяти крупнейших акционеров, может вводить в заблуждение (по крайней мере, в контексте переходных экономик), поскольку такие группы чаще всего очень неоднородны и их члены могут оказывать разнонаправленное влияние на экономическую деятельность предприятий.

Конечно, учитывая фрагментарное состояние наших знаний о характере отношений собственности в переходных экономиках, полученные результаты следует рассматривать как предварительные. Они нуждаются в дополнительной проверке на материале других, более широких баз данных. Тем не менее главный вывод из нашего анализа о том, что показатели хозяйственной деятельности отрицательно связаны с концентрацией собственности, согласуется с тем, что нам известно о внутренней организации крупнейших и наиболее успешных российских корпораций.

Опыт многих стран мира свидетельствует, что обычно основой концентрированной собственности служит институт семьи: чаще всего компании с концентрированной собственностью организованы как семейные фирмы. Российские компании отклоняются от этой модели в

<sup>1</sup> *Bennedsen M., Wolfenzon D. The Balance Power in Closely Held Corporations // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58.*

одном очень важном отношении. По понятным причинам, большинство из них никогда не строились, да и не могли строиться по образцу семейных фирм. Обычно их ядро составляет команда из 3–7 человек, тесно связанных между собой неформальными связями и общим прошлым опытом. По контрасту с семейными фирмами их можно было бы назвать "дружескими" фирмами<sup>1</sup> (некоторые исследователи предпочитают более нейтральный термин — "партнерские" фирмы<sup>2</sup>). В самом деле, члены таких команд обычно знакомы много лет, часто работали друг с другом еще в советские времена, вместе делали первые шаги в бизнесе и являются владельцами сопоставимых по размеру пакетов акций. Похоже, именно такая конфигурация собственности, нащупанная спонтанно, оказывается предпочтительной, как можно заключить из опыта наиболее успешных российских корпораций.

Эта особенность российского корпоративного сектора имеет серьезные следствия для его будущей эволюции. Если наш диагноз верен, то тогда в средне- и долгосрочной перспективах

<sup>1</sup> Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2002. № 12.

<sup>2</sup> Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. М.: Высшая школа экономики, 2003 (препринт).

сложившаяся в России конфигурация собственности может оказаться менее застывшей и устойчивой, чем в странах, где традиционно преобладает концентрированная собственность в виде семейного бизнеса. Институт семьи надолго замораживает и консервирует структуру собственности, ограничивая возможные сдвиги в ней узкими рамками родственного круга. В российских же условиях можно ожидать, что, когда первое поколение "грюндеров" начнет отходить от дел, они едва ли будут оставлять значительные пакеты акций внутри семей, а станут предлагать их внешним инвесторам, т.е. конвертировать их в более ликвидные активы. Это дает неплохие шансы на преодоление избыточной концентрации собственности, характерной для нынешнего этапа развития российского корпоративного сектора. Если события в российской экономике станут развиваться по этому пути, то ее движение в направлении более открытой, транспарентной и работоспособной системы корпоративного управления (риском сказать — англосаксонского типа) может оказаться более быстрым и энергичным, чем следует из пессимистических прогнозов многих аналитиков и чем это реально наблюдалось в бизнес-истории многих других стран мира.

## Как Вам кажется, оказывает ли власть давление на судей в деле М.Ходорковского и П.Лебедева с целью вынести им обвинительный приговор или нет?

(в % от числа опрошенных в каждом замере, N=1600 человек)

Вариант ответа	2004 г.					2005 г.				
	Сентябрь	Октябрь	Ноябрь	Декабрь	Январь	Февраль	Март	Апрель	Май	
Да*	43	48	47	43	50	47	40	53	51	
Нет**	21	17	18	19	17	19	21	18	15	
Затруднились ответить	36	35	35	38	34	34	39	29	34	

\* Сумма ответов "определенно да" и "скорее да".

\*\* "Скорее, нет" + "определенно нет".