

П. В. Кузнецов, А. А. Муравьев

МЕХАНИЗМЫ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА В УПРАВЛЕНИИ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ ГОСУДАРСТВЕННОЙ И СМЕШАННОЙ ФОРМ СОБСТВЕННОСТИ В РОССИИ*

В статье анализируется эффективность используемых в России механизмов участия государства в управлении акционерными обществами с государственным участием. Рассмотрены становление и степень распространенности таких механизмов, как представление интересов государства, доверительное управление государственными пакетами акций, передача указанных пакетов в контролируемые государством холдинговые компании. Проведен теоретический анализ потенциальных преимуществ и недостатков каждого из упомянутых механизмов.

Составной частью общественного сектора современной России являются около 18 тыс. предприятий, полностью или частично принадлежащих государству на федеральном уровне [Правовое обеспечение... 1999, с. 75]. Правовой статус этих предприятий различен. Подавляющее число их (около 14 тысяч) функционируют в форме государственных унитарных предприятий — казенных предприятий либо предприятий, основанных на праве хозяйственного ведения. Остальные зарегистрированы в форме акционерных обществ с государственным участием. Размер принадлежащих государству пакетов акций этих предприятий варьируется в широких пределах. По данным Мингосимущества Российской Федерации, на конец 1998 г. в государственной собственности были закреплены пакеты акций 3316 акционерных обществ, причем в 1173 предприятиях размер государственного пакета составлял менее 25% акций, в 1291 компании — от 25 до 50% и в 852 предприятиях государству принадлежал контрольный (более 50%) пакет акций [Радыгин, Энтов, 1999, с. 175]. Кроме того, по состо-

* Авторы выражают благодарность Российской программе экономических исследований Фонда «Евразия» за финансовую и профессиональную поддержку в работе над проектом (Грант №98-219) в период с 1998 по 2000 г. РПЭИ финансируется Консорциумом за счет средств Агентства международного развития США и других частных и государственных источников.

© П. В. Кузнецов, А. А. Муравьев, 2002

янию на 1 января 1999 г. в федеральной собственности находились так называемые золотые акции 580 предприятий.

Возникновение в российской экономике компаний смешанной формы собственности шло несколькими путями. Во-первых, такие компании появлялись в результате закрепления в собственности государства крупных пакетов акций акционерных обществ, созданных на базе предприятий, акционирование и приватизация которых проводились только по специальному решению органов государственной власти. Как правило, к этой категории относились крупные предприятия, имеющие стратегическое значение для экономики страны. Во-вторых, в собственности государства остались пакеты акций, которые по разным причинам не были реализованы за ваучеры либо проданы на аукционах и инвестиционных конкурсах¹. Наконец, в ходе приватизации возникали акционерные общества, в уставной капитал которых по решению государственных органов включалась «золотая акция».

Деятельность компаний с государственным участием существенно влияет на состояние всей российской экономики не только в силу многочисленности этой группы предприятий, но и по причине их значимости. Очевидно, что результаты деятельности этих предприятий во многом зависят от того, как ими управляет государство. А оно, как свидетельствует российская практика, является одним из наиболее пассивных акционеров [Radygin, 1999, p. 30]. Следствием самоустранения государства как крупного акционера от решения проблем корпоративного управления становится низкая эффективность предприятий с государственным участием. Поэтому совершенствование механизмов участия государства в управлении государственными компаниями и акционерными обществами смешанной формы собственности является одной из наиболее актуальных проблем экономики России. Не случайно в последние годы она широко освещается как в российской прессе, так и в научной литературе, и привлекает все большее внимание правительственных кругов. Об этом, в частности, свидетельствует принятие в сентябре 1999 г. «Концепции управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации», а также работа над проектом закона об управлении пакетами акций, находящимися в федеральной собственности.

Целью настоящей статьи является анализ эффективности используемых в России механизмов участия государства в управлении акционерными

¹ Строго говоря, правовой статус находящихся в государственной собственности и закрепленных в государственной собственности акций неодинаков, поскольку права государства в том и другом случае различны. С точки зрения настоящего исследования эти различия несущественны.

обществами с государственным участием. В первой части работы приводится краткий обзор применяемых в настоящее время механизмов, во второй рассматриваются преимущества и недостатки каждого из них, в третьей проводится анализ эффективности механизмов участия государства в управлении компаниями смешанной формы собственности с применением эконометрических методов.

МЕХАНИЗМЫ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА В УПРАВЛЕНИИ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ СМЕШАННОЙ ФОРМЫ СОБСТВЕННОСТИ

В российской практике участия государства в управлении предприятиями, имеющими государственный пакет акций, выделяются три основных механизма: 1) представление интересов государства; 2) доверительное управление; 3) внесение государственных пакетов акций в уставные фонды (капиталы) организаций, находящихся под контролем государства, в том числе с созданием холдинговых компаний. Предприятия, в которых государству принадлежит «золотая акция», стоят особняком, поскольку набор правомочий, имеющийся у государства как ее владельца, весьма специфичен и к тому же претерпел существенные изменения в течение последних лет. В связи с этим участие государства в управлении предприятиями с «золотой акцией» обсуждается отдельно.

Представление интересов государства. Институт представителей государства в органах управления акционерных обществ впервые упоминается в государственных программах приватизации и указах Президента Российской Федерации, регулирующих приватизацию предприятий отдельных отраслей. Более четкое законодательное оформление этот механизм получил с выходом Указа Президента РФ от 10 июня 1994 г. № 1200 «О некоторых мерах по обеспечению государственного управления экономикой». В этом Указе было установлено, что представителями государства могут назначаться как государственные служащие (на основании решений Президента, Правительства Российской Федерации, соответствующих федеральных органов исполнительной власти либо Российского фонда федерального имущества), так и иные граждане Российской Федерации (на основании договоров о представлении интересов государства, заключаемых в соответствии с гражданским законодательством).

До последнего времени наибольшее распространение имел механизм представления интересов государства работниками ведомств. Представителями государства в органах управления акционерных обществ выступали сотрудники Мингосимущества России, Минэкономики России, отраслевых министерств, органов управления субъектов Федерации. На рубеже 1995–1996 гг. в советы директоров акционерных обществ с государственным уча-

стием входили 2500 чиновников, в 1999 г. — около двух тысяч. В основном они являлись сотрудниками федеральных министерств и ведомств, а также представителями органов Мингосимущества Российской Федерации. Так, в 1999 г. 92% представителей государства были работниками федеральных органов исполнительной власти и их территориальных подразделений, 8% — работниками Мингосимущества, Министерства по антимонопольной политике, Минфина России, Российского фонда федерального имущества [Концепция управления... 1999].

До 1996 г. представление интересов государства гражданами, не являвшимися государственными служащими, имело место в единичных случаях. Это было результатом отсутствия детально проработанной нормативной базы для заключения соответствующих договоров. Она была сформирована лишь в Постановлении Правительства Российской Федерации от 21 мая 1996 г. № 625 «Об обеспечении представления интересов государства в органах управления акционерных обществ (хозяйственных товариществ), часть акций (доли, вклады) которых закреплены в федеральной собственности». Однако и после принятия указанного документа этот механизм не получил широкого распространения. В первую очередь это было вызвано неопределенностью относительно источников финансирования для оплаты соответствующей деятельности. Так, на конец 1998 г. среди всех представителей интересов государства в акционерных обществах насчитывалось менее 1% граждан, не являвшихся государственными служащими [Правовое обеспечение... 1999, с. 95; Концепция управления... 1999].

В наиболее крупных компаниях на основании указов Президента Российской Федерации из представителей государства в советах директоров формировались специальные коллегии («коллегии представителей государства»). В их состав, как правило, входили чиновники отраслевых министерств, Минэкономики и Мингосимущества. По решению коллегии на одного из ее членов возлагалась обязанность действовать от имени государства на собраниях акционеров. Среди компаний, в которых в разное время были образованы коллегии представителей государства — РАО «ЕЭС России», АО «Росгазификация», РАО «Газпром», АО «Связьинвест».

Доверительное управление. Первым нормативным актом, регулирующим отношения в этой сфере, стал Указ Президента РФ от 24 декабря 1993 г. № 2296 «О доверительной собственности (трасте)», который впоследствии был дополнен документами Госкомимущества. Несмотря на то, что природа доверительной собственности (подразумевающая «расщепление» правомочий, заключенных в праве собственности) была чужда принципам российской системы гражданского права, известны примеры передачи государственных пакетов акций в траст (РАО «Газпром», 1994 г.). С выходом в

марте 1996 г. второй части Гражданского кодекса, которая утвердила институт доверительного управления, Указ № 2296 фактически утратил силу. После этого управление акциями, находящимися в федеральной собственности (а фактически — предприятиями), велось на основании доверенностей, договоров-поручений или договоров коммерческого управления. В большинстве случаев использование этих форм требовало специальных указов Президента. В силу низкой оперативности такой порядок не способствовал оптимизации процесса управления предприятиями [Гончаров, 1997].

Значительным шагом вперед стало принятие Правительством Российской Федерации Постановления от 7 августа 1997 г. № 989 «О порядке передачи в доверительное управление закрепленных в государственной собственности акций акционерных обществ, созданных в процессе приватизации, и заключения договоров доверительного управления этими акциями». Первыми предприятиями, на которых был задействован введенный Постановлением № 989 механизм, стали АО «Востсибуголь» и АО «Хакасуголь» (декабрь 1997 г.). В дальнейшем круг таких компаний расширился. Однако оценить степень распространенности механизма доверительного управления государственными пакетами акций не представляется возможным — Госкомстат России не собирает соответствующую статистическую информацию.

Формирование государственных холдинговых компаний. Третьей формой управления государственными пакетами акций является внесение их в уставные фонды организаций, находящихся под контролем государства, в том числе с созданием холдинговых компаний. Формирование холдинговых компаний осуществлялось двумя путями — на основании указов Президента РФ об отдельных предприятиях и в соответствии с Временным положением о холдинговых компаниях². Этот механизм на практике используется с 1992 г., когда специально для управления отраслями топливно-энергетического комплекса были образованы крупные холдинговые структуры (РАО «ЕЭС России» и РАО «Газпром»). Уставный капитал этих структур формировался за счет внесения всего капитала (имущества) или крупных пакетов акций бывших государственных предприятий — производителей электроэнергии и газа, а также ряда предприятий смежных отраслей. Например, РАО «ЕЭС России» аккумулировало пакеты акций различной величины 71 региональной энергетической компании, причем в 53 из них холдингу принадлежит более 49% обыкновенных акций. Сходные процессы проходили в нефтяной промышленности. Большинство предприятий нефтедобычи,

² См. Приложение к Указу Президента РФ от 16 ноября 1992 г. № 1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации промышленных предприятий».

нефтепереработки и нефтепродуктообеспечения вошли в состав вертикально интегрированных компаний, общее количество которых приближается к двум десяткам. Многие из образованных нефтяных холдингов были полностью приватизированы («Сибнефть», «Сиданко»). В то же время до середины 2000 г. государство оставалось единственным собственником холдинга «Роснефть», а также крупным акционером нефтяных холдингов «Тюменская нефтяная компания», «Славнефть», «Онако» и др.

Процесс формирования контролируемых государством холдинговых компаний затронул и другие отрасли. В частности, был образован холдинг «Связьинвест», а также ликвидированные впоследствии «Рослеспром» и «Российская металлургия». Всего к 1998 г. в России было зарегистрировано более 100 холдингов с государственным участием [Radygin, 1999, p. 20].

«Золотая акция». Правовой режим «золотой акции» изначально определялся Указом Президента России от 16 ноября 1992 г. № 1392 «О мерах по реализации промышленной политики при приватизации государственных предприятий». В нем «золотая акция» характеризовалась как ценная бумага, предоставляющая ее владельцу все права, предусмотренные для владельцев обыкновенных акций, в частности право на получение дивиденда и право голоса на общем собрании акционеров. Кроме того, держатель «золотой акции» наделялся правом вето по ряду важных вопросов деятельности акционерного общества, в том числе о внесении изменений в устав, совершении сделок с имуществом общества, реорганизации и ликвидации общества и др. Решение о закреплении в государственной собственности «золотой акции» принималось в момент приватизации предприятий. В большинстве случаев срок закрепления «золотой акции» составлял 3 года, однако Правительством могло быть принято решение о его продлении. С принятием Закона от 21 июля 1997 г. № 123 «О приватизации государственного имущества и об основах приватизации муниципального имущества в Российской Федерации» «золотая акция» трансформировалась в специальное право на участие Российской Федерации, ее субъектов и муниципальных образований в управлении акционерным обществом. Был изменен и круг правомочий владельца специального права — «золотой акции». В частности, орган, принявший решение о применении специального права — «золотой акции», получил право назначать представителей в совет директоров и ревизионную комиссию компаний, минуя общее собрание акционеров, требовать созыва внеочередного общего собрания акционеров. Он также был наделен всеми правами, которыми обладают держатели 2% акций общества, и правом вето при принятии общим собранием акционеров решений по важнейшим вопросам. Специальное право — «золотая акция» — не имеет ограничений по сроку, хотя и может быть отменено органом, принявшим решение о его при-

менении. Более детальный обзор изменений в правовом положении «золотой акции» приведен в книге: [Костикова, Черкашина, Швецов, 1998].

Участие государства в управлении предприятиями с «золотой акцией» возможно только через институт представителей государства. Это отчетливо проявилось после преобразования «золотой акции» в специальное право на участие в управлении компанией. Однако и до этого момента «золотая акция» в силу своей специфичности (ограниченные права на участие в управлении плюс ничтожные размеры дивиденда) не могла быть передана ни в доверительное управление, ни в холдинговую компанию.

Что касается характеристик предприятий, в которых государству принадлежит специальное право («золотая акция»), то, несмотря на недостаток информации, можно отметить, что это в основном крупные компании (от 1000 работающих). В то же время гигантов промышленности среди них нет. Отраслевая принадлежность этих предприятий самая разная — от машиностроения (Московская научно-производственная компания «Авионика»), химической промышленности («Апатит») до добывающей промышленности («Красноярская угольная компания») и транспорта («Внуковские авиалинии»). Большинство этих компаний объединяет принадлежность к группе предприятий, имеющих стратегическое значение для экономики страны.

ЭФФЕКТИВНОСТЬ ОТДЕЛЬНЫХ МЕХАНИЗМОВ УЧАСТИЯ ГОСУДАРСТВА В УПРАВЛЕНИИ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ В РОССИИ

Представление интересов государства работниками ведомств. Недостатки этого механизма управления компаниями хорошо известны как из зарубежного, так и из российского опыта. Во-первых, управление компаниями с государственным участием часто относится к компетенции различных министерств, ведомств и подразделений в составе правительства, которые преследуют разные и даже взаимоисключающие цели. Во-вторых, государственные чиновники могут ставить перед компаниями не только чисто экономические, но и другие (например, социальные) цели. Считается, что именно конфликты между министерствами, ведомствами и подразделениями правительства и противоречивые цели приводят к бездействию менеджмента, необоснованным инвестициям и, в конечном счете, неэффективной деятельности предприятий.

Рассматриваемый механизм управления чреват еще одной проблемой, связанной с процедурой назначения советами директоров менеджеров предприятий, а также с осуществлением советами директоров функций контроля. В советы директоров предприятий с государственным участием обычно входят чиновники высшего министерства, у которых, как правило, не имеется достаточного опыта работы в сфере бизнеса либо такой опыт вооб-

ще отсутствует. В результате при назначении руководителей предприятий главную роль играют не квалификация и опыт кандидатов, а иные соображения. По той же причине затруднен эффективный мониторинг действий менеджмента.

В российской практике известны два наиболее распространенных типа поведения государственных представителей в акционерных обществах [Радыгин, Энтов, с. 169]. Первый — «индифферентное поведение», заключающееся в том, что представитель государства не проявляет интереса к делам предприятия. В результате менеджмент компании получает значительную свободу действий в использовании ресурсов. Причинами индифферентного поведения может быть загруженность государственного представителя основной работой, что не позволяет ему эффективно управлять пакетами акций в нескольких обществах, а также отсутствие квалификации и, что весьма существенно, материальных стимулов. Второй — «заинтересованное поведение», отличительными чертами которого являются сознательное игнорирование задолженности общества перед государством в период выполнения функций государственного представителя и последующий переход на высокооплачиваемую работу в это общество, а также голосование на собрании акционеров от имени государства за вторичную эмиссию, в результате которой доля государства существенно уменьшается. Таким образом, речь идет о поведении госпредставителя в интересах менеджеров (или отдельных акционеров). «Заинтересованное поведение» может также проявляться в принятии решений в интересах конкурентов предприятия.

В связи с изложенными выше проблемами рядом специалистов выдвигается предположение о том, что «институт представителей государства не может быть эффективен в принципе, если речь идет о его массовом использовании» [Правовое обеспечение... 1999, с. 95]. Отсюда — рекомендации ограничить применение института представителей государства крупнейшими холдингами типа РАО «Газпром» и РАО «ЕЭС России».

Доверительное управление. Основное преимущество механизма доверительного управления — исключение компаний из-под прямой опеки незаинтересованных и неквалифицированных государственных чиновников. Управление пакетом акций предприятия может быть передано в руки лиц, обладающих опытом работы в сфере бизнеса. Качество управления можно повысить за счет назначения доверительных управляющих на конкурсной основе. Появляется возможность четко определить в договоре доверительного управления вознаграждение управляющего и увязать его с результатами деятельности предприятия. Благодаря этому управляющий обретает стимулы действовать в соответствии с установленными государством целями. Наряду с перечисленными достоинствами у этого механизма есть целый ряд

недостатков, которые, как будет показано ниже, ставят под сомнение его эффективность, по крайней мере, в российских условиях.

Регламентировать как в законе, так и в конкретном договоре доверительного управления все действия доверительного управляющего невозможно³. Следовательно, многие из них управляющий будет производить по своему усмотрению, а при удобном случае — ради собственной выгоды. В результате возникает вопрос о защите интересов доверителя. Одним из способов могла бы стать увязка вознаграждения доверительного управляющего с результатами его деятельности. Нетрудно увидеть общее между рассматриваемой ситуацией и агентской проблемой, возникающей во взаимоотношениях акционеров и наемных менеджеров. Известно, что разработка самых изощренных стимулирующих контрактов между частными собственниками — акционерами компаний и наемными менеджерами не позволяет добиться ее удовлетворительного решения. Не вдаваясь в детали, сошлемся на известных специалистов в области корпоративного управления А. Шлейфера и Р. Вишны. По их мнению, «проблематично утверждать, что стимулирующие контракты полностью решают агентскую проблему» [Shleifer, Vishny, 1995, p. 14]. Таким образом, неизбежная «неполнота» контрактов (неконкретность договоров) будет провоцировать управляющего к извлечению личных выгод. Важнейшим препятствием для этого может стать судебная система, способная разрешать споры по поводу доверительных отношений на основе не только конкретных норм закона и положений договора, но и общих принципов права.

Известно, что институт траста получил наибольшее развитие в странах англосаксонской системы права. Вероятно, не последнюю роль в этом сыграла судебная система, занимающая в Великобритании, США, Канаде особое положение. В основе всей правовой системы этих государств лежит судебный прецедент, а при разрешении споров существенную роль играют именно общие принципы права. Что касается траста, то важнейшим из них выступает принцип доверительности [Шаталов, 1997]. Эти принципы применяются судами, которые считаются наиболее эффективными в мире.

Суть сказанного выше можно резюмировать следующим образом: для развития отношений доверительного управления необходима развитая система правовой защиты, в первую очередь — эффективная судебная система. Характерные для современной России недисциплинированность при исполнении договоров, юридический дилетантизм судебных работников, пробелы в законодательстве самым негативным образом воздействуют на развитие

³ С точки зрения экономической теории невозможность заключения «полного» контракта вытекает из ограниченной рациональности экономических агентов.

института доверительного управления. Поэтому попытки использования этого механизма могут привести к неутешительным для доверителя результатам.

Проблемы, связанные с тем, что доверительный управляющий получает значительную свободу действий и может воспользоваться ею для извлечения личных выгод, а возможности правовой системы России по предотвращению такого поведения ограничены, по всей видимости, хорошо известны государственным органам. Во всяком случае, законодательством предусмотрен ряд мер, направленных на их нейтрализацию. В первую очередь это касается ограничения круга вопросов, по которым доверительный управляющий имеет право самостоятельно принимать решения. Введена процедура согласования с представителями государственных органов некоторых действий управляющего (см. Постановление Правительства Российской Федерации от 7 августа 1997 г. № 989). При этом совершенно теряется из вида тот факт, что при таком порядке процесс принятия решений значительно замедляется. Однако самым существенным недостатком является то, что принимающим наиболее важные решения агентом вновь становится незаинтересованный и некомпетентный чиновник. Неясны и последствия других мер. Например, для договора доверительного управления обязательным является пункт о гаранте имущественной ответственности управляющего (его роль может играть залог имущества). Негативные последствия этого положения связаны с тем, что квалифицированные менеджеры, не обладающие необходимыми активами, оказываются отрезанными от потенциальных объектов управления.

Критики этого механизма также утверждают, что в существующем на данный момент виде он ориентирован скорее на предпродажную подготовку пакетов акций. Основанием для таких выводов служит тот факт, что в соответствии с Постановлением Правительства № 989 основная задача доверительного управляющего определяется как повышение курсовой стоимости и ликвидности акций, а срок договора ограничен тремя годами. Трехлетний срок формирует стимулы к преследованию краткосрочных целей, которые могут противоречить интересам долгосрочного развития предприятия. Заметим также, что курсовая стоимость акций компании не всегда зависит от эффективности ее работы, а на российском рынке котируются акции незначительного числа предприятий. Таким образом, перед доверительным управляющим ставятся цели, находящиеся вне сферы его контроля.

Формирование государственных холдингов. Обычно холдинговые компании создаются с целью оптимизации управления и финансирования юридических лиц. Как правило, в рамках одного холдинга сосредотачиваются права по управлению предприятиями, тесно связанными между собой в технологическом отношении или в отношении которых

признана экономическая целесообразность сохранения единой инвестиционной политики. Преимущества и недостатки холдинговых структур достаточно широко обсуждаются в экономической литературе, поэтому остановимся на наиболее существенных специфических чертах холдингов, находящихся под контролем государства. Создание таких компаний обычно продиктовано необходимостью выведения предприятий из-под прямого вмешательства государственного аппарата, а также стремлением к концентрации государственной собственности и уменьшению числа объектов управления.

Одно из важнейших преимуществ контролируемых государством холдингов состоит в том, что они служат своеобразным буфером между государственными служащими, которые склонны преследовать самые разные, в том числе весьма далекие от эффективности, цели, и конкретными государственными предприятиями и компаниями смешанной формы собственности. Создание холдингов также может способствовать более эффективному контролю за деятельностью предприятий с государственным участием. Действительно, функции контроля передаются от многочисленных государственных чиновников в специализированную холдинговую компанию, способную обеспечить формирование советов директоров отдельных предприятий из числа высококвалифицированных управленческих кадров. В том случае, если перед холдинговой компанией поставлена четкая цель максимизации прибыли, ее руководство будет заинтересовано в максимальной эффективности дочерних компаний.

Ряд представителей экономической и юридической науки рассматривает внесение государственных пакетов акций в уставные фонды (капиталы) организаций, находящихся под контролем государства, как наиболее эффективный в нынешних российских условиях способ управления предприятиями с государственным участием. Например, специалисты отмечают, что «идею концентрации государственной собственности и уменьшения числа объектов управления следует всецело одобрить, поскольку без резкого сокращения числа самостоятельно хозяйствующих субъектов с государственным участием ... нельзя создать эффективную систему управления» [Правовое обеспечение... 1999, с. 103].

Хотя холдинги и позволяют ослабить политический контроль за деятельностью государственных предприятий и компаний смешанной формы собственности, устранить его полностью они не в состоянии. В этом заключен важнейший недостаток этих структур. Зарубежный опыт свидетельствует о том, что государственные холдинги не являются панацеей от неэффективности предприятий. В частности, в послевоенной Италии была создана стройная система управления государственными и смешанными

предприятиями, во главе которых стояло Министерство государственного имущества, а уровнем ниже располагались государственные холдинговые компании (IRI, EFIM, EGAM и др.). Последние контролировали производственные компании либо непосредственно, либо через отраслевые субхолдинги (Finsider, Fincantieri, Finmeccanica и др.). С 70-х годов государственный сектор Италии стал приходить в упадок, не в последнюю очередь вследствие того, что государственные холдинги и контролируемые государством предприятия превратились в объект борьбы между различными политическими партиями, входившими в постоянно менявшиеся коалиционные правительства. В результате в основу экономической политики Италии с 90-х годов легли идеи приватизации [Brusoni, Orsenigo, 1997].

Приведенный выше обзор позволяет сделать вывод о том, что предпочтительность того или иного механизма управления компаниями с государственным участием сложно обосновать, опираясь исключительно на теоретические аргументы. В лучшем случае они позволяют сформировать ряд гипотез, которые нуждаются в эмпирической проверке. Поэтому далее предпринята попытка оценить эффективность различных механизмов участия государства в управлении крупнейшими российскими компаниями смешанной формы собственности на эмпирическом уровне.

ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ

Необходимо оговориться, что ограниченность имеющихся в распоряжении авторов данных сузила рамки эмпирического исследования. В частности, недоступной оказалась информация о механизмах управления пакетами акций, оставшихся у государства и не переданных в холдинговые компании. В результате данное исследование ограничивается сравнением эффективности передачи государственных пакетов акций в холдинговые компании с эффективностью остальных механизмов участия государства в управлении компаниями смешанной формы собственности, понимаемых как некий «обобщенный» механизм. В этом контексте основную гипотезу исследования можно сформулировать следующим образом: передача государственных пакетов акций компаний смешанной формы собственности в контролируемые государством холдинги эффективнее остальных механизмов участия государства в управлении такими предприятиями. Следует отметить, что поскольку имеющиеся в распоряжении авторов данные охватывают 1995–1997 гг., а институт доверительного управления стал более или менее активно развиваться только с конца 1997 г., в эмпирической части работы речь по существу идет о сравнении эффективности двух механизмов управления: представления интересов государства и передачи государственных пакетов акций в холдинговые компании.

Переходя к эмпирическому исследованию работы, следует четко определить, что подразумевается под эффективностью механизмов управления. Поскольку между качеством управления и достижением поставленных перед предприятием целей существует прямая связь, эффективность каждого механизма управления следует оценивать по степени реализации этих целей. В чем же состоят цели деятельности российских государственных предприятий и компаний смешанной формы собственности? На этот вопрос, очевидно, не существует простого ответа. Во многих работах подчеркивается двойственность целей функционирования предприятий с государственным участием: наряду с извлечением прибыли от них ожидают реализации задач определенной социально-экономической политики. Более того, в рамках общественного сектора функционирует определенное число «планово-убыточных» предприятий, основной целью которых является не извлечение прибыли, а удовлетворение тех или иных потребностей общества (например, производство каких-либо общественных благ). Тем не менее дальнейший анализ опирается на предположение о том, что *цели деятельности российских акционерных обществ смешанной формы собственности и частных предприятий в целом совпадают*. Соответственно, при оценке эффективности работы акционерных обществ с государственным участием можно пользоваться стандартными критериями экономической эффективности. Ниже приведены аргументы в защиту реалистичности этого предположения.

Во-первых, планово-убыточное производство, связанное с реализацией определенных внеэкономических целей, типично скорее для государственных унитарных (казенных) предприятий, прибыли и убытки которых являются составной частью государственного бюджета. Акционерное общество не является оптимальной организационно-правовой формой для ведения «планово-убыточного» производства уже в силу того, что деятельность таких предприятий подпадает под действие Закона о банкротстве. Далее, считается, что в силу своей специфики «планово-убыточные» предприятия «должны иметь существенно ограниченную степень свободы в принятии ими решений, т. е. органы государственного управления должны не просто иметь возможность осуществлять стратегическое управление ими, но и жестко регламентировать их деятельность» [Правовое обеспечение... 1999, с. 82]. В основе же законодательства об акционерных обществах лежат совершенно иные принципы.

Во-вторых, в России решения об акционировании и приватизации предприятий принимались при непосредственном участии их директоров. Действуя рационально, директора «планово-убыточных» предприятий должны были противодействовать акционированию и приватиза-

ции, поскольку в противном случае руководимые ими предприятия неизбежно оказывались под угрозой банкротства.

Наконец, в утвержденной Правительством «Концепции управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации» основная цель управления принадлежащими государству пакетами акций определена именно как достижение максимальной экономической эффективности («увеличение неналоговых доходов федерального бюджета»).

Описание выборки и данных. В эмпирической части работы используются пространственно-временные данные, содержащие основные финансовые показатели, а также информацию о структуре собственности 103 российских предприятий за 1995–1997 гг. В основе выборки лежит список «голубых фишек» российского фондового рынка, составленный агентством финансовой информации «Скейт». Из этого списка, охватывающего 236 предприятий, были последовательно удалены финансовые институты, компании, прежде не имевшие статуса государственных предприятий, а также фирмы, образованные после 1 января 1995 г. Затем был исключен ряд холдинговых компаний, которые не вели (либо не публиковали) консолидированную финансовую отчетность в 1995–1997 гг. На последнем этапе из выборки были исключены предприятия, для которых не удалось найти информацию о структуре собственности. Как будет показано ниже, проведенные вынужденные модификации выборки не привели к ее существенному смещению.

В процессе формирования данных были использованы следующие источники информации о финансовом положении эмитентов: агентство финансовой информации «Скейт», сервер ФКЦБ [Адрес: <http://disclosure.fcsm.ru>], базы данных «ГНОЗИС», «АК&М» и Госкомстата России. Сведения о структуре собственности были почерпнуты из баз данных агентств «Скейт», «АК&М», из ежегодника «Russian Equity Guide», издаваемого брокерской фирмой «Brunswick Brokerage», а также из российской финансовой прессы.

Отраслевая структура выборки (распределение предприятий по базовым отраслям промышленности) приведена в табл. 1. Предприятия пяти агрегированных отраслей (нефтяной, газовой и химической, металлургической, электроэнергетики, связи и машиностроения) составляют 86,4% общего числа включенных в выборку фирм. В табл. 1 также приведено распределение по базовым отраслям 200 российских компаний с наибольшей рыночной капитализацией по состоянию на сентябрь 1998 г. (список «Эксперт-200»). Несмотря на наличие определенных несоответствий между отраслевой структурой выборки и списком «Эксперт-200», статистический критерий Вилкоксона-Манна-Уитни (см. табл. 1) не позволяет отвергнуть гипотезу об однородности двух указанных совокуп-

ностей. Таким образом, нет оснований утверждать, что выборка неадекватно представляет отраслевую структуру крупнейших российских предприятий.

Таблица 1

Отраслевая структура выборки

Отрасли	Выборка		«Эксперт-200»	
	Количество предприятий	%	Количество предприятий	%
Нефтяная, газовая и химическая	23	22,3	54	27,0
Металлургия	18	17,5	14	7,0
Электроэнергетика	17	16,5	41	20,5
Связь	17	16,5	52	26,0
Машиностроение	14	13,6	23	11,5
Транспорт	6	5,8	6	3,0
Лесная и целлюлозно-бумажная	3	2,9	2	1,0
Пищевая	2	1,9	5	2,5
Другие	3	2,9	3	1,5
Итого	103	100	200	100

Примечание: Критерий Вилкоксона-Манна-Уитни: $|\gamma_{ст}^{(18)}| = 0,499 < 1,959 = u_{0,975}$ и гипотеза об однородности двух совокупностей не отвергается.

Структура выборки по экономическим районам представлена в табл. 2. В выборке доминируют предприятия Уральского (18,4%), Западно-Сибирского (16,5%), Северо-Западного (14,6%), Центрального (13,6%) и Поволжского (11,7%) экономических районов. Доля предприятий остальных экономических районов не превышает 6%. В таблице также показано распределение

по экономическим районам предприятий из списка «Эксперт-200». Как и в случае с отраслевой структурой, критерий Вилкоксона-Манна-Уитни (см. табл. 2) не позволяет отвергнуть гипотезу об однородности этих двух совокупностей. Это свидетельствует о репрезентативности выборки в смысле принадлежности предприятий к основным экономическим регионам России.

Таблица 2

Структура выборки по экономическим районам

Районы	Выборка		«Эксперт-200»	
	Количество предприятий	%	Количество предприятий	%
Северный	5	4,9	7	3,5
Северо-Западный	15	14,6	11	5,5
Центральный	14	13,6	48	24,0
Волго-Вятский	3	2,9	17	8,5
Центрально-черноземный	3	2,9	9	4,5
Поволжский	12	11,6	18	9,0
Северо-Кавказский	4	3,9	16	8,0
Уральский	19	18,4	27	13,5
Западно-Сибирский	17	16,5	24	12,0
Восточно-Сибирский	6	5,8	10	5,0
Дальневосточный	5	4,9	13	6,5
Итого	103	100	200	100

Примечание: Критерий Вилкоксона-Манна-Уитни: $|\gamma_{cm}^{(22)}| = 0,235 < 1,959 = u_{0,975}$ и гипотеза об однородности двух совокупностей не отвергается.

Информация о производственных характеристиках предприятий содержится в табл. 3. В ней приведены сведения о среднесписочной численности занятых, что позволяет судить о размерах включенных в выборку компаний.

Дескриптивная статистика показателей производственной деятельности компаний

Показатели	1995				1996				1997			
	среднее	ст. откл.	мин.	макс.	среднее	ст. откл.	мин.	макс.	среднее	ст. откл.	мин.	макс.
Средне- списочная численность занятых, чел.	31697	74828	669	640000	30854	76756	728	654900	30096	78458	723	697800
Объем реализации, млн руб.*	7906	22253	110	184963	7442	20610	133	156583	7459	21068	154	158703
Балансовая прибыль, млн руб.*	1817	6747	-702	60466	811	2936	-1300	25660	790	3054	-1051	23965
Чистая прибыль, млн руб.*	1372	5557	-750	51298	519	1625	-1300	11138	563	2328	-1051	19090
Капитал (валюта баланса), млн руб.*	21060	71664	138	544900	20946	74269	182	594167	21771	79552	212	596847
Акционерный капитал, млн руб.*	12006	41013	70	320465	13655	492 78	85	403200	15065	55968	60	431685

П р и м е ч а н и е : * Цифры приведены в деноминированных рублях.

Таблица 4

**Дескриптивная статистика показателей структуры владения
обыкновенными акциями на начало соответствующего года**

Показатели	1995				1996				1997			
	среднее	ст. откл.	мин.	макс.	среднее	ст. откл.	мин.	макс.	среднее	ст. откл.	мин.	макс.
Государственная собственность (всего, %)	35,4	24,5	0,0	80,0	27,6	26,5	0,0	80,0	27,5	26,4	0,0	80,0
Государство, %	13,2	18,9	0,0	80,0	7,7	13,7	0,0	65,0	7,2	13,8	0,0	65,0
Государственные холдинги, %	22,3	26,6	0,0	80,0	19,9	26,3	0,0	80,0	20,3	26,2	0,0	80,0
Частные акционеры, всего, %	64,6	24,5	20,0	100	72,4	26,5	20,0	100	72,5	26,4	20,0	100
Внешние акционеры, всего, %	37,0	18,6	0,9	96,0	52,1	25,9	3,0	98,0	58,7	26,8	8,3	99,0
Российские акционеры, %	30,9	17,7	0,9	84,0	40,0	24,9	1,2	98,0	38,2	25,7	1,0	99,0
Иностранные акционеры, %	6,1	10,2	0,0	52,9	12,1	14,1	0,0	78,0	20,5	16,2	0,0	78,0
Акционеры- инсайдеры, %	27,5	15,9	3,9	71,0	20,3	13,4	2,0	59,8	13,8	11,6	1,0	52,3

Нетрудно заметить, что выборка в основном охватывает крупные предприятия и компании-гиганты. В частности, в более чем 60% компаний численность работающих превышает 10 000 человек. Все стоимостные показатели (исключая уставный капитал на момент приватизации) приведены в ценах декабря 1997 г. Для пересчета объема реализации и стоимости имущества использовался неявный дефлятор, полученный с помощью двух временных рядов, характеризующих объем промышленной продукции в текущих ценах и динамику физического объема промышленной продукции за 1995–1997 гг. Альтернативные варианты учета инфляции (пересчет рублевых величин в доллары США, использование индекса потребительских цен или индекса цен на промышленную продукцию) менее достоверны. При использовании первого из упомянутых альтернативных вариантов происходит существенное занижение объема производства в 1995 г. по отношению к 1996 и 1997 гг., при использовании второго и третьего вариантов ситуация меняется на противоположную, и имеет место завышение объема производства в 1995 г.

Характеристика предприятий выборки по структуре собственности показана в табл. 4. Динамика приведенных показателей отражает хорошо известную тенденцию перераспределения собственности от государства в пользу частных собственников, а внутри последней категории — от акционеров-инсайдеров к акционерам-аутсайдерам. Заметим, что на начало 1997 г. акционером 42 из 103 входящих в выборку компаний являлся какой-либо государственный холдинг, а в 32 предприятиях имелся государственный пакет акций. Наконец, заметим, что в базе данных оказалось только одно предприятие (компания «Апатит») с так называемой золотой акцией, позволяющей государству блокировать некоторые важнейшие решения на собраниях акционеров. Это обстоятельство не позволяет выявить влияние «золотой акции» на производственную деятельность фирмы.

Методология. В данном исследовании используется подход, предполагающий выявление воздействия различных механизмов участия государства в управлении предприятиями на совокупную производительность факторов. Рассмотрим стандартную двухфакторную производственную функцию:

$$Q = A \cdot F(K, L), \quad (1)$$

где Q обозначает выпуск продукции, K — затраты капитала, L — затраты труда, а параметр A отражает воздействие нетехнологических факторов на производственный процесс.

К этим факторам, в частности, относится и структура собственности, которая в значительной степени влияет на стимулы менеджеров и работни-

ков фирм. Таким образом, параметр A можно представить в виде следующей функции:

$$A = A(W, u), \quad (2)$$

где вектор W характеризует структуру собственности компаний, а параметр u обозначает не связанные со структурой собственности факторы, воздействующие на производительность.

Предполагая, что технология описывается производственной функцией Кобба-Дугласа, а функция (2) является экспоненциальной, зависимость (1) можно представить следующим образом:

$$Q = K^{\beta_1} \cdot L^{\beta_2} \cdot e^{\sum w_i} \cdot e^u, \quad (3)$$

где символом w_i обозначен компонент вектора W , описывающего структуру собственности компании. Уравнение (3) является базовой моделью, параметры которой предполагается оценить в данной статье.

В эмпирических работах, связанных с построением производственных функций, неизбежно возникают проблемы измерения затрат факторов производства. Авторами статьи применен традиционный подход, согласно которому вместо потоковых величин используются величины типа «запас». Иными словами, вместо показателя затрат капитала используется стоимость имущества фирмы, а вместо показателя затрат труда — численность занятых на предприятии.

В качестве показателя объема выпуска предприятия (переменная Q) используется годовая выручка от реализации за вычетом НДС и прочих обязательных платежей. Указанная величина берется из строки 010 годового отчета о финансовых результатах.

Показателю затрат капитала (переменная K) сопоставлена балансовая стоимость имущества предприятия на конец соответствующего года, скорректированная на величину накопленных убытков (т. е. строка 399 баланса минус строка 390).

Количественным выражением затрат труда (переменная L) служит среднесписочная численность занятых на предприятии в соответствующем году (строка 850 приложения № 8 к бухгалтерскому балансу «Социальные показатели»).

Заметим, что проблема точности всех перечисленных показателей весьма существенна, особенно с учетом характерных для переходных экономик искажений в бухгалтерской отчетности. Так, выручка от реализации не всегда адекватно характеризует объем выпуска, например, вследствие использования бартера и иных неденежных форм расчетов. Среднесписочная численность занятых также может оказаться недостаточно хорошей ап-

проксимацией затрат труда, особенно в тех ситуациях, когда на предприятии искусственно поддерживается избыточная занятость (неполная рабочая неделя, неоплачиваемые отпуска и т. д.). Однако наибольшие искажения, по всей видимости, содержит переменная, характеризующая запас капитала. Причина этого в том, что балансовые оценки основных фондов многих предприятий были определены еще в советское время (на основе существовавших тогда «плановых» цен), а впоследствии, в период высокой инфляции, корректировались с использованием централизованно определяемых коэффициентов переоценки.

Компонентами вектора W , характеризующего структуру собственности компаний, являются следующие переменные:

- *State* — процент голосов, которым на общем собрании акционеров предприятия располагает государство в лице своего представителя либо доверительного управляющего;
- *Sthold* — процент голосов, которым на общем собрании акционеров располагает государство в лице контролируемых им холдинговых компаний (например, РАО «ЕЭС», АО «Связьинвест»);
- *Russian* — процент голосов, которыми располагают российские внешние акционеры (частные лица и негосударственные организации);
- *Foreign* — процент голосов, которыми располагают иностранные акционеры;
- *Insider* — процент голосов у инсайдеров (менеджмента и работников) предприятия.

Первые две из указанных пяти переменных вектора W являются объясняющими, последние три выполняют роль контрольных. Во избежание полной мультиколлинеарности этих переменных (очевидно, что $State + Sthold + Russian + Foreign + Insider = 100\%$) из эконометрической модели исключена последняя из них, переменная *Insider*.

С целью учета изменений макроэкономических условий в России в течение 1995–1997 гг., а также искажений, вызванных неточностями при приведении стоимостных величин к сопоставимому виду (т. е. к ценам декабря 1997 г.), в эконометрическую модель дополнительно включены фиктивные переменные для 1995 и 1996 гг. Поскольку технологические процессы на предприятиях, принадлежащих к разным отраслям, могут существенно различаться, в модель также введены пять фиктивных переменных, характеризующих отраслевую принадлежность компаний. Таким образом, в модель включены следующие контрольные переменные:

- *Oilgas* — фиктивная переменная для нефтяной, газовой и нефтехимической промышленности;

- *Metal* — фиктивная переменная для металлургической промышленности;
- *Energo* — фиктивная переменная для электроэнергетики;
- *Telec* — фиктивная переменная для отрасли связи;
- *Machin* — фиктивная переменная для машиностроения;
- *Year95* — фиктивная переменная для 1995 г.;
- *Year96* — фиктивная переменная для 1996 г.

Для оценивания параметров модели выбран метод случайных эффектов⁴. Линеаризация исходной функциональной зависимости позволяет получить следующее уравнение регрессии:

$$\begin{aligned} \text{Log}Q_{it} = & a + b_1 * \text{Log}L_{it} + b_2 * \text{Log}K_{it} + b_3 * \text{State}_{it} + b_4 * \text{Sthold}_{it} + \\ & + b_5 * \text{Russian}_{it} + b_6 * \text{Foreign}_{it} + b_7 * \text{Oilgas}_i + b_8 * \text{Metal}_i + b_9 * \text{Energo}_i + \\ & + b_{10} * \text{Telec}_i + b_{11} * \text{Machin}_i + b_{12} * \text{Year95} + b_{13} * \text{Year96} + u_i + e_{it}. \end{aligned} \quad (4)$$

В данной формулировке модели величина u_i представляет собой постоянное во времени случайное возмущение, которое характеризует i -е наблюдение. Его можно интерпретировать как совокупность не включенных в уравнение регрессии факторов, оказывающих неизменное во времени воздействие на фирму i . В контексте данного исследования величина u_i может отражать влияние таких факторов, как, например, степень износа оборудования фирмы i , степень монополизации рынка фирмой i (предполагается, что в течение трех лет указанные факторы менялись незначительно), ее принадлежность к тому или иному экономическому району и т. д.

Результаты оценивания параметров эконометрической модели. Результаты регрессионного анализа приведены в табл. 5. Предваряя их интерпретацию, заметим, что тесты Бреуша-Пагана и Хаусмана, приведенные под указанной таблицей, не дают оснований говорить о неверной спецификации эконометрической модели. Из табл. 5 следует, что коэффициент при переменной, характеризующей долю государства в капитале предприятий, статистически незначим. Напротив, коэффициент при переменной, характеризующей долю государственных холдингов в капитале предприятий, положителен и статистически значим. Это свидетельствует о том, что эффективность использования ресурсов крупнейшими предприятиями, государственный пакет акций которых передан в холдинговую компанию, выше, чем у предприятий, на которых применяются иные механизмы участия го-

⁴ Обсуждение методов оценивания моделей, использующих панельные данные, (см.: [Hsiao, 1999; Greene, 1997]). Отметим лишь, что альтернативный вариант оценивания — метод фиксированных эффектов — не используется вследствие незначительной вариации объясняющих переменных во времени.

сударства в управлении. Количественно этот результат можно сформулировать следующим образом: увеличение доли государственного холдинга в капитале предприятий на 1% приводит к росту объема выпуска в среднем в $\exp^{0,0063886}$ раз, т. е. на 0,64 % при неизменности всех остальных факторов (т. е. затрат труда, затрат капитала и т. д.). Заметим, что такая интерпретация верна в предположении экзогенности переменной, описывающей долю государственных холдингов в капитале предприятий.

Таблица 5

Результаты регрессионного анализа

LogQ	β	$S_e(\beta)$	z	$P > z $
LogL	0,5029207	0,0914967	5,497	0,000
LogK	0,455223	0,0781295	5,827	0,000
State	0,0046041	0,0029329	1,570	0,116
Sthold	0,0063886	0,0028518	2,240	0,025
Russian	0,0062194	0,0024447	2,544	0,011
Foreign	0,0072999	0,002586	2,823	0,005
Oilgas	- 0,0265378	0,2041892	- 0,130	0,897
Metal	0,0875876	0,1892697	0,463	0,644
Energo	0,1268268	0,219771	0,577	0,564
Telec	- 0,5377088	0,2030239	- 2,648	0,008
Machin	- 0,8819908	0,2014127	- 4,379	0,000
Year 95	0,0868096	0,0480642	1,806	0,071
Year 96	0,0032421	0,0357408	0,091	0,928
Constant	- 1,273998	0,4665495	- 2,731	0,006

Примечание: Значимость модели в целом:

R^2 (общий) = 0,8811;

$X^2(13) = 852,11$;

Prob > $X^2 = 0,0000$.

Спецификационные тесты:

Тест Бреуша-Пагана: $X^2(1) = 196,08$; $P > X^2 = 0,0000$. Таким образом, данные следует анализировать либо с помощью модели фиксированных эффектов, либо с помощью модели случайных эффектов, поскольку обычный метод наименьших квадратов дает смещенные оценки.

Тест Хаусмана: $X^2(8) = 11,44$; $P > X^2 = 0,1781$. Следовательно, нет оснований утверждать, что предпосылки модели случайных эффектов нарушаются.

Кроме сформулированного выше вывода, результаты регрессионного анализа позволяют сделать ряд других интересных наблюдений. В частности, они свидетельствуют о более низкой эффективности использования ресурсов в машиностроении и связи по сравнению с остальными отраслями. Следует также отметить статистическую значимость фиктивной переменной для 1995 г. Это может быть как следствием различий в макроэкономических условиях, существовавших в 1995 и 1997 гг., так и результатом искажений при приведении стоимостных показателей, относящихся к разным годам, к единому масштабу цен. Заслуживает внимания и тот факт, что коэффициент регрессии при переменной, характеризующей долю иностранных акционеров в капитале предприятия, положителен, статистически значим и превышает коэффициенты при прочих переменных, описывающих структуру собственности. Этот результат может свидетельствовать о более высокой эффективности предприятий с участием иностранных акционеров. Впрочем, следует подчеркнуть, что такая интерпретация нуждается в тщательном обосновании ввиду возможной эндогенности переменных, описывающих структуру собственности. Более подробно вопрос об экзогенности/эндогенности объясняющих переменных (применительно к тем из них, которые описывают участие государства в капитале компаний) рассмотрен ниже.

О проблеме экзогенности объясняющих переменных. Основная сложность при интерпретации результатов регрессионного анализа традиционно связана с тем, что само по себе наличие связи между «объясняемой» и «объясняющими» переменными ничего не говорит о ее причинно-следственном характере. Во многих случаях исследователь может только предполагать экзогенность переменных, стоящих в правой части уравнения регрессии, и эндогенность переменной, стоящей в левой части. В действительности же связь между переменными может оказаться не следствием влияния «объясняющей» переменной на «объясняемую», а как раз наоборот. Это означает, что полученные нами результаты, вообще говоря, допускают три варианта интерпретации. Первый подразумевает более высокую эффективность предприятий, государственный пакет акций которых передан в контролируемый государством холдинг. Это означает, что данный механизм участия государства в управлении компаниями более совершенен, чем все остальные. Второй вариант — полученные результаты могут свидетельствовать о том, что по тем или иным причинам в холдинговые компании изначально передавались пакеты акций наиболее эффективных компаний, а в управлении Мингосимущества России и других министерств оставались самые неперспективные предприятия. Наконец, возможен и третий вариант, когда в той или иной мере верны оба предыдущих объяснения. Очевидно, что в двух последних случаях результаты регрессионного

анализа не содержат ответа на поставленный в работе вопрос. Таким образом, сделанный выше вывод нуждается в дополнительном обосновании.

Хотя нельзя полностью исключить возможность влияния производственной эффективности компаний на выбор государственными органами того или иного механизма управления, существует ряд аргументов в пользу того, что такое влияние, если и присутствует, то не слишком существенно. Во-первых, все вошедшие в выборку предприятия принадлежат к категории «голубых фишек» российского фондового рынка и, следовательно, относятся к числу наиболее привлекательных для инвесторов. Иными словами, значительные различия в *потенциальной* эффективности между ними маловероятны. Во-вторых, выбор того или иного механизма управления, по всей видимости, определялся не только экономическими, но и иными, например политическими, соображениями. Так, среди предприятий, в которых государство (в лице Мингосимущества России) располагает крупным пакетом акций, достаточно велико число привлекательных, а в состав государственных холдингов порой включались далеко не самые перспективные предприятия. Наконец, с целью решения проблемы возможной эндогенности регрессоров, в модели использованы лаговые переменные, характеризующие структуру собственности. Значения этих переменных взяты по состоянию на начало каждого года, что автоматически влечет их независимость от результатов деятельности предприятий в соответствующем году.

Заключение. Цель данной статьи состояла в анализе эффективности используемых в России механизмов участия государства в управлении акционерными обществами с долей государственной собственности. В первой части статьи были рассмотрены становление и степень распространенности таких механизмов, как представление интересов государства, доверительное управление государственными пакетами акций, передача указанных пакетов в контролируемые государством холдинговые компании. Хотя все механизмы были запущены в начале 90-х годов, во второй половине истекшего десятилетия наибольшее распространение получил механизм представления интересов государства работниками министерств и ведомств, довольно значительное число компаний вошло в состав государственных холдингов, а институт доверительного управления использовался сравнительно редко.

Во второй части статьи проведен теоретический анализ потенциальных преимуществ и недостатков каждого из упомянутых механизмов. Выдвигается ряд гипотез, в частности, о том, что на текущий момент институт представления интересов государства не может быть эффективным универсальным механизмом управления, прежде всего в силу многочисленности предприятий с государственным участием. Также выдвигается предположе-

ние о том, что несовершенство российской правовой системы не позволяет в полной мере реализовать потенциальные преимущества механизма доверительного управления. Наконец, приводятся аргументы в пользу того, что в настоящее время наиболее эффективным способом управления предприятиями с государственным пакетом акций является формирование контролируемых государством холдинговых компаний, в которых концентрируются упомянутые пакеты акций. Однако в целом теоретические доводы не позволяют решить вопрос об эффективности различных механизмов участия государства в управлении компаниями, поэтому делается вывод о необходимости исследований на эмпирическом уровне.

В третьей части работы на основе данных по 103 ведущим российским предприятиям («золотым фишкам» российского фондового рынка) за 1995–1997 гг. проведен эконометрический анализ эффективности производственной деятельности предприятий с различными формами участия государства в управлении. Полученные результаты свидетельствуют о том, что компании, государственный пакет акций которых передан в контролируемый государством холдинг, имеют более высокую экономическую эффективность, чем предприятия, в которых действуют представители государства или используется механизм доверительного управления. Таким образом, получено эмпирическое подтверждение преимуществ передачи государственных пакетов акций в холдинговые компании. В то же время этот результат не является достаточным основанием для разработки универсальных рецептов совершенствования государственной политики в сфере управления государственной собственностью, поскольку он получен для выборки, охватывающей предприятия из разряда «голубых фишек». Следует также отметить, что за рамками данной работы остался важный вопрос о том, зависит ли эффективность различных механизмов участия государства в управлении предприятиями от величины государственных пакетов акций.

Литература

- Гончаров А.* Траст в России не похож сам на себя // Рынок ценных бумаг 1997. № 8. Концепция управления государственным имуществом и приватизации в Российской Федерации. Утверждена Постановлением Правительства Российской Федерации от 9 сентября 1999 г. № 1024.
- Костикова Е., Черкашина М., Швецов В.* «Золотая акция» — специальное право // Рынок ценных бумаг. 1998. № 5.
- Правовое обеспечение экономических реформ. Предприятия /* Под ред. Я. Кузьмина, В. Мазаева. М., 1999.
- Радыгин А., Энтов Р.* Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М., 1999.

- Шаталов А.* Трест и доверительное управление: критический анализ // Рынок ценных бумаг. 1997. № 14, 15.
- Brusoni S., Orsenigo L.* State-Owned Enterprises and Managerial Structure: The Italian Experience in Steel and Oil. European Commission, mimeo, 1997.
- Greene W.* Econometric Analysis. Third edition. Prentice-Hall International, 1997.
- Hsiao C.* Analysis of Panel Data. Cambridge, UK. Cambridge, 1999.
- Radygin A.* Ownership and Control of the Russian Industry // Paper presented at the OECD conference on «Corporate Governance in Russia». Moscow. 1999. 31 May, 2 June.
- Shleifer A., Vishny R.* A Survey of Corporate Governance. Harvard; Chicago, 1995. June. Mimeo.

Статья рекомендована к печати проф. Н. В. Расковым, проф. А. В. Бухваловым.
Статья поступила в редакцию 20 марта 2002 г.