

НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

Концентрация собственности и формирование основных типов контроля в российских компаниях

Ружанская Л.С.¹

В работе представлен анализ становления современных типов корпоративного контроля в региональных российских компаниях на примере ОАО Уральского федерального округа. Региональные компании повторяют в целом общероссийские тенденции, такие как постепенный переход от инсайдерского к аутсайдерскому концентрированному контролю. Решающую роль в этом процессе играет корпоративная интеграция. Специфической чертой региональных компаний является большая доля государства регионального уровня, присутствующий в независимых компаниях.

JEL: G30; G32

Ключевые слова: корпоративный контроль, концентрация собственности, организация корпоративного контроля

Общероссийские тенденции

Высокая концентрация собственности — характерная черта российских корпораций на всем пути их становления и развития: начиная с модели быстрой крупномасштабной приватизации, затем волны передела собственности 1994—1995 (контроль директората) и 1997—1998 годов (интегрированные структуры) [Симачев, 2001]. Однако концентрация собственности на российских предприятиях сочетается с большой размытостью оставшегося пакета акций [Долгопятова, 2004в].

Эмпирические исследования [Гуриев, Рачинский, 2004; Долгопятова, 2003, 2004а, 2004б, 2004в; Капелюшников, 2001; Кузнецов, 2002] по российским предприятиям показывают, что высокая концентрация собственности характерна для российских компаний, и степень ее год от года возрастает. Например, такой показатель, как доля крупнейшего акционера в капитале промышленного предприятия, составил в конце 1990-х — начале 2000-х годов, по данным ряда обследований, примерно 30—40%. Доля компаний, у которых заведомо есть собственник с контрольным пакетом акций, оценивается в 2/3 от всех промышленных предприятий. По данным Всемирного Банка, двадцать две крупнейшие бизнес-группы контролируют около 40% российской промышленности — больше, чем все остальные частные собственники, вместе взятые [Долгопятова, 2004в]. Похожие результаты были получены С. Гуриевыми и А. Рачинским [2004] в ходе исследования концентрации собственности в российской экономике. В исследовании Гуриева и др. [2003], использовавшем данные опросов 674 АО, проводимых лабораторией конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода на предприятиях, где крупнейший акционер присутствовал, его пакет составлял 40% обыкновенных акций, а в среднем по выборке этот показатель составил 24%. В 2004 году, по данным обследования 822 АО, проведенного ГУ ВШЭ [Долгопятова, 2007], высокий уровень концентрации капитала (50% + 1 акция) имели почти 70% от числа обследованных АО. 21% АО продемонстрировал

¹ Уральский государственный университет им. А.М. Горького, экономический факультет.

наличие «противовеса» — второго крупного собственника при наличии владельца контрольного пакета. Совокупность предприятий со средним уровнем концентрации собственности (свыше 25% и до 50% обыкновенных акций) составила около 18%. При этом 70% всех респондентов оценили существующий уровень концентрации как оптимальный, что свидетельствует о широком распространении механизма мониторинга со стороны крупного собственника для российских компаний. Именно этот механизм наиболее эффективно защищает имущественные интересы инвесторов.

Высокая концентрация собственности в российской экономике является сегодня результатом еще одного важного процесса – интеграции предприятий. Детальная история становления и развития крупных «олигархических» бизнес-групп представлена у Паппэ [2000]. Основным механизмом интеграции стало изменение отношений собственности. Значительную связь уровня концентрации с корпоративной интеграцией удалось установить для 822 АО (по состоянию на 2005 год [Долгопятова, 2007]). Наибольшую концентрацию собственности продемонстрировали рядовые члены холдингов — по сравнению с управляющими компаниями и независимыми предприятиями. Концентрация собственности выступила инструментом удержания рядовых предприятий в составе группы.

В работе Радыгина и Энтова [2001] отмечено позитивное влияние концентрации собственности на различные показатели эффективности работы предприятий. В других исследованиях [Кузнецов, Муравьев, 2000; Капелюшников, Демина, 2005] концентрация собственности негативно сказалась на результатах работы компании. Различие в выводах можно объяснить тем, что при анализе различные авторы в основном использовали текущие показатели эффективности за 1—2 года, часто учитывались данные обследований (опросов), сделанных на нерепрезентативных и небольших выборках. Некоторые работы выполнены до кризиса 1998 года, что не позволило уловить позитивные результаты, потому что «мелкие отклонения» были незаметны при трансформационном шоке.

В некоторых исследованиях выявлена нелинейная связь между концентрацией собственности и показателями эффективности работы компаний в виде U-образной кривой [Кузнецов, Муравьев, 2000; Капелюшников, 2001]. При этом, несмотря на разницу в выборках – от крупнейших компаний до средних промышленных предприятий, – исследователи сходятся в оценке «эффективного» уровня концентрации собственности в размере 50% обыкновенных акций в руках доминирующего собственника.

Для российских компаний во время изучения упоминавшейся базы данных 674 АО Института экономики переходного периода была выявлена также нелинейная зависимость между уровнем концентрации в руках крупнейшего собственника и качеством корпоративного управления [Гуриев и др., 2003].

Высокая концентрация внешней собственности в российских условиях выполняет не только функции мониторинга и защиты прав собственности, но и поддерживает рыночные перспективы развития бизнеса, маркетинговую и инвестиционную активность компаний, способствует частой смене менеджеров и их команд и в итоге превращает внешнего собственника в инсайдера [Долгопятова, 2004в]. Более позднее исследование Т.Г. Долгопятовой [2007] подтвердило вывод о позитивной роли держателя контрольного пакета акций в проведении активной инвестиционной политики и реструктуризации, направленной на освоение новых рынков и поддержание высокого уровня производительности. В условиях низкой концентрации собственности у предприятий недостаточно стимулов для развития. Лидирующие позиции в расширении бизнеса и росте эффективности продемонстрировали компании со средним по российским меркам уровнем концентрации.

Концентрация собственности в региональных компаниях

Информационную базу исследования составили интервью руководителей, членов советов директоров 100 уральских ОАО, проведенные в 2002 и 2006 годах при финансовой

поддержке МОНФ.² Интервью касались различных аспектов практики корпоративного управления в компаниях. Выборка содержит крупные и средние компании региона, за исключением крупнейших и мелких с численностью менее 100 человек. В общей численности зарегистрированных в Уральском федеральном округе предприятий открытые акционерные общества, попавшие в выборку, занимают 0,3%, в то время как оборот компаний составляет треть промышленной продукции Урала (32,76%), что свидетельствует о попадании в выборку сверхкрупных компаний. Доля занятых на предприятиях выборки в среднесписочной численности персонала промышленности составляет 9,35% по Уральскому федеральному округу и 1,09% по России. Средний показатель, рассчитанный на основе данных о среднесписочной численности работников, составил 2957 человек. 35% выборки составляют предприятия базовых для региона отраслей – металлургии и машиностроения.

Уровень концентрации собственности на уральских предприятиях традиционно высок, это наблюдалось на всем временном отрезке, отмеченном респондентами в интервью, и проверенном с помощью анализа статистических данных регистрационных карточек предприятий. Высокая концентрация пакета акций у конкретного собственника, достаточная для принятия любого решения на общем собрании акционеров, — распространенная практика работы региональных компаний: 61% ОАО выборки на 2006 год контролируется крупными собственниками. По сравнению с моментом акционирования этот показатель увеличился на 17 процентных пунктов. Рычаги управления предприятием закрепляются имущественными правами собственности. Об этом свидетельствует как распространение контрольных пакетов акций, так и их размер: к 2006 году он достиг в среднем 59,8% по всем типам собственников. На момент акционирования аналогичный показатель составлял 57,3%.

Таблица 1

Наличие контрольного пакета акций у собственников предприятия выборки

	Доля предприятий выборки с присутствием контрольного пакета обыкновенных акций, % от ответивших	Средний размер контрольного пакета обыкновенных акций, % от уставного капитала
На момент акционирования	44,8	57,3
2002 г.	60,6	63,0
2006 г.	61,8	59,8

Для характеристики контроля на предприятиях выборки важно выделить наличие не только прямого доминирования через владение контрольным пакетом (50% + 1 акция), но и выделение ситуаций наличия второго крупного собственника (одновременно присутствие пакета 50% + 1 акция и блокирующего пакета > 25%, но < 50%), а также присутствия только блокирующего пакета (> 25%, но < 50%). Если присутствие только контролирующего собственника практически не изменилось во времени – треть всех ответивших, – то изменилась значимо ситуация с двумя другими типами контроля: участилось присутствие только блокирующего собственника и сократилось одновременное присутствие контролирующего и блокирующего акционеров (таблица 2). Доминирующим собственникам оказывается достаточно меньшей доли в собственности компаний для контроля над их деятельностью. Это может свидетельствовать об использовании других инструментов

² Подробнее описание выборки и техника опроса представлены в следующей работе: Ружанская Л. С., Крутиков Д. В. Факторы повышения рыночной стоимости уральских компаний: проблемы практики и политики. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 183. М.: Московский общественный научный фонд, 2006. — 159с.

контроля, помимо имущественного. К таким инструментам могут быть отнесены: участие в управлении (совмещение владения и управления), механизмы корпоративного управления и использование административного давления в случае государственной собственности.

Таблица 2

Типы контроля на предприятиях выборки, % ответивших

	Наличие пакетов обыкновенных акций			ИТОГО
	Контрольный пакет (50% + 1 акция)	Одновременно 50% + 1 акция и > 25%, но < 50%	Блокирующий пакет (> 25%, но < 50%)	
На момент акционирования*	29	43	28	100
2002 г.**	33	25	42	100
2006 г.***	32	30	38	100

* Ответило 51 ОАО.

** Ответило 57 ОАО.

*** Ответило 56 ОАО.

Среди владельцев контрольного пакета выделяются 4 группы: внешние физические лица, государство, промышленные предприятия и топ-менеджеры компаний. Последние полностью контролируют на 2006 год 11% выборки наравне с промышленными предприятиями.

С момента акционирования произошли сдвиги внутри категорий собственников: сократилось количество контрольных пакетов в руках государства (с 16 до 8 АО) и работников предприятия, в то время как контроль со стороны внешних собственников: юридических лиц, сторонних физических лиц и иностранных инвесторов вырос.

Таблица 3

Распределение акционерного капитала на предприятиях выборки по сопоставимому кругу предприятий, % от уставного капитала

Тип собственника	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет акций	Охват выборки	Средний пакет
	На момент акционирования		2002 г.		2005 г.		2006 г.	
Государство	67,6	38,9	36,6	48,6	34,5	39,2	32,7	40,9
Работники	54,4	50,3	56,6	29,2	62,1	22,5	61,8	21,3
Администрация	19,1	8,8	15,0	13,4	43,1	17,2	41,8	18,9
Сторонние физические лица	35,3	22,1	43,3	27,1	56,9	27,4	52,7	27,0
Банки	1,5	10,0	1,6	85,0	10,3	42,8	10,9	41,8
Инвестиционные фонды	8,8	5,9	3,3	4,1	8,6	9,8	5,4	10,5
Нефинансовые юридические лица, в том числе:	26,5	36,6	53,3	50,9	44,8	32,1	47,2	29,1
группа компаний	Н/д	Н/д	13,7	42,7	18,9	37,8	18,1	44,0
Иностранные инвесторы	3,9	20,7	1,6	28,7	6,9	44,2	7,2	44,2
Прочие	33,3	36,7	36,6	48,7	46,5	22,5	47,2	27,6
Всего ответивших ОАО	68		55		58		55	

В течение всего периода наблюдается важная с точки зрения определения механизмов корпоративного контроля на российских предприятиях тенденция: средняя величина пакета доминирующих инсайдеров ниже, чем у аутсайдеров. Причем средний контрольный пакет сторонних акционеров превышает по величине контрольные пакеты, находящиеся в руках членов советов директоров предприятий. Следовательно, для тех акционеров, которые имеют дополнительные инструменты контроля, достаточным будет меньший пакет акций. Внешние собственники прибегают к наиболее надежному способу защиты интересов – имущественному.

Ситуация формального контроля по признаку наличия контрольного пакета акций в руках собственника незначительно отличается от ситуации «реального доминирования» собственника, под которой респондентами в качестве самооценки понималась возможность реально влиять на принятие решений в компании. В соответствии с ответами респондентов на вопросы по структуре собственности и корпоративному контролю, распределение акций на предприятиях было таково, что практически во всех случаях складывался доминирующий собственник. Его отсутствие было отмечено на момент акционирования лишь в 4% случаев. К 2006 году этот показатель сократился, но не существенно – до 2%. Основной контроль концентрируется в руках сторонних инвесторов – государства, сторонних физических лиц и промышленных предприятий (таблица 4).

Таблица 4

**Наличие доминирующего собственника на предприятиях выборки³,
% ответивших**

Тип доминирующего собственника	На момент акционирования	2006 г.
Государство	34	15
Работники предприятия	22	10
Генеральный директор	2	8
Сторонние физические лица	20	25
Юридические лица – нефинансовые организации	12	22
Банки и прочие финансовые организации	2	7
Иностранные инвесторы	0	3
Нет реального доминирования	4	2
Прочие	10	7
ИТОГО	100	100

Модель внутреннего контроля уступает место модели внешнего контроля. Наиболее существенным отличием от общероссийских закономерностей этого процесса для Урала является высокая доля реального доминирования государства в компаниях акционерного сектора. По сравнению с другими акционерами, имеющими контрольный пакет, величина среднего контрольного пакета государства составляет 59%. Рычаги управления находятся преимущественно у властей федерального уровня. Подобные показатели значимо выше средних по России [Капелюшников, Демина, 2005]. Характерно, что при ответе на вопрос о статусе владельца контрольного пакета один из респондентов счел эту информацию

³ Самооценка предприятий.

коммерческой тайной, что дополнительно подчеркивает степень информационной закрытости региональных компаний.

В анализируемой выборке 48 компаний принадлежат к тем или иным типам интегрированных структур. Тип «концентрированной внешней собственности» поддерживается процессом формирования интегрированных структур. Внешний собственник должен располагать действенными инструментами для предотвращения оппортунизма менеджеров-инсайдеров. Непосредственное участие конечного собственника или материнской компании холдинга в управлении может лишь частично решить указанную проблему.

Для российской промышленности были выделены четыре типа корпоративного контроля: концентрированная собственность инсайдеров (модель частной компании), концентрированная собственность инсайдеров как группы менеджеров (модель кооператива менеджеров), концентрированная внешняя собственность и распыленная внешняя собственность [Долгопятова, 2001]. Четвертый тип корпоративного контроля явно подавлен концентрированным контролем.

На момент акционирования на большинстве предприятий нашей выборки (91%) акции распространялись среди физических лиц, в 70% случаев акционером становилось государство. Так что преобладающими типами корпоративного контроля являлись контроль инсайдеров и государства. Сегодня же основной тип сместился в сторону роста доли аутсайдеров, причем распыленная собственность встречается реже, чем концентрированная. Следует отметить, что на уральских компаниях встречаются все четыре типа корпоративного контроля, выделенные Т.Г. Долгопятовой, но есть определенная специфика как внутри типов, так и по их распространению. Наиболее распространенным типом является концентрированная собственность аутсайдеров, лидирующая с большим отрывом от всех прочих типов. Среди этой группы предприятий нетрадиционно выделяет концентрированная собственность государства регионального уровня. Высокая доля государства как собственника в определенном регионе может объясняться двумя причинами это или высокая доля приватизированных стратегически значимых для региона предприятий базовых отраслей, или сигнал о низкой степени рисков для инвесторов (лоббирование интересов на отраслевых рынках, гарантированные выплаты дивидендов). На втором месте в группе концентрированной собственности аутсайдеров – концентрированная собственность инсайдеров как группы менеджеров, однако точность данных по этой группе может быть подвержена сомнению, поскольку менеджеры в крупных компаниях зачастую не напрямую владеют пакетами акций, что искажает результаты исследований. Присутствие этого типа контроля, скорее всего, выше, чем полученные данные.

Таким образом, контроль на уральских предприятиях оформляется по двум типам: 1) концентрированные внешние собственники, из которых выделяется государство; 2) кооператив менеджеров. Это важные выводы о направлении развития корпоративного управления, поскольку первый тип собственников заинтересован в развитии механизмов корпоративного управления, в то время как второй имеет достаточное количество рычагов влияния на принятие решений в компании помимо механизмов корпоративного управления. При этом важно, что на предприятиях выборки преобладает концентрированная внешняя собственность, что позволяет ожидать развития инструментов корпоративного управления.

Список литературы

1. Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Корпоративное управление в российской промышленности. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ», № 149. М.: МОНФ, Российская экономическая школа, 2003.

2. Гуриев С., Рачинский А. Концентрация собственности в российской экономике // Экономический вестник о вопросах переходной экономики transition. – 2004. - № 4 (октябрь – декабрь). – С. 13–19.

3. Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики. – 2001. - № 5. — С. 46–60.
4. Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03, Серия WP1. Институциональные проблемы российской экономики. М.: ГУ ВШЭ, 2003.
5. Долгопятова Т.Г. (2004а). Корпоративная собственность и корпоративный контроль в компаниях // Российская экономика на новых путях. Сборник статей под ред. Э.И. Гойзмана. М.: Институт бизнеса и экономики, 2004.
6. Долгопятова Т.Г. (2004б). Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) / Корпоративный контроль и управление предприятиями //Альманах Ассоциации независимых центров экономического анализа. – 2004. - № 5. – С. 81–98.
7. Долгопятова Т.Г. (2004в). Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. – 2004. - Т. 2, № 2. – С. 3–26.
8. Долгопятова Т.Г. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний // Вопросы экономики. -2007. - № 1. – С. 84–97.
9. Кузнецов Б.В. Преобразование отношений собственности // Российская промышленность: институциональное развитие. - 2002.
10. Кузнецов П.В., Муравьев А.А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России (анализ «голубых фишек» фондового рынка) // Экономический журнал Высшей школы экономики. – 2000. - Т. 4, № 4. – С. 475–504.
11. Капелюшников Р.И. Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. – 2001. - № 12. – С. 112.
12. Капелюшников Р.И., Демина Н. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. – 2005. - № 2. – С. 55.
13. Паппэ Я.Ш. «Олигархи»: экономическая хроника 1992–2000. М.: 2000.
14. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ [Электронный ресурс] // ИЭПП. Сер. Научные труды. – 2001. - № 36.
15. Симачев Ю. Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. М.: Бюро экономического анализа, 2001.