

**ПО МАТЕРИАЛАМ МЕЖДУНАРОДНОЙ КОНФЕРЕНЦИИ  
«Инвестиционный климат и экономическая стратегия России»  
(ГУ-ВШЭ, апрель 2000 г.)**

**Формирование моделей корпоративного контроля  
в российской промышленности  
(по материалам обследований предприятий)<sup>1)</sup>**

**Долгопятова Т.Г.**

В статье анализируются состояние и тенденции развития отношений собственности и корпоративного контроля в российской промышленности с точки зрения процессов концентрации акционерного капитала и его перераспределения между внутренними и внешними собственниками.

Анализ основан на материалах формализованного опроса и серии глубоких интервью с руководителями акционерных обществ, проведенных в 1999 г. ГУ-ВШЭ и Бюро экономического анализа. Показано, что неравные условия доступа к приобретению акционерного капитала способствовали становлению различных моделей корпоративного контроля на предприятиях разных размеров и отраслей. Эмпирические данные позволили выделить эти модели и рассмотреть их преимущества и недостатки в кратко- и долгосрочной перспективах.

К моменту завершения ваучерной приватизации акционерная собственность российских промышленных предприятий справедливо рассматривалась как разпыленная и инсайдерская. Сложившийся еще в конце 80-х гг. контроль над предприятием со стороны администрации в коалиции с трудовым коллективом легализовался в первичной структуре акционерного капитала. За прошедшие 6–7 лет произошли существенные изменения, но говорить о становлении преобладающего типа корпоративного управления в промышленности еще преждевременно. Для нее характерно наличие различных моделей корпоративного контроля. (Под моделью мы понимаем часто встречающееся на предприятиях и *устойчивое* относи-

---

**Долгопятова Т.Г.** – доктор экономических наук, главный научный сотрудник Института анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ.

Статья поступила в Редакцию в июле 2000 г.

<sup>1)</sup> В статье использованы материалы проекта Бюро экономического анализа «Проблемы собственности и корпоративного управления в процессах реструктуризации промышленных предприятий России» (руководитель – к.э.н. Б.В. Кузнецов) и проекта ГУ-ВШЭ «Разработка качественных (институциональных) критериев реформирования и реструктуризации предприятий с их апробацией в рамках пилотного обследования промышленных предприятий», выполненного под руководством автора по заказу Министерства экономического развития и торговли РФ.

тельно незначительных изменений структуры собственности распределение контроля над акционерным обществом между собственниками и менеджерами).

В статье, опираясь на результаты эмпирических обследований, рассмотрены основные модели корпоративного контроля, условия их формирования и поддерживающие их механизмы. Используются материалы глубоких интервью с руководителями 19 предприятий, проведенных в рамках проекта Бюро экономического анализа осенью 1999 г. в 5 регионах России<sup>2)</sup>. Также привлечены результаты опроса руководителей 318 акционерных обществ (АО), выполненного ГУ-ВШЭ в 1999 г. по заказу и при содействии Министерства экономического развития и торговли РФ в 39 субъектах Российской Федерации. Данные формализованного опроса позволяют получить общие, приблизительные оценки, поскольку широко распространенные в промышленности отношения аффилированности им не улавливаются.

### Особенности акционерной собственности

Количественные данные дают представление об основных тенденциях перераспределения собственности последних лет. Прежде всего, наблюдается *падение доли инсайдеров* в целом, с частичной уступкой места внешним собственникам. По сопоставимому кругу АО (см. табл. 1) в 1995 г. на инсайдеров пришлось почти 50% акционерного капитала, а в 1998 г. их доля упала почти на 10 пунктов. При этом респонденты прогнозировали ее сохранение в 2000 г. на том же уровне. Отраслевые различия по величине средней доли инсайдеров оказались статистически значимы: наименьшая доля была в машиностроении, наибольшая – в легкой промышленности.

Таблица 1.

#### Структура акционерного капитала в разрезе групп акционеров по сопоставимому кругу АО

Группы акционеров	Доля в акционерном капитале, процентов	
	1995	1998
Трудовой коллектив <sup>*</sup> )	42,0	31,1
Администрация предприятия	7,8	9,0
Федеральные органы	5,1	4,6
Региональные и муниципальные органы	4,6	3,8
Иностранные инвесторы	1,8	3,7
Российские банки	1,6	1,3
Российские инвестиционные компании, фонды	9,0	11,8
Промышленные предприятия	12,0	13,9
Физические лица, не работающие на предприятии	13,5	18,6
Другие	2,6	2,2
Количество ответивших	277	277

\* На многих предприятиях были предоставлены только данные об акционерной собственности трудового коллектива в целом, включая администрацию. Поэтому в анализе корректно оперировать долей акционерного капитала, находящейся в собственности трудового коллектива и администрации АО.

<sup>2)</sup> Семь предприятий расположены в районных центрах, семь – в областных, а пять – в Москве. На трех предприятиях респондентом был внешний (конкурсный) управляющий, а на других в половине случаев – генеральные директора, в остальных – заместители по экономике, производству, коммерческим вопросам.

Инсайдеры явно доминировали (имели более половины акционерной собственности) в 1995 г. почти на 45% выборки, однако, через три года вес этих предприятий снизился до 29%. Падение доли инсайдеров сопровождалось ощутимым ростом участия в капитале физических лиц, инвестиционных фондов и компаний, промышленных предприятий. Подчеркнем, что если рассматривать только те АО, в которых представлен тот или иной внешний собственник, то наиболее весомой становится именно группа промышленных предприятий (см. табл. 2).

**Таблица 2.**  
**Доля акционерного капитала, принадлежащая основным группам акционеров в АО, где они представлены в числе собственников (в процентах)**

Группы акционеров	1995		1998	
	средняя доля	количество АО	средняя доля	количество АО
Трудовой коллектив	44,1	266	33,0	274
Администрация предприятия	10,3	209	12,1	212
Федеральные органы	24,0	59	23,1	56
Региональные и муниципальные органы	23,2	55	21,7	57
Иностранные инвесторы	22,5	22	21,2	49
Российские банки	10,4	42	7,8	50
Российские инвестиционные компании, фонды	18,8	132	22,9	146
Промышленные предприятия	29,7	112	33,2	139
Физические лица, не работающие на предприятии	17,4	215	22,7	232

Вес инсайдерской собственности занижен, так как часть внешних собственников аффилирована с руководством предприятий. Фактически контролируемый инсайдерами акционерный капитал, по косвенным оценкам, составляет в среднем не менее половины.

В промышленности также *увеличивается концентрация акционерного капитала* (см. табл. 3). Доля крупнейшего акционера в собственности выросла почти до 28% в 1998 г., а трех крупнейших – до 45%. При этом в 1998 г. крупнейший акционер располагал долей менее 10% капитала только в 15% случаев, а пакетом акций менее 20% – в 40%. Крупнейший акционер имел контрольный пакет акций на каждом пятом предприятии. По западным меркам российскую акционерную собственность вполне можно считать концентрированной. Вместе с тем расхождение средних и медианных значений показателей концентрации свидетельствует, что относительно высокой концентрации акционерной собственности сопутствует сильная распыленность оставшейся ее части. Лидером оказалась пищевая промышленность, в ней на каждом третьем предприятии собственник располагал контрольным пакетом акций. В машиностроении контрольный пакет принадлежал собственнику на каждом шестом предприятии, а в легкой промышленности – только на одном из десяти АО.

Эмпирические исследования свидетельствуют, что в российской промышленности наблюдается избыточное (в сравнении с развитыми странами) стремление к концентрации собственности, причем количественные данные не всегда его улавливают. Интервью с руководителями предприятий показывают, что крупный

собственник акционерного общества, будь то менеджер предприятия или внешний акционер, стремится сконцентрировать в своих руках не только контрольный пакет акций, но и наращивает его до 70–80 и более процентов. При этом формально собственность может принадлежать разным акционерам, но контролируется в итоге одним физическим или юридическим лицом. Наиболее общее объяснение подобному стремлению к концентрации – низкий уровень правоприменения в области защиты прав собственности. Хотя во многих случаях воля исполнительной власти или криминала стоит выше закона, однако «вес» пакета контролируемых акций является все-таки определенной страховкой в случае судебных разбирательств. В таком контексте ведущий собственник хочет обезопасить себя от появления оппозиции, которая могла бы поставить под контроль блокирующий (25%) пакет акций.

Таблица 3.

## Показатели уровня концентрации собственности по сопоставимому кругу АО

	Количество ответивших	Доля в стоимости акционерного капитала, процентов			
		1995		1998	
		средняя	медиана	средняя	медиана
Крупнейший акционер	242	26,3	22,0	27,8	23,0
Три самых крупных акционера	242	40,5	40,0	45,1	44,5

Сочетание усиливающейся концентрации акционерной собственности при сохранении высокой доли инсайдеров косвенно свидетельствует о том, что *собственность сосредотачивается у менеджеров* за счет трудовых коллективов и части внешних инвесторов. По понятным причинам проиллюстрировать этот тезис достоверными количественными оценками затруднительно. Так, опрос ГУ-ВШЭ свидетельствует, что падение доли трудового коллектива в целом сопровождается в динамике незначительным (в силу искажений) ростом доли администрации. Попытка сделать специальные расчеты с выделением группы предприятий, на которых крупнейший акционер обладает более 50% акций, а при этом инсайдерская доля превышает долю всех внешних собственников, провалилась. В эту группу попало менее 2% выборки – всего пять предприятий, где собственность по-видимому оказалась у менеджеров. Материалы интервью и другие данные в то же время показывают, что реально руководство предприятия во многих случаях контролирует значимые пакеты акций, скрытые в собственности аффилированных лиц.

Основная черта сложившейся структуры собственности, типичная для подавляющего большинства АО, – *это совмещение функций менеджера и собственника в одном лице*. Как правило, руководитель предприятия (ведущие менеджеры) – крупный или средний акционер, поэтому стандартная проблема теории корпоративного управления – взаимоотношения менеджеров и собственников – модифицируется. Речь идет о взаимоотношениях собственников, один из которых при этом обладает значительными преимуществами, вытекающими из его положения в системе управления, а не из его имущественных прав. Тем самым относительно увеличиваются издержки по контролю других собственников за менеджерами, а они могут снизить издержки по своей защите.

### Условия формирования акционерной собственности

Причины проявления названных тенденций состоят в предопределенности развития историческими условиями (как дореформенными, так и сложившимися в первые годы реформ), а также в действии ряда формальных и неформальных правил, регулирующих становление отношений собственности в интересах основных действующих лиц. Формальные процедуры приватизации, принимая которые, государство пошло на коалицию с трудовыми коллективами, в сочетании с неформальными институтами российской переходной экономики привели к значительному доминированию инсайдеров в акционерной собственности и ее распыленной первоначальной структуре. Завершение приватизационных процессов и последующее перераспределение собственности во многом оказались под контролем менеджмента предприятий, а также усиливающегося игрока в бизнес-среде – региональных органов власти.

Руководство предприятия обладает двоякими преимуществами. При приватизации и вторичных продажах оно использует свои информационные возможности, зная реальное состояние производства и распределение прав собственности, эксплуатирует организационные и финансовые активы предприятия в интересах наращивания своей собственности. Менеджмент имел и имеет тесные связи с региональными и местными администрациями, может манипулировать мнением акционеров из числа работников. После завершения ваучерной приватизации руководство предприятия стало менее зависимым от трудовых коллективов и не всегда нуждается в их поддержке для концентрации собственности в своих руках. Как собственник администрация может инициировать и сама участвовать в процедурах реорганизации, дополнительной эмиссии акций. Сохранение формы закрытого АО также используется высшими менеджерами как механизм упрочения контроля.

Менеджмент имеет доступ к финансовым потокам и активам предприятия и направляет их на приобретение собственности, защиту от появления внешнего инвестора. Эта деятельность проходит часто в скрытых формах, с использованием теневых механизмов формирования средств. Тем самым процесс концентрации собственности у инсайдеров отвлекает средства от развития предприятия.

Возможности участия в приватизации для аутсайдеров были ограниченными, зависели от решений трудового коллектива и администрации предприятий, позиции организаторов ваучерных аукционов – федеральных и региональных органов. Для банков и чековых инвестиционных фондов существовали законодательно установленные ограничения на участие в приватизации одного предприятия. Аутсайдеры, не аффилированные с руководством, использовали собственные средства и несли дополнительные издержки по преодолению организационных барьеров. Для внешних инвесторов чековая приватизация оказалась дешевым способом приобретения небольших пакетов акций, но запретительными были издержки на приобретение контрольного пакета. Это стало возможным лишь на этапе вторичного постприватизационного передела собственности.

Для аутсайдеров издержки приобретения акционерной собственности, как прямые – на покупку, так и трансакционные – на доступ к праву приобретения, оказывались многократно выше, чем у инсайдеров. Внешние собственники начинали борьбу за владение предприятием в случае высокоэффективного производства (или при наличии других выгод для своего бизнеса, перекрывающих из-

держки приобретения). При этом им приходилось нести издержки на преодоление сопротивления старого менеджмента, трудовых коллективов, органов власти и/или инвестировать в установление коалиций с этими игроками.

В условиях неравного доступа к собственности особенности отраслей и рынков, масштабы бизнеса повлияли на становление корпоративного контроля. В благоприятных секторах выгоды (доходы) от распоряжения собственностью создают конкуренцию между инсайдерами и потенциальными внешними собственниками, стимулируя последних к дополнительным издержкам по установлению корпоративного контроля над предприятиями любого размера. В результате контроль над успешными предприятиями достается их администрации или внешним собственникам. Собственность неуспешных предприятий концентрируется у их руководства или остается распыленной. Размеры предприятия, которые определяют минимально необходимый уровень издержек на приобретение собственности и установление контроля, влияют на степень ее концентрации. Вне зависимости от структуры акционерного капитала контроль над неуспешными предприятиями достается менеджменту, извлекающему выгоды из их кризисного состояния.

Опираясь на материалы интервью, нами сделана попытка выделения основных моделей корпоративного контроля. Полученные результаты не репрезентативны, но иллюстрируют взаимосвязи объективных характеристик предприятия со становлением на них тех или иных моделей (см. табл. 4). В российской промышленности, на наш взгляд, наблюдаются следующие модели:

- модель «частного предприятия», где основным владельцем – его директор;
- модель «коллективной менеджерской собственности», где контрольный пакет акций сконцентрирован у «директорской команды» – группы высших менеджеров предприятия, обычно 4–6 человек;
- модель с концентрированным владением, где внешний собственник распоряжается контрольным пакетом акций, а менеджеры – наемный персонал или владельцы небольших пакетов (5–10%);
- модель с распыленным владением, где контроль фактически принадлежит менеджменту предприятия, обладающему незначительным пакетом акций.

### **Модель I частного предприятия**

На базе приватизированного предприятия возникает частный бизнес, в котором совмещены функции собственности и управления. Крупнейший собственник – директор, при этом мелкими акционерами могут быть другие менеджеры, рядовые работники, органы власти, с которыми достигается баланс интересов. После приватизации модель могла сформироваться на небольших и средних предприятиях в благоприятных секторах, ориентированных, прежде всего, на потребительский рынок или узкие эффективные сегменты других рынков. Подобные предприятия тяготеют к малому и среднему бизнесу по особенностям управления и функционирования.

Для модели характерно наличие сложившихся связей собственника – выходца из прежнего руководства предприятия с органами власти регионального и муниципального уровней. Эти связи, кстати, помогают постепенно сконцентрировать собственность в одних руках. Как правило, органы власти регулируют деятельность на местных рынках, но во внутренние дела предприятий не вмешиваются, а иногда готовы оказать определенную поддержку.

**Таблица 4.**  
**Становление моделей корпоративного контроля в промышленности**  
**(по материалам глубоких интервью)**

Отрасль промышленности	Основная продукция	Число занятых на момент		Организа- ционно- правовая форма	Модель приватизации
		привати- зации	опроса		
Машино- строение	Буровое и транспортное оборудование	около 4000	3700	ОАО	третья
	Станки, ТНП	около 1000	350	ОАО	аренда с выкупом
	Энергетическое оборудование	более 10 тыс.	7150	ОАО	первая
	Измерительные приборы	более 1000	300	ОАО	первая
	Разработки по авиастроению	около 10 тыс.	3600	ОАО	особые условия
	Инструменты	около 400	110	ОАО	вторая
	Вагоны метро, спецпродукция	более 10 тыс.	4500	ЗАО	аренда с выкупом
Деревооб- работка	Мебель	около 1500	500	ОАО	вторая
Стройма- териалы	Стройконструкции для метро	более 700	370	ОАО	вторая
Легкая	Верхняя одежда	более 1200	740	ОАО	аренда с выкупом
	Верхняя одежда	600	200	ЗАО	аренда с выкупом
	Обувь по госзаказу (армия, МВД)	800	200	ЗАО	аренда с выкупом
	Фурнитура для легкой пром-ти	более 400	200	ЗАО	аренда с выкупом
	Профессиональная одежда	60*	140	ЗАО	новый бизнес
Пищевая	Сахар	около 500	450	ОАО	вторая
	Масложировая продукция	около 800	740	ОАО	аренда с выкупом
	Макаронные изделия	более 200	190	ОАО	вторая
	Хлебобулочные и кондитерские изделия	600	600	ОАО	вторая
Фарма- цевтика	Медикаменты	1250	1300	филиал ЗАО	первая

\*Данные приведены по сравнению со временем перерегистрации в ЗАО из кооператива в 1992 г.

Продолжение таблицы

Отрасль промышленности	Основная продукция	Банкротство, реорганизации	Наличие внешних собственников, собственности государства	Модель корпоративного контроля
Машиностроение	Буровое и транспортное оборудование	–	физические лица – 39% , юридические – около 8%	формируется II
	Станки, ТНП	–	незначительный пакет продан внешним собственникам	II, возможен переход к I
	Энергетическое оборудование	–	институциональные, в т.ч. иностранные инвесторы, – в сумме более 30%	IV, многополюсная
	Измерительные приборы	конкурсная продажа	имущество приобретают 15 частных предпринимателей	(вероятно IV)**
	Разработки по авиастроению	войдет в ОАО с госучастием	государство – 44%, институциональные инвесторы, в т. ч. иностранные, – в сумме 30%	–
	Инструменты	есть угроза банкротства	внешний собственник, скорее всего аффилированный с администрацией, – 25%	II
Деревообработка	Вагоны метро, спецпродукция	–	московский метрополитен (заказчик), ЗИЛ (поставщик) и банк предприятия – в сумме 30%	IV , многополюсная
	Мебель	конкурсная продажа	имущество приобретают более 20 частных предпринимателей	(не сложилась)
	Стройматериалы	–	государство – 8%, есть порядка 10 мелких внешних собственников	II
Легкая	Верхняя одежда	–	банк – 10%, есть мелкие внешние собственники, аффилированные к администрации	II
	Верхняя одежда	есть угроза банкротства	внешние собственники имеются (более четких данных нет)	не сложилась
	Обувь по госзаказу (армия, МВД)	после внешнего управления	внешний инвестор, контролирующий поставки сырья, приобрел контрольный пакет	III (вероятно IV)



Продолжение таблицы

Отрасль промышленности	Основная продукция	Банкротство, реорганизации	Наличие внешних собственников, собственности государства	Модель корпоративного контроля
	Фурнитура для легкой пром-ти	–	отсутствуют	II
Пищевая	Профессиональная одежда	создано из кооператива	учредитель ЗАО (бывший менеджер) – не более 15%	II
	Сахар	после внешнего управления	предприятие оптовой торговли – 52%, поставщики сырья (колхозы) – в сумме 40%	III (вероятно IV)
	Масложировая продукция	–	группа связанных юридических лиц имеет контрольный пакет	III
	Макаронные изделия	возможна реорганизация	АО принадлежит группе физических и юридических лиц, включая банк	III
	Хлебобулочные и кондитерские изделия	–	государство – 12%	I
Фармацевтика	Медикаменты	реорганизовано из ОАО	частная фирма по сбыту медикаментов – 79%	III

\*\* В скобках дана характеристика отношений контроля на предприятии к началу процедуры банкротства.

Отношения с трудовым коллективом сохраняют патерналистские черты до-реформенных времен, чему способствуют благоприятные рыночные условия. Проявляется забота об обеспеченности коллектива работой и достойном уровне заработной платы, предоставляются социальные льготы. Расплачиваясь таким образом за укрепление контроля, владелец одновременно подстраховывает собственную позицию мощной поддержкой трудового коллектива.

Преимущества данной модели – появление собственника, заинтересованного в эффективной работе предприятия, ориентация управления на финансово-экономические результаты, гибкость и быстрота реакции на изменение условий. Предприятие закрыто от посягательств других инвесторов и, вероятно, превратится в семейный бизнес, где владелец и его наследники будут участвовать в управлении.

В краткосрочной перспективе недостатки данной модели и возможные угрозы бизнесу<sup>3)</sup> связаны с формированием авторитарного стиля управления (такой стиль часто коррелирует со способностью руководителя поставить под свой кон-

<sup>3)</sup> Здесь и далее при анализе моделей корпоративного контроля мы абстрагируемся от угроз бизнесу, связанных с рыночными рисками и субъективными решениями владельцев предприятий.

троль предприятие), а также оппортунистическим поведением менеджмента высшего и среднего звена, штат которого, впрочем, невелик и жестко контролируется владельцем. Он закрывает доступ к контролю мелким акционерам и проникновению новых инвесторов. Разрушить данную модель может банкротство или криминальный контроль, поэтому предприятия обычно соблюдают платежную и формальную налоговую дисциплину, ограничивают использование кредитных ресурсов.

В долгосрочной перспективе усиливаются риски плохого качества управления. Закрытие от внешних инвесторов и источников финансирования, очевидно, ограничивает возможности развития. Если они будут преодолены внутренним финансированием, то рост бизнеса создаст новые риски несоответствия стиля и технологий управления и характера отношений с персоналом масштабам бизнеса.

Данная модель внутренне устойчива. Статус открытого общества для таких предприятий остается формальным, структура контроля больше схожа с ЗАО или ООО, ИЧП. Передел акционерного капитала практически невозможен, если не станет решением владельца или результатом форсмажорных обстоятельств.

### ***Модель II коллективной собственности менеджеров***

Данная модель условно может быть названа «кооперативом менеджеров», в котором также совмещены функции собственности и управления. Как правило, никто из ведущих акционеров не обладает блокирующим пакетом, но доля директора превышает доли каждого из членов команды и близка к блокирующей. Такая модель сформировалась на предприятиях разного размера: она часто встречается на небольших и средних, но также на крупных предприятиях. Что касается отраслей, то это могут быть как благополучные, так и неблагополучные сектора (в этом случае речь идет об относительно небольших предприятиях). Подобная модель контроля существенно чаще распространена на предприятиях с доминированием инсайдеров, чем модель I.

Преимущества и риски, а также характер взаимоотношений владельцев с органами власти и рядовыми работниками дифференцированы под влиянием факторов размера и секторальной принадлежности. Небольшие предприятия могут рассчитывать на общие льготы, которые региональные и муниципальные власти зачастую предоставляют всем производителям. Предприятия достаточно крупные, как правило, имеют возможности для прямого доступа к их поддержке; также взаимодействуют с ними по вопросам передачи социальных объектов, реструктуризации задолженности бюджетам.

При прочих равных условиях проявляются преимущества, связанные с заинтересованностью высшего менеджмента в эффективном функционировании предприятия и снижении тем самым вероятности оппортунистического поведения. Однако возникают очевидные риски командной структуры контроля, которые косятся в возможности нарушения коалиции интересов.

В краткосрочном периоде имеются риски конфликта внутри команды собственников-менеджеров вплоть до раскола, но вероятность этого небольшая. Как правило, неудобного оппозиционера-менеджера увольняют, а его роль как акционера нейтрализуется силами остальной команды. В то же время добавляются еще две группы рисков: 1) барьеры для замены менеджера-собственника при неудовлетворительном качестве его работы. Наряду с моральными проблемами закры-

тость системы управления поддерживается высокой вероятностью оппозиции и конфликта собственников в случае перестановок в менеджменте; 2) трудности формирования единой управленческой команды путем сочетания собственников и несобственников предприятия, мотивации последних.

Вторая группа рисков, очевидно, возрастает в долгосрочной перспективе, когда произойдет естественная смена менеджеров. Отложенный конфликт собственников – существенная черта данной модели. Не исключено, что интересы собственников из числа бывших работников придут в противоречие с интересами работающих менеджеров. Соответственно, возобновится процесс перераспределения собственности, и в перспективе может сложиться иная модель корпоративного контроля. В этом контексте форма закрытого АО обеспечивает устойчивость данной модели. Для открытых обществ возможна угроза появления новых собственников и конфликтов, причем при благополучном положении предприятия эти риски выше. В ОАО не исключено возобновление болезненного и затратного процесса концентрации собственности менеджерами или внешними собственниками в ущерб самому бизнесу.

На сегодня процесс формирования подобной модели не всегда завершен на предприятиях менее благополучных секторов или относительно больших размеров; при этом на небольших предприятиях есть признаки возможного перехода в форму частного предприятия. Отметим, что при формально равных правах собственности во многих случаях генеральный директор имеет существенные преимущества в контроле над предприятием по сравнению с остальными членами команды (эти преимущества часто связаны с тем, что он поддерживает разнообразные внешние контакты предприятия), хотя не может не учитывать позиции других акционеров.

### ***Модель III корпоративного контроля с концентрированным владением***

Подобный тип контроля встречается в российской промышленности в благополучных секторах, причем на предприятиях разных размеров. Он, безусловно, менее распространен, чем коллективная собственность менеджеров. Преимущества и недостатки модели, очевидно, зависят от мотиваций внешнего собственника, контролирующего предприятие<sup>4</sup>). Такая структура корпоративного контроля характерна для многих развитых стран.

Основные риски модели связаны с оппортунистическим поведением менеджмента предприятия, как и в рыночной экономике. У «старого» менеджмента издержки по уклонению от контроля собственника ниже, чем у новой управленческой команды, вследствие информационных и сетевых преимуществ, поэтому он может действовать в своих интересах. Стимулы к подобному поведению создают неуверенность высших менеджеров в прочности своего положения в отличие от рассмотренных выше моделей. Эти риски снижаются путем замены менеджмента. Вместе с тем в краткосрочной перспективе замена может повлечь дополнительные риски некомпетентного управления. Представители частного бизнеса или банковских структур не всегда обладают достаточным опытом и знаниями для работы в производстве. Приход нового руководства, представляющего

---

<sup>4</sup>) Случай принадлежности контрольного пакета акций государству в данную модель не включается и не рассматривается по причине специфики этой разновидности корпоративного управления.

внешнего собственника, чреват сетевыми потерями, поскольку усложняются контакты с властными структурами и партнерами. Также необходимо преодолеть недоверие рядовых работников, а навыки строительства отношений с трудовым коллективом отсутствуют. Недаром внешние собственники при смене директора часто делегируют на его пост представителя прежнего руководства. Постепенно новый менеджмент приобретает опыт, связи и репутацию, но при этом возможности его оппортунистического поведения возрастают.

Ограничивается оппортунизм менеджеров и другими внутренними механизмами корпоративного управления: преобладанием представителей собственника в Совете Директоров, избыточным контролем оперативной деятельности администрации.

Другая группа угроз связана с зависимостью предприятия от интересов собственника. Соответственно, для институциональных инвесторов характерен недостаток контроля деятельности АО. Интегрированные структуры используют контроль над предприятием для подчинения его задачам развития своего бизнеса вплоть до удушения нежелательных конкурентов или вывода финансовых потоков предприятия. Не исключено подобное и для иностранного инвестора, и для российского частного бизнеса. В то же время последний (предприниматель или фирма, за которой обычно стоят физические лица) часто демонстрирует риск несоответствия своих управленческих и финансовых возможностей с масштабами деятельности приватизированного предприятия, ориентацию на краткосрочные результаты.

Основные преимущества модели III – появление возможностей для развития предприятия. Внешние собственники привносят новые технологии и навыки управления (прежде всего в области финансов и маркетинга), предпринимательскую инициативу, привлекают дополнительные источники финансирования. Подчеркнем, что речь идет о финансовых средствах, доставляемых контролируемым этими собственниками структурам. Закрытость от других инвесторов сохраняется. Интегрированные структуры в дополнение способствуют снижению транзакционных издержек, поддерживают устойчивость снабжения и сбыта. Ориентация на экономическую эффективность в определении направлений деятельности присуща банковским структурам, частному российскому и иностранному бизнесу. Уже в краткосрочном периоде это приносит свои плоды, а в долгосрочном – создает базу для упрочения и развития производства.

Обычно недоверие трудового коллектива к новым собственникам высоко, для его преодоления приходится идти на дополнительные издержки, учитывая интересы коллектива (например, включать его представителей в Совет Директоров). Ряд исследователей трудовых отношений отмечали, что на крупных предприятиях внешние инвесторы – иностранцы или банковские структуры – во избежание социальных конфликтов, своего противостояния с органами власти избегают масштабных сокращений, оказывают социальную поддержку персоналу при увольнении.

В отношениях с властными структурами владельцы вынуждены искать почву для коалиции, соответственно – инвестировать в отношения, в том числе за счет своего другого бизнеса. (Известно, что банки кредитуют региональные администрации, а по их просьбе – и другие промышленные предприятия региона; иностранные инвесторы обычно становятся крупными налогоплательщиками и не уводят в тень финансовые потоки; частный бизнес откликается на благотвори-

тельные и политические инициативы администрации и т.п.). В то же время достаточно сильные инвесторы располагают возможностями шантажа, угрожая переключением финансовых потоков и налоговых поступлений в другие регионы, прекращением инвестиций, уходом из бизнеса. Такие угрозы реализуются, если затраты на поддержание коалиции расцениваются как непомерные.

Пути формирования данной модели разнообразны: и сразу же при приватизации, и в ходе вторичного перераспределения собственности. В последние годы часто используются процедуры банкротства. Модель внутренне устойчива, ее изменение может произойти в ходе реорганизации АО в интересах внешнего собственника.

#### ***Модель IV корпоративного контроля с распыленным владением***

В наиболее общем виде данная модель характеризуется тем, что менеджер (команда менеджеров) обычно является собственником пакета акций средних размеров, менее блокирующего. При этом остальные акции частично распылены среди мельчайших акционеров – инсайдеров и сторонних лиц, частично находятся в виде небольших пакетов у государственных органов, институциональных инвесторов, других собственников<sup>5)</sup>. Распыленная модель складывается на крупных и очень крупных предприятиях, находящихся в неблагоприятных секторах экономики, к тому же обремененных существенными социальными обязательствами. Они часто зависимы от госзаказа, работают в узких секторах рынка, обычно имеют значительную задолженность кредиторам и работникам, широко прибегают к бартеру и другим неденежным расчетам. На первый взгляд, подобная модель также схожа с наблюдаемым в западных странах типом корпоративного управления, где его эффективность поддерживается рядом внешних и внутренних механизмов, прежде всего – развитым фондовым рынком, прозрачным рынком корпоративного контроля. В российских условиях говорить о наличии таких рынков преждевременно.

Целесообразно выделить две разновидности модели: однополюсную и многополюсную. В первом случае имеется один весомый инвестор – менеджмент предприятия, а остальные акции распылены в основном между членами трудового коллектива, сторонними лицами. Во втором случае имеется несколько инвесторов (не аффилированных между собой), которые могут контролировать примерно равные по размерам пакеты акций, обычно один из них, причем не самый крупный, – это руководство предприятия. Многополюсная разновидность наиболее типична для очень крупных предприятий, тогда как однополюсная может встречаться и на предприятиях меньших размеров.

Издержки обращения к оппортунистическому поведению для менеджеров при такой модели наименьшие, причем внутренние механизмы корпоративного контроля (оппозицию, Совет Директоров) они обычно используют в своих интересах. Основные ее черты – сочетание бесконтрольности менеджмента, его неуверенности в будущем и невозможности (или нежелания) увеличить свое присутст-

---

<sup>5)</sup> Не стоит путать рассматриваемую модель с переходной структурой контроля, когда на предприятии идет концентрация собственности и ее результаты можно предсказать. Модель – это состояние равновесия, ее отличает устойчивость структуры контроля, трансформация которой в долгосрочной перспективе возможна при сочетании изменений многих условий и факторов деятельности предприятия.

вие в собственности. В результате стимулы к оппортунистическому поведению усиливаются, оно проявляется вплоть до вывода активов. Руководство предприятия не заинтересовано в концентрации значительного пакета, поскольку если и располагает средствами для приобретения собственности, то затем не сможет провести необходимую реструктуризацию и масштабные инвестиции собственными силами. Средства, выведенные им или собственниками с предприятия, находят более эффективное приложение в других сферах. Поэтому ожидать перехода данной модели в форму коллективной собственности менеджеров маловероятно.

Деятельность менеджмента ограничена отношениями с трудовым коллективом и органами власти, прежде всего региональными администрациями. Крупные предприятия – объект их пристального внимания из-за потенциальной социальной опасности. Менеджеры стараются уменьшить риск социальных конфликтов и в то же время шантажируют ими властные структуры. Обычная практика – открытое и скрытое перекрестное субсидирование, когда региональные администрации предоставляют поддержку предприятиям, а те, в свою очередь, сохраняют персонал и объекты социальной сферы, отчасти направляя средства на развитие производства.

В однополюсной модели менеджмент в большей степени бесконтролен, причем, чем более неблагоприятно положение и перспективы предприятия, тем более защищены позиции его администрации. При появлении благоприятных перспектив менеджмент вынужден больше инвестировать в отношения с трудовым коллективом с тем, чтобы использовать его как барьер для появления внешних собственников.

Многополюсная модель увеличивает риски потери менеджером своего статуса в результате согласованного решения внешних акционеров. С одной стороны, это подталкивает менеджмент к установлению коалиции с другими собственниками, к учету их интересов и прав. Этому может способствовать сильное преобладание аутсайдерской собственности (если оно имеет место), невозможность тем самым заручиться поддержкой мелких акционеров из числа инсайдеров. Вероятная угроза заинтересовывает руководство предприятия в упрочении отношений с органами власти. Наличие этих отношений позволяет ему сформировать более выгодные для себя условия долгосрочной коалиции с собственниками. С другой стороны, в краткосрочной перспективе усиливаются стимулы к выводу активов, склонность менеджмента к сговору с частью акционеров с тем, чтобы совместно реализовать возможности контроля финансовых потоков в ущерб остальным собственникам. Характерная для российских промышленных предприятий непрозрачность финансовых потоков, дающая менеджменту дополнительные возможности для манипулирования активами, стимулирует акционеров к участию в этом процессе, когда иными возможностями для реализации прав собственности они не располагают. На наш взгляд, многополюсная разновидность модели также сопровождается относительно большей независимостью менеджмента от других собственников при кризисном состоянии предприятия. Улучшение его положения стимулирует внешних акционеров к увеличению инвестиций в корпоративный контроль.

В долгосрочной перспективе вероятность формирования модели с концентрированным владением также невелика, если сложившееся сочетание условий в промышленности кардинально не изменится. Для трансформации модели необходимо, чтобы издержки внешнего инвестора на получение прав собственности (включая право доступа к ней и обязательные в этом случае затраты на реструк-

туризацию и обновление предприятия) были меньше, нежели результаты его деятельности в последующем. Очевидно, что в этом случае речь пойдет о потенциально привлекательном бизнесе, потере контроля над которым будет сопротивляться администрация предприятия. Ее противодействие, скорее всего, будет поддержано опасующимся неизбежных перемен трудовым коллективом. Объективно интересы обеспечения социальной стабильности и соответствующая практическая политика органов власти, обязательства перед трудовыми коллективами отпугивают внешних инвесторов от перспективного при условии его реструктуризации и крупных инвестиций бизнеса. В этом смысле союзниками менеджмента остаются органы власти, те и другие сегодня ориентированы на достижение краткосрочных целей.

\* \* \*

В российской промышленности на предприятиях разных отраслей и размеров складываются различные модели корпоративного контроля. Наряду с объективными характеристиками – отраслевой принадлежностью и размерами предприятия – на становление модели при прочих равных условиях влияют качество управления и персональные характеристики высших менеджеров, интересы других влиятельных лиц (региональных и местных администраций, крупных трудовых коллективов).

У рассмотренных моделей корпоративного контроля есть общие черты, тормозящие реструктуризацию предприятий: все они ориентированы на закрытость бизнеса от появления новых инвесторов и на непрозрачные отношения собственности, хотя в наибольшей степени это относится к инсайдерским моделям. Двум первым моделям присуще отвлечение средств предприятия на его выкуп в интересах менеджеров, а модели IY – вывод средств в другие виды бизнеса или потребление. Именно модель контроля с разпыленным владением в наибольшей степени благоприятствует оппортунистическому поведению менеджмента и «безответственности» собственников. В ее рамках банкротству крупных предприятий будут противодействовать менеджмент и органы власти, да и кредиторы также не слишком в нем заинтересованы. Поставить под контроль подобное предприятие через процедуру банкротства затруднительно, оно будет по-прежнему находиться под сильным влиянием других действующих лиц.

Нестабильное, на первый взгляд, равновесие фиксируется и препятствует реструктуризации тех предприятий, которые в ней прежде всего нуждаются. Поскольку для внешних собственников издержки доступа к собственности выше, чем для инсайдеров, то модель разпыленного владения получает дополнительные стимулы к консервации даже в случае имеющего перспективы производства. Это оборачивается рисками разрушения бизнеса, хотя власти пытаются поддержать его субсидиями и иными способами. В сложившейся ситуации необходимо вмешательство государства для стимулирования процессов концентрации собственности на крупных промышленных предприятиях, в частности – специальные меры по снижению издержек приобретения акционерного капитала потенциальными собственниками.

\* \*  
\*

### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Аукуционек С. Эмпирика перехода к рынку: опыт России. М.: Наука, 1998.
2. Афанасьев М., Кузнецов П., Фоминых А. Корпоративное управление глазами директора // Вопросы экономики, 1997, №5.
3. Долгопятова Т. Реструктуризация собственности и контроля в промышленности // Предпринимательство в России, 1995, № 3-4.
4. Долгопятова Т. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение. М.: изд. «Дело ЛТД», 1995.
5. Зубакин В. Вторая экономика // Вопросы экономики, 1994, № 11.
6. Клейнер Г. Современная экономика России как «экономика физических лиц» // Вопросы экономики, 1996, № 4.
7. Радьгин А. Реформа собственности в России: на пути из прошлого в будущее. М.: Республика, 1994.
8. Радьгин А., Энтов Р. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП, 1999.