

И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина

ИЗМЕНЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ ФОРМЫ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ: ВЗАИМОСВЯЗЬ С ФИНАНСОВЫМИ РЕЗУЛЬТАТАМИ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ

Статья посвящена проблемам изменения организационно-правовой формы (ОПФ) российских компаний, являющихся открытыми и закрытыми акционерными обществами. В работе представлены результаты эмпирического исследования 67 предприятий различных отраслей и регионов России. Проведен анализ основных характеристик корпоративного управления для данной выборки компаний. Установлена взаимосвязь между переходом компаний в альтернативные ОПФ и рядом финансовых показателей деятельности с применением методов регрессионного анализа.

ВВЕДЕНИЕ

Выбор организационно-правовой формы бизнеса, являясь проблемой экономической теории в целом, а также теории организации, теории финансов, корпоративного права, выступает одной из актуальных проблем корпоративного управления. Вопрос о выборе встает не только перед вновь образующимися, но и перед уже существующими компаниями (в последнем случае речь может идти об изменении формы юридического лица и формы собственности). Собственникам бизнеса необходимо проводить анализ адекватности той или иной организационно-правовой формы бизнеса с точки зрения предоставляемых возможностей и затрат на ее поддержание.

Согласно теории корпоративного управления, к одной группе правовых форм следует относить общества с ограниченной ответственностью (ООО) и закрытые акционерные общества (ЗАО) как закрытые формы компании (нет свободного рынка для торговли правами собственности), а к другой — открытые акционерные общества (ОАО) как открытые формы компании.

В России зарегистрировано около 450 тыс. акционерных обществ, из них 58,4 тыс. — открытые, 389,2 тыс. — закрытые¹. По сравнению с данными

¹ По данным Росстата РФ на июль 2005 г. (информация предоставлена АНО ИИЦ «Статистика России»)

© И. В. Березинец, Ю. Б. Ильина, 2008

на июль 2001 г. [Ивасаки, 2007] существенных изменений как по количеству, так и по структуре организационно-правовых форм российских компаний не наблюдается, тем более что акции большей части акционерных обществ не имеют рыночных котировок в торговых системах и, собственно, рыночную ценность таких компаний оценить довольно сложно. Сравнивая с ситуацией на развитых рынках, такого рода ОАО невозможно назвать публичными (public), ведь почти из 60 тыс. ОАО лишь около 300 входят в листинги двух основных бирж (РТС и ММВБ), причем не более 50 из них имеют ликвидный рынок² [Бухвалов и др., 2006].

В развитых экономиках имеется богатый опыт перехода компаний от закрытой формы к открытой и наоборот. Переход от закрытой формы к открытой осуществляется с помощью IPO — первоначального предложения акций. С 1980 по 2001 г. в США каждый рабочий день осуществлялось более одного IPO (в отдельные годы более 400 за год) объемом около 490 млрд долл. [Ritter, Welch, 2002]³. На российском рынке первое IPO было проведено в 1996 г. (ОАО «Вымпелком»), затем — только в 1999 г.; по 2003 г. включительно состоялось всего шесть IPO российских компаний. В течение 2004 г. состоялось семь IPO, что больше, чем за предыдущие восемь лет. В 2005 г. было осуществлено восемь первоначальных размещений акций, в результате которых было привлечено 4 млрд долл. В 2006 г. 19 компаний вышли на открытый рынок акций, и сумма привлеченных средств составила 20 млрд долл. В 2006 г. российские компании смогли привлечь рекордный объем средств во многом благодаря выходу на рынок компании «Роснефть». По итогам 2006 г. Россия занимает 4-е место в мире по объему размещенных IPO [Россия вышла на четвертое место..., 2006].

В работе [Бухвалов и др., 2006] отмечается, что руководители ряда ОАО и ЗАО должны принять решение относительно своего дальнейшего существования в уже имеющейся форме юридического лица. Руководству многих ЗАО, достигших определенного уровня зрелости, испытывающих потребности в привлечении капитала посредством фондового рынка, желающих повысить прозрачность своей компании, приобрести публичность

² Ликвидность рынка предполагает: большое количество ежедневных сделок и незначительный спред между ценами спроса и предложения (bid-ask spread) в ходе торгов.

³ Всплеск первоначальных предложений акций в конце 1990-х гг. был связан с так называемым бумом высокотехнологичных компаний, о чем свидетельствует и статистика: самое большое количество IPO было осуществлено в 1996 г. (621), а самое малое — в 2001 г., после известного краха этой отрасли на фондовом рынке (всего 80 IPO). Тем не менее активность выхода американских компаний на рынок акций, безусловно, высока.

и воспользоваться другими преимуществами открытой формы акционерного общества, необходимо готовить компании к IPO. ОАО, не торгующим свои акции на рынке, нужно принять стратегическое решение — выводить ценные бумаги на открытый рынок или нет. Компаниям, не имеющим потребности (возможности) для вывода акций на рынок, целесообразно рассмотреть пути перехода в альтернативные организационные формы бизнеса (ЗАО, ООО), преимуществами которых, вероятно, можно будет воспользоваться более эффективно, чем плюсами, предоставляемыми ОАО (в то же время недостатки (затраты), связанные с ОАО, могут быть при этом устранены).

ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ИССЛЕДОВАНИЯ

О значительном внимании к проблемам выбора организационно-правовой формы компании свидетельствует наличие ряда академических исследований, основанных на анализе большого массива эмпирических данных. Среди них следует отметить совместное российско-японское исследование «Корпоративное управление и интеграционные процессы в российской экономике», основанное на опросе топ-менеджеров порядка 800 российских компаний и обосновывающее распространенность в России закрытой формы акционерного общества (АО). Ученые пришли к выводу о том, что именно данная форма юридического лица наиболее соответствует современным условиям российского бизнеса [Ивасаки, 2006; 2007; Dolgopyatova, Iwasaki, 2006], являясь при этом недемократичной и противоречащей самой сути АО.

Существует множество зарубежных эмпирических исследований, посвященных различным аспектам выбора юридической формы компании [Brickley, Dark, 1987; Damodaran, John, Liu, 1997; 2005; Deli, Varma, 2002; Fama, Jensen, 1985; Karpoff, Rice, 1989]. Так, в работе [Damodaran, John, Liu, 1997] приведены результаты анализа по 128 компаниям сферы недвижимости, изменившим организационно-правовую форму в период с 1966 по 1989 г. (причем 28 из них поменяли форму дважды). Проанализированы причины изменения формы бизнеса (выбор из четырех форм: трастовые фонды инвестиций в недвижимость — REITs, корпорации, ограниченные партнерства, бизнес-трасты). REIT как организационно-правовая форма имеет ряд ограничений по обязательной выплате дивидендов, формированию инвестиционного портфеля, продаже активов, но обладает налоговыми преимуществами. Корпорации более «свободны» в выборе дивидендной политики и в целом в поведении менеджеров, но подвергаются двойному налогообложению. Кроме того, растут агентские издержки, связанные с контролем менеджеров над избыточным денежным потоком. Бизнес-трасты и партнерства занимают промежуточное положение между

фондами и корпорациями с точки зрения перечисленных преимуществ и издержек.

Для многих компаний проблема выбора формы бизнеса тесно связана с выбором альтернативных источников финансирования. Основная дилемма здесь такова — долговое финансирование или собственный капитал. В [Dittmar, Thakor, 2007] теоретически (с эмпирическим подтверждением) обосновываются случаи, когда компаниям целесообразно осуществлять выпуск акций (при росте их цены и наличии ожиданий инвесторов, совпадающих с ожиданиями менеджеров), а когда — применять долговое финансирование.

Одной из исследуемых в зарубежной академической и деловой литературе выступает проблема поиска наиболее эффективной, или «лучшей», организационной формы компании в связи с минимизацией налогообложения и обеспечением ограниченной ответственности собственников бизнеса [Blair, 1995; Cruz, Karayan, 1996; Freedman, 2001; Wiersema, 2006]. Здесь речь идет о выборе между единоличным владением (sole proprietorship), акционерным обществом (C corporation) и различными формами обществ и товариществ (S corporations, LLC — limited liability companies, LLP — limited liability partnerships).

Для России в целом вопрос налогообложения при выборе между корпоративной и другими формами бизнеса, на наш взгляд, не является решающим (это, в частности, демонстрируют результаты существующих эмпирических исследований, не выделяющих подобный фактор). В США в силу наличия дифференцированных ставок налогообложения и высоких налогов на доходы частных лиц актуальными становятся различные способы уклонения от налогов, в том числе путем выбора альтернативных форм бизнеса. Другие факторы, которые могут влиять на решение о выборе формы компании, — простота организации и функционирования, гибкость в распределении властных полномочий и денежных потоков, свобода от разного рода ограничений. Вероятно, данные вопросы могут иметь значение при выборе формы юридического лица, если компания изначально выбирает закрытую форму собственности (closely held business), когда для собственников важно сохранение контроля и значительной доли в бизнесе.

В то время как дискуссии относительно преимуществ обществ и партнерств ведутся прежде всего в отношении небольших компаний, очевидно, что корпорация как наиболее сложная форма юридического лица, не обладающая налоговыми и иными указанными выше преимуществами, является приоритетной формой для многих компаний, для которых важны абсолютно другие факторы, прежде всего — публичность и привлечение значительных ресурсов с рынка капиталов.

Преобразование же в форму ЗАО возможно в результате реорганизации при проведении слияния или поглощения компании, в том числе через процесс выкупа долговым финансированием (leveraged buy-out — LBO). На рынке LBO в последнее время наблюдается значительный всплеск активности. Согласно данным Bloomberg, объем сделок, о которых было объявлено за период с начала 2006 г. до середины мая, составил около 126 млрд долл., что на 39% выше показателя аналогичного периода предыдущего года [Купить фирму в кредит..., 2006].

В России выкуп долговым финансированием — один из способов поглощения компании с привлечением компанией-покупателем заемных средств, как правило, банковского кредита. Случаи LBO на российском рынке единичны. Классическими LBO, проведенными практически на 100% за счет кредитов банков, являются выкуп «Евроцемент групп» цементного бизнеса «Интэко» на кредит Сбербанка и приобретение холдингом «Металлоинвест» «Михайловского ГОКа» на кредит ВТБ под залог ГОКа.

ЦЕЛИ, ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ И ФОРМИРОВАНИЕ ВЫБОРКИ

В отличие от существующих эмпирических исследований, посвященных проблеме выбора организационной формы компании, целью данной работы является выяснение того, допускают ли руководители российских компаний возможность изменения организационно-правовой формы и какие факторы оказываются значимыми с точки зрения влияния на решение о таком изменении. Данная тема представляется наиболее интересной, поскольку выбор формы организации для многих компаний был осуществлен либо в рамках ваучерной приватизации, либо после нее, но по существу административным путем. Исследование около 800 российских АО показало, что 54,4% ОАО было создано в период массовой приватизации [Ивасаки, 2007] (в нашем опросе — 42,1%), что делает неактуальным вопрос о выборе организационно-правовой формы, но оставляет открытой проблему ее изменения. Что касается ЗАО, то данная форма бизнеса более интересна для изучения с точки зрения выбора формы, поскольку в меньшей степени навязывалась государством, а была образована по решению руководителей и акционеров, желающих сохранить инсайдерский контроль над предприятием. В упомянутом выше российско-японском исследовании 22,7% ЗАО появились в период приватизации (среди опрошенных нами компаний — только 11,9%).

Проведенное пилотное исследование направлено на то, чтобы эмпирически проверить следующие гипотезы:

- ♦ *гипотеза 1.* Большинство российских ОАО и ЗАО не имеют достаточной мотивации для изменения своей организационно-правовой формы;

- ♦ гипотеза 2. Финансовые показатели деятельности компании могут влиять на решение об изменении организационно-правовой формы компании.

Был произведен опрос представителей топ-менеджмента (исполнительного менеджмента, членов Совета директоров) 67 российских компаний, представляющих собой случайную выборку российских компаний из 10 регионов и являющихся открытыми (31 из них) и закрытыми (36) акционерными обществами.

При этом респонденты были выбраны относительно равномерно по ОАО и ЗАО, с перевесом по числу исполнительных менеджеров как более доступных и публичных персоналий (табл. 1).

Таблица 1

Обязанности респондента в компании, %

Обязанности в компании	В целом доля среди респондентов ОАО и ЗАО	ОАО	ЗАО
Исполнительный менеджер	83,8	84,2	83,3
Член Совета директоров	38,8	36,8	40,5

В рамках анализируемой выборки ОАО являются в среднем более стабильными компаниями, что может свидетельствовать о большей динамичности ЗАО в сфере реорганизации (табл. 2). Распределение компаний по отраслевой принадлежности свидетельствует о преобладании в выборке промышленных предприятий (табл. 3).

Таблица 2

Период существования компании

ОПФ	Менее 1 года	1–3 года	4–5 лет	5–10 лет	Более 10 лет
В целом	1,3	3,8	6,3	16,3	72,5
ОАО	2,6	0,0	2,6	13,2	81,6
ЗАО	0,0	7,1	9,5	19,0	64,3

Таблица 3

Отраслевая принадлежность компании (по основному виду деятельности)

Отрасль	В целом среди ОАО и ЗАО, %	ОАО	ЗАО
Промышленность	50,0	76,3	26,2
Строительство	18,8	5,3	31,0
Торговля	13,8	5,3	21,4
Транспорт	8,8	5,3	11,9
Связь	2,5	2,6	2,4
Иное	6,3	5,3	7,1

ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА РЕЗУЛЬТАТОВ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ И ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Руководителям компаний были заданы вопросы об общей оценке преимуществ и недостатков выбранной формы организации с точки зрения различных аспектов корпоративного управления. В целом большинство респондентов позитивно оценили форму организации их компаний, указав в качестве преимуществ на возможности, которые она предоставляет по управлению и влиянию на структуру компании, ясность разделения ответственности должностных лиц, возможности стимулирования и мотивации менеджмента и персонала, ответственность за нарушение законодательства об акционерных обществах, имиджевые аспекты. В качестве важнейших негативных факторов были отмечены высокие прямые и косвенные затраты на подготовку требуемой отчетности, ведение реестра акционеров, транзакционные издержки на привлечение капитала с рынка. Вместе с тем в основном менеджеры ОАО более единодушны в оценках как преимуществ, так и недостатков этой формы собственности, нежели менеджеры ЗАО. Это говорит о том, что в условиях открытых акционерных обществ менеджмент имеет более адекватное представление о корпоративном управлении в целом, а также о возможностях организационно-правовой формы их компании. Довольно странным является тот факт, что 64% опрошенных из ЗАО считают преимуществом данной формы бизнеса прозрачность, открытость, наличие рыночной оценки бизнеса; 31% полагает, что форма ЗАО предоставляет возможности привлечения ресурсов посредством фондового рынка и выход на зарубежные рынки капитала (вероятно, имеется в виду долговое финансирование).

Следует обратить внимание на то, что около 50% топ-менеджеров и членов Совета директоров ЗАО считают закрытость компании преимуществом. Данный факт подтверждают и существующие исследования в этой области [Ивасаки, 2006; 2007], в которых утверждается, что российские предприятия стремятся к закрытости.

Одним из важных факторов, который, на наш взгляд, влияет на выбор правовой формы АО, является риск утраты корпоративного контроля в результате осуществления враждебного поглощения или корпоративного шантажа. Менеджмент ОАО и ЗАО в целом отрицает риск потери ключевыми собственниками корпоративного контроля (табл. 4). Это, возможно, свидетельствует о том, что руководители компаний недостаточно осознают важность процессов, происходящих на рынке корпоративного контроля, и не заботятся в этом смысле о безопасности бизнеса. Вместе с тем такая позиция может свидетельствовать о «взрослении» корпоративной культуры российского менеджмента. По оценке менеджеров ЗАО, данная форма компании в меньшей степени подвержена риску враждебного поглощения

(табл. 4). Это объясняется, вероятно, общепринятым мнением, что недружественного поглощения следует опасаться открытым акционерным обществам, акции которых могут быть доступны рейдерам посредством скупки на фондовом рынке. Однако безопасность бизнеса определяется не только возможностью противостоять скупке акций. Существуют и другие способы поглощения компаний, не связанные с приобретением акций на открытом рынке, и, в принципе, любая компания любой формы собственности может стать потенциальной мишенью для рейдеров. Так, в [Field, Karpoff, 2002] доказывалось, что даже на стадии IPO компании должны принимать защитные меры от поглощений.

Таблица 4

Риск утраты корпоративного контроля для ключевых собственников компании (ОАО, ЗАО)

Ответы респондентов	ОАО		ЗАО		Итого
	Количество	%	Количество	%	Количество
Определенно, существует	1	3	1	3	2
Возможно, существует	7	23	5	14	12
Скорее, не существует	8	26	9	25	17
Безусловно, не существует	13	42	16	44	29
Затрудняюсь ответить	2	6	5	14	8
Итого	31	100	36	100	67

Примечание: критерий $\chi^2 = 1,624$, $\chi^2_{\text{крит}} = 9,488$; уровень значимости $\alpha = 0,05$.

Одним из актуальных направлений исследований в области корпоративного управления в России является концентрация собственности в российских компаниях во взаимосвязи с процессами корпоративной интеграции, корпоративного управления, эффективности деятельности компаний [Долгопятова, 2004; 2007; Капелюшников, 2001; 2006].

Ответы на вопрос анкеты об обладателях крупной доли собственности в компании свидетельствуют не о распыленности капитала, а скорее — о его высокой концентрации. Российские миноритарные акционеры в большинстве опрашиваемых компаний не имеют значительных долей в капитале. При этом велика доля менеджмента, государства, российских мажоритарных собственников. Как и предшествующие исследования, наш опрос не показал значительного участия иностранных инвесторов в капитале российских акционерных обществ.

Топ-менеджеры обеих форм акционерных обществ не склонны признавать расхождение интересов между различными группами лиц, имеющих отношение к управлению компанией, — как между собственника-

ми, так и между собственниками и менеджерами (табл. 5, 6). Очевидно, это является свидетельством высокой концентрации собственности в российских ЗАО и ОАО.

Таблица 5

Расхождение интересов между крупными акционерами (ОАО, ЗАО)

Ответы респондентов	ОАО		ЗАО		Итого
	Количество	%	Количество	%	Количество
Определенно, существует	0	0	0	0	0
Скорее, существует	5	16	2	6	7
Скорее, не существует	14	45	10	28	24
Безусловно, не существует	11	36	19	53	30
Затрудняюсь ответить	1	3	5	6	6
Итого	31	100	36	100	67

Примечание: критерий $\chi^2 = 6,415$, $\chi^2_{\text{крит.}} = 9,488$; уровень значимости $\alpha = 0,05$.

Таблица 6

Расхождение интересов между крупными собственниками и менеджерами (ОАО, ЗАО)

Ответы респондентов	ОАО		ЗАО		Итого
	Количество	%	Количество	%	Количество
Определенно, существует	1	3	2	6	3
Скорее, существует	4	13	1	3	5
Скорее, не существует	12	39	12	33	24
Безусловно, не существует	13	42	17	47	30
Затрудняюсь ответить	1	3	4	11	5
Итого	31	100	36	100	67

Примечание: критерий $\chi^2 = 4,116$, $\chi^2_{\text{крит.}} = 9,488$; уровень значимости $\alpha = 0,05$.

Таблица 7

Учет в компании интересов миноритарных акционеров (ОАО, ЗАО)

Ответы респондентов	ОАО		ЗАО		Итого
	Количество	%	Количество	%	Количество
1	2	3	4	5	6
Безусловно, учитываются	2	6	2	6	4
Скорее, учитываются	11	35	1	3	12
Скорее, не учитываются	7	23	12	33	19

Окончание табл. 7

1	2	3	4	5	6
Безусловно, не учитываются	3	10	17	47	20
Затрудняюсь ответить	8	26	4	11	12
Итого	31	100	36	100	67

П р и м е ч а н и е: критерий $\chi^2 = 20,524$, $\chi^2_{\text{крит.}} = 9,488$; уровень значимости $\alpha = 0,05$.

В отличие от предыдущих результатов, результаты проверки процентного распределения ответов на вопросы по критерию χ^2 , представленные в табл. 7, показывают значимое различие в ответах топ-менеджеров ЗАО и ОАО.

Если говорить об агентской проблеме в целом, то в ряде исследований приведены эмпирические свидетельства того, что агентские издержки являются одним из основных факторов, влияющих на выбор организационно-правовой формы компании. Исследователи анализируют агентские издержки (например, издержки мониторинга менеджеров) в связи со следующим выбором — созданием нового предприятия на основах франчайзинга или собственного филиала, т. е. речь идет о выборе формы собственности [Brickley, Dark, 1987]. Актуальной является и проблема выбора организационной формы и формы собственности, которая встает перед международными компаниями при открытии филиалов за рубежом. За последние 20 лет снизилось число совместных предприятий, создаваемых американскими корпорациями, в пользу компаний со 100%-м капиталом, принадлежащим материнской компании. Среди причин такой тенденции исследователи, в частности, указывают на проблемы корпоративного управления: издержки контроля со стороны материнской компании за деятельностью иностранного филиала, ограничения трансферта интеллектуального капитала [Desai, Foley, Hines, 2004].

Опрос, связанный с источниками финансирования компаний рассматриваемого класса, привел к тем же результатам, что и проведенные ранее в этой области исследования. Российские АО склонны к самофинансированию, а также к привлечению банковских кредитов. При проведении исследования [Долгопятова, 2007] эксперты предполагали, что высокая концентрация капитала усилит склонность к привлечению внешних финансовых источников, но предположения не подтвердились. Респонденты проведенного опроса также практически не используют возможности финансового рынка (табл. 8).

С целью определения важности инвестиционной ориентации бизнеса было проведено анкетирование топ-менеджеров в отношении их взглядов на стратегические цели компаний. При этом были получены несколько неожиданные результаты: и менеджмент ЗАО, и руководители ОАО особо отметили важность инновационного характера развития бизнеса, завоевания

доли рынка, а факторы доходности инвестированного капитала и ценностные факторы компании были отодвинуты на второй план (табл. 9).

Таблица 8

Значимость различных источников финансирования для реализации инвестиционных проектов компании, %

Источник финансирования	Незначительная	Значительная	Определяющая	Затрудняюсь ответить	Не используется
Собственные средства компании	7,5	27,5	62,5	2,5	0,0
Выпуск облигаций	11,3	3,8	1,3	7,5	76,3
Выпуск векселей	18,8	7,5	1,3	8,8	63,8
Банковские кредиты	31,3	31,3	18,8	7,5	11,3
Дополнительная эмиссия акций	18,8	5,0	2,5	7,5	66,3
Прямые иностранные инвестиции	15,0	3,8	2,5	8,8	70,0
Средства из федерального/муниципального бюджета	20,0	3,8	1,3	7,5	67,5

Таблица 9

Оценка важности стратегических целей для компании, %

Цели	Самая важная	Вторая по важности	Третья по важности	Наименее важная
Достижение высокого уровня доходности на инвестиции, ROIC	10,1	13,9	22,8	53,2
Увеличение ценности (капитализации) компании	16,5	26,6	38,0	19,0
Достижение целевой доли на рынке	22,8	39,2	21,5	16,5
Достижение высокой доли продукции, создаваемой на базе инновационных технологий	48,8	22,5	16,3	10,0

Ответы руководителей компаний на вопросы о распределении прибыли среди акционеров (через дивиденды) подтверждают ранее сделанный вывод о большей инвестиционной ориентации компаний и меньшей их ориентации на ценностные показатели. Так, регулярной признали выплату дивидендов 14,3% менеджеров ЗАО и 2,6% — ОАО, тогда как абсолютное их большинство (69% для ЗАО и более 78% — для ОАО) отметили реинвестирование прибыли в качестве нормы поведения и выплату дивидендов лишь в случае получения неожиданно высокой прибыли.

Проведенное ранее обследование руководителей российских ОАО в области спроса на правовое регулирование показало, что в среднем более 50% опрошенных знакомы с законодательством по АО, однако наибольший интерес к правовому регулированию корпоративного управления наблюдался в секторах, «обладающих благоприятными условиями развития и рыночным менеджментом», а также на крупных предприятиях, расположенных в «рыночных» регионах [Долгопятова, Голикова, Кузнецов, 2004]. Исследователи при формировании выборки (только ОАО) исходили из того, что спрос на правовые институты в области корпоративного управления должен быть выше для открытых компаний, поскольку для них ярче проявления конфликтов, требующих внешнего вмешательства, и государство жестче регулирует их деятельность.

Результаты опроса представленного исследования показали, что, несмотря на отмеченные недостатки правовой формы акционерного общества с точки зрения издержек на поддержание открытости, менеджмент компаний признает их необходимость, так как в целом позитивно оценивает нормативную базу функционирования своей формы собственности. При этом законодательство более устраивает руководителей ЗАО, нежели представителей ОАО (табл. 10).

Таблица 10

Отношение руководства компании к нормативной базе функционирования выбранной формы организации (ОАО, ЗАО)

Ответы респондентов	ОАО		ЗАО		Итого
	Количество	%	Количество	%	
Безусловно, устраивает	4	13	10	28	14
Скорее, устраивает	17	55	19	53	36
Скорее, не устраивает	6	19	3	8	9
Не имеет значения	0	0	2	6	2
Затрудняюсь ответить	4	13	2	6	6
Итого	31	100	36	100	67

Примечание: критерий $\chi^2 = 6,001$, $\chi^2_{\text{крит.}} = 9,488$; уровень значимости $\alpha = 0,05$.

ИЗМЕНЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ ФОРМЫ КОМПАНИИ И РЕЗУЛЬТАТЫ ЭМПИРИЧЕСКОГО ИССЛЕДОВАНИЯ

Респондентам был задан вопрос о том, допускают ли они возможность изменения организационно-правовой формы компании (табл. 11). Около половины респондентов из компаний обеих форм акционерного общества в целом допускают такую возможность.

Таблица 11

**Допущение изменения организационно-правовой формы компании
(ОАО, ЗАО)**

Ответы респондентов	ОАО		ЗАО		Итого
	Количество	%	Количество	%	Количество
Безусловно, да	1	3,2	3	8,3	4
Скорее, да	14	45,2	15	41,7	29
Скорее, нет	9	29	10	27,8	19
Безусловно, нет	6	19,4	6	16,6	12
Затрудняюсь ответить	1	3,2	2	5,6	3
Итого	31	100	36	100	67

Примечание: критерий $\chi^2 = 1,053$, $\chi^2_{\text{крит.}} = 9,488$; уровень значимости $\alpha = 0,05$.

В первой части представленного исследования были приведены общая характеристика результатов опроса и статистическая проверка гипотез о значимом различии ответов на вопросы об аспектах корпоративного управления для ОАО и ЗАО.

Перейдем к исследованию того, влияют ли финансовые показатели деятельности компании на допущение об изменении ее организационно-правовой формы. Для того чтобы ответить на вопрос о наличии зависимости между возможностью изменения организационно-правовой формы и финансовым положением компании, авторы выбрали две группы финансовых показателей. Выбор данных финансовых метрик обусловлен определенной спецификой российского бизнеса, которая будет охарактеризована позднее при объяснении результатов эконометрического исследования.

Для расчета значений основных финансовых показателей были взяты данные по компаниям, которые участвовали в проводимом опросе. Вследствие отсутствия соответствующей информации в свободном доступе для эконометрического эмпирического исследования была выбрана 41 компания.

Исходными статистическими данными для исследования послужила информация из финансовой отчетности компаний, включенных в выборку, за 2001–2005 гг., которые были получены из публичной базы данных «Spark» [СПАРК: Система профессионального анализа...]. Следует отметить, что все использованные данные представлены в соответствии с российскими стандартами бухгалтерской отчетности (РСБУ).

Группа А. Блок показателей, демонстрирующих темпы развития компании:

- ◆ темп прироста валюты баланса;
- ◆ показатель прироста стоимости чистых активов;

- ♦ темп прироста выручки;
- ♦ показатель прироста чистой прибыли.

Группа Б. Блок показателей, отражающих потребности и возможности предприятия в привлечении внешних источников финансирования:

- ♦ коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами;
- ♦ коэффициент «Заемные средства/собственные средства»;
- ♦ коэффициент «Краткосрочные кредиты и займы/оборотные активы»;
- ♦ коэффициент «Долгосрочные кредиты/внеоборотные активы».

Группа В. Наличие признаков банкротства:

- ♦ показатель, характеризующий наличие у компании признаков банкротства.

По имеющимся данным был произведен расчет средних показателей для двух классов компаний — ОАО и ЗАО (всего 41 компания) (табл. 12).

Таблица 12

**Средние значения финансовых показателей для ОАО и ЗАО
(2003–2005 гг.), %**

Показатель	ОАО	ЗАО	ОАО	ЗАО
	2004/2003		2005/2004	
Средний темп прироста валюты баланса	1,113	0,388	1,099	0,258
Средний прирост показателя стоимости чистых активов	1,331	2,074	1,049	1,329
Средний темп прироста выручки	1,267	1,196	1,196	0,599
Средний прирост показателя чистой прибыли	6,822	18,419	1,719	9,601
Среднее значение коэффициента обеспеченности собственными оборотными средствами	0,105	-0,079	0,079	-0,07
Среднее значение коэффициента соотношения заемных и собственных средств	4,538	19,226	3,326	16,108
Среднее значение коэффициента соотношения краткосрочных кредитов и займов и оборотных активов	0,142	0,205	0,174	0,166
Среднее значение коэффициента соотношения долгосрочных кредитов и займов и внеоборотных активов	0,046	0,006	0,023	0,081

Полученные результаты можно прокомментировать следующим образом. Как следует из расчетов, средние темпы прироста валюты баланса гораздо выше у ОАО, чем у ЗАО. Это связано с тем, что открытые компании растут быстрее, чем закрытые акционерные общества, наращивая стоимость

активов. В целом ОАО, входящие в данную выборку, меньше тратят средств на выплату дивидендов, развивают больше видов деятельности, чем ЗАО.

В свою очередь, стоимость чистых активов и, соответственно, показатель их прироста выше у ЗАО, поскольку ЗАО имеют меньше возможностей по привлечению внешних ресурсов, т. е. прирост стоимости чистых активов происходит не по причине роста стоимости активов, а из-за меньшего размера кредитного портфеля, чем у ОАО.

Поскольку масштабы деятельности ОАО в среднем выше, чем ЗАО, то и темп прироста выручки выше, а показатель прироста чистой прибыли намного ниже, чем у ЗАО. ЗАО не несут таких высоких издержек, как открытые АО (например, издержки на деятельность Совета директоров, проведение общего собрания акционеров, подготовку отчетности, ведение реестра акционеров и др.). В российских ОАО нет такого строгого контроля за издержками, как в ЗАО, где собственники имеют больший контроль и над издержками, и над денежными потоками. В результате с точки зрения рентабельности ЗАО работают более эффективно.

Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами в ЗАО не только ниже, он в среднем отрицательный. Это можно объяснить тем, что ОАО, имея внешние источники финансирования в большем объеме, чем ЗАО, не может позволить себе вести агрессивную финансовую политику, они в большей степени подвергаются требованиям к раскрытию информации, не позволяют опираться в большом объеме на средства поставщиков (кредиторскую задолженность). ЗАО в данной выборке используют в большой мере кредиторскую задолженность как источник финансирования.

Коэффициент соотношения заемных и собственных средств выше нормы для обоих классов компаний, однако для ЗАО он в несколько раз выше по сравнению с ОАО. Это свидетельствует о том, что ЗАО в большей мере опираются на кредиты и кредиторскую задолженность, чем ОАО. Как свидетельствуют результаты опроса, ни ОАО, ни ЗАО в нашей выборке не используют в значительной мере эмиссию акций.

Коэффициенты, характеризующие степень привлечения краткосрочных и долгосрочных кредитов (показатели 3 и 4 группы Б), у обоих классов компаний низкие. Это говорит об отсутствии склонности, а во многих случаях — и возможности привлечения больших объемов кредитования для небольших российских компаний. Отсутствие тенденции к привлечению долгосрочных кредитов — это в целом негативный фактор, характерный для большинства российских предприятий. На наш взгляд, вкупе с отсутствием у большинства компаний акций, находящихся в свободном обращении, это свидетельствует об отсутствии тенденции к раскрытию информации (сверх объема, требуемого законодательством), об определенной региональной «местечковости» предприятий. Такие компании, по всей

видимости, не имеют также и тенденции к использованию эффективных механизмов корпоративного управления.

Для того чтобы проверить предположение о том, что указанные выше финансовые показатели могут оказывать влияние на решение компаний о смене организационной формы, была использована эконометрическая модель.

В качестве результирующего признака (переменная y) был выбран специальный индекс, который был рассчитан по ответам на вопросы анкеты и, по мнению исследователей, характеризует возможность изменения организационно-правовой формы компании.

Основной моделью, в которой значение индекса рассматривалось как линейная функция факторов, представляющих финансовые показатели, была выбрана линейная многофакторная модель вида:

$$y = \beta_0 + \sum_{i=1}^9 \beta_i x_i + \varepsilon,$$

где x_1 — средний темп прироста валюты баланса; x_2 — средний показатель прироста стоимости чистых активов; x_3 — средний темп прироста выручки; x_4 — средний показатель прироста чистой прибыли; x_5 — коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами; x_6 — коэффициент «Заемные средства/собственные средства»; x_7 — коэффициент «Краткосрочные кредиты и займы/оборотные активы»; x_8 — коэффициент «Долгосрочные кредиты/внеоборотные активы»; x_9 — показатель банкротства; ε — случайная составляющая; β_i — неизвестные параметры регрессионной модели, $i = 0, \dots, 9$.

Оценки параметров регрессионной модели, полученные по МНК, значения F - и t -статистик, а также доверительные интервалы представлены в табл. 13.

Таблица 13

Результаты эконометрического анализа рассмотренной модели

Точечные оценки неизвестных коэффициентов функции регрессии	Полученные значения оценок
1	2
Свободный член уравнения	2,4415
Коэффициент перед первой объясняющей переменной	1,364
Коэффициент перед второй объясняющей переменной	0,035
Коэффициент перед третьей объясняющей переменной	-0,8372
Коэффициент перед четвертой объясняющей переменной	0,0941
Коэффициент перед пятой объясняющей переменной	-0,1259
Коэффициент перед шестой объясняющей переменной	-0,0054

Продолжение табл. 13

1	2
Коэффициент перед седьмой объясняющей переменной	-1,7783
Коэффициент перед восьмой объясняющей переменной	-2,1243
Коэффициент перед девятой объясняющей переменной	0,7117
<i>F</i> -тест:	
• число степеней свободы	$v_1 = 9; v_2 = 31$
• граница правосторонней критической области (5%-й уровень значимости)	2,1994
• величина <i>F</i> -статистики для проверки гипотезы о значимости модели	3,0627
<i>t</i> -тест:	
• число степеней свободы	$v = 31$
• границы двухсторонней критической области (5%-й уровень значимости)	$k_1 = -2,0395, k_2 = 2,0395$
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед первой объясняющей переменной	2,5275
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед второй объясняющей переменной	0,5916
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед третьей объясняющей переменной	-2,4385
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед четвертой объясняющей переменной	2,5081
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед пятой объясняющей переменной	-0,3072
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед шестой объясняющей переменной	-0,9776
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед седьмой объясняющей переменной	-2,0702
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед восьмой объясняющей переменной	-2,3555
• величина <i>t</i> -статистики для оценки коэффициента перед девятой объясняющей переменной	1,4495
Доверительные интервалы для неизвестных коэффициентов перед объясняющими переменными (доверительная вероятность 0,95) для:	
• β_1	
— левая граница	1,4939
— правая граница	3,389
• β_2	
— левая граница	0,2633
— правая граница	2,4647
• β_3	
— левая граница	-1,5374
— правая граница	-0,1370

Окончание табл. 13

1	2
• β_4	
— левая граница	0,003
— правая граница	0,0031
• β_5	
— левая граница	-0,9616
— правая граница	0,7098
• β_6	
— левая граница	-0,0168
— правая граница	0,0059
• β_7	
— левая граница	-3,5302
— правая граница	-0,0264
• β_8	
— левая граница	-3,9635
— правая граница	-0,285
• β_9	
— левая граница	-0,2897
— правая граница	1,7131
Коэффициенты детерминации:	
• R^2	0,4707
• скорректированный R^2_{adj}	0,3169

Тестирование модели по критерию Фишера продемонстрировало, что рассмотренная модель статистически значима. Результаты t -теста показали, что статистически значимое влияние на изменение индекса оказывают факторы x_1, x_3, x_4, x_7, x_8 . В то же время остальные факторы оказались статистически незначимыми.

Средний темп прироста валюты баланса, средний темп прироста выручки и средний показатель прироста чистой прибыли, на наш взгляд, могут влиять на изменение организационной формы компании, прежде всего для класса ЗАО. Это связано с тем, что компании данной формы, испытывающие как значительный рост, так и сокращение бизнеса, должны рассмотреть вопрос об адекватности существующей формы и возможности перехода в открытую форму АО. Что касается ОАО с быстрыми темпами развития, то для них, очевидно, целесообразно изменение не существующей формы акционерного общества, а «псевдооткрытой» формы компании на публичную посредством выхода на рынок акций. Форма ОАО предоставляет, очевидно, широкие возможности с точки зрения привлечения финансирования и механизмов корпоративного управления. ОАО, испытывающие сокращение бизнеса и не использующие преимущества данной формы

организации бизнеса, могут рассмотреть вопрос о переходе в закрытую форму акционерного общества.

Значимыми в модели оказались коэффициенты, представляющие соотношения кредитов и займов с разными группами активов. Компании в выборке в целом являются довольно пассивными в привлечении кредитов, особенно долгосрочных. Они не имеют потребностей и/или возможностей в значительном кредитовании. Данный результат может свидетельствовать об отсутствии также потребности и в изменении организационной формы, так как компании не видят в этом никаких преимуществ.

Результаты исследования показали, что форма ЗАО удовлетворяет большую часть респондентов, а те из них, кто готов рассмотреть возможность смены формы в пользу ОАО, не имеют никаких предпосылок для этого (о чем свидетельствуют ответы на вопросы о финансировании и др.). Что касается ОАО, то большинство предприятий в выборке оказались не открытыми компаниями в экономическом смысле, а «псевдооткрытыми», не котирующимися на фондовом рынке.

В целом по результатам исследования авторы приходят к выводу, что большинство ЗАО не готовы к изменению формы, к отказу от инсайдерской «местечковости», опасаясь становиться публичными компаниями. Российские ЗАО несколько отстали от новых возможностей, предлагаемых финансовым рынком, усовершенствованной практикой корпоративного управления. Об этом свидетельствуют и результаты изучения ряда финансовых показателей компаний, прокомментированные выше.

Руководители компаний обеих организационно-правовых форм считают их оптимальными, хотя теоретически допускают и их изменение. При этом неожиданным представляется большое количество ответов о недопустимости выбора формы ООО менеджерами как ОАО, так и, в особенности, ЗАО. Возможно, это говорит о том, что менеджеры ОАО и ЗАО на самом деле бессознательно уделяют значительное внимание имиджевому положению своих компаний, а также их инвестиционной привлекательности.

Результаты проведенного исследования позволяют принять гипотезу 1, согласно которой большинство российских ОАО и ЗАО не имеет достаточной мотивации для изменения организационно-правовой формы. Гипотеза 2 о влиянии финансовых показателей деятельности компании на изменение ее организационно-правовой формы была принята согласно проведенному эконометрическому исследованию.

В целом можно сделать вывод о том, что получение убедительных результатов в области выделения факторов, влияющих на решение компаний об изменении формы юридического лица, на базе пилотного исследования сопряжено с некоторыми трудностями по ряду причин:

- ♦ в выборке присутствовали в основном закрытые и «псевдооткрытые» компании, не использовавшие потенциала финансового рынка (основные источники финансирования — собственные средства и банковские кредиты) и, что наиболее важно, не оценивавшие возможностей рынка капитала как источника финансирования, инструмента рыночной оценки компании, повышения имиджа, инструмента мотивации менеджмента и др.;
- ♦ в выборку вошли преимущественно региональные предприятия, руководители которых (судя по ответам на вопросы анкеты) не имели адекватного представления о преимуществах и издержках функционирования различных организационных форм бизнеса.

В качестве направлений дальнейших исследований можно указать следующие:

- ♦ выбор новой совокупности различных факторов корпоративного управления и финансовых показателей, влияющих на изменение компанией своей организационно-правовой формы;
- ♦ введение новых показателей, отражающих возможность изменения ОПФ компании, на которые будут влиять указанные выше факторы;
- ♦ тестирование новых эконометрических моделей для проверки выдвинутых предположений о том, что выбранные факторы могут оказывать влияние на изменение ОПФ для определенных категорий компаний.

Литература

- Бухвалов А. В., Осколков И. В., Ильина Ю. Б., Бандалюк О. В.* Выбор организационно-правовой формы для российских компаний: постановка задач эмпирического исследования // Корпоративное управление и оценивание компаний: Сборник статей по материалам Круглого стола «Корпоративное управление и оценивание компаний: актуальные направления и программа исследований» / Под общ. ред. А. В. Бухвалова. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ, 2006. С. 53–71.
- Долгопятова Т. Г.* Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 2. С. 3–26.
- Долгопятова Т.* Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний (эмпирические свидетельства) // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 84–97.
- Долгопятова Т., Голикова В., Кузнецов Б.* Корпоративное управление: как руководители компаний относятся к правовому регулированию // Вестник общественного мнения. 2004. № 6 (74). С. 31–41.
- Ивасаки И.* Корпоративное право и организационный выбор: открытые и закрытые акционерные общества в России // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 3. № 4. С. 55–76.

- Ивасаки И.* Правовая форма акционерных обществ и корпоративное поведение в России // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 112–123.
- Капелюшников Р. И.* Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 12. С. 103–124.
- Капелюшников Р. И.* Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 1. № 4. С. 3–28.
- Купить фирму в кредит? Это просто.* Обзор рынка сделок LBO. 2006. 25 мая [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.k2kapital.com/news/reportings/>
- СПАРК: Система профессионального анализа рынка и компаний* [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.spark.interfax.ru>
- Россия вышла на четвертое место по объемам IPO.* 2006. 11 ноября [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.stockportal.ru/main/invest/stocks/article/>
- Blair L. C.* Choosing the Business Entity in the 1990s: From Sole Proprietorships to Limited Liability Companies, Which is the Best for You? // Pennsylvania CPA Journal. 1995. Vol. 66. N 4. P. 24–28.
- Brickley J. A., Dark F. H.* The Choice of Organizational Form: The Case of Franchising // Journal of Financial Economics. 1987. Vol. 2. N 18. P. 401–420.
- Cruz C., Karayan J.* Should Your Firm Operate as LLC? // Business Forum. 1996. Vol. 21. N 3–4. P. 16–21.
- Damodaran A., John K., Liu C.* The Determinants of Organizational Form Changes: Evidence and Implications from Real Estate // Journal of Financial Economics. 1997. Vol. 45. N 2. P. 169–192.
- Damodaran A., John K., Liu C.* What Motivates Managers? Evidence from Organizational Form Changes // Journal of Corporate Finance. 2005. Vol. 12. N 1. P. 1–26.
- Deli V. N., Varma R.* Closed-end Versus Open-end: The Choice of Organizational Form // Journal of Corporate Finance. 2002. Vol. 1. N 8. P. 1–27.
- Desai M., Foley C., Hines J.* The Costs of Shared Ownership: Evidence from International Joint Ventures // Journal of Financial Economics. 2004. Vol. 73. N 2. P. 323–374.
- Dittmar A., Thakor A.* Why Do Firms Issue Equity? // Journal of Finance. 2007. Vol. 1. N 47. P. 1–54.
- Dolgopyatova T. G., Iwasaki I.* Exploring Russian Corporations: Interim Report on the Japan–Russia Joint Research Project on Corporate Governance and Integration Processes in the Russian Economy // IER Discussion Paper Series N B35. Tokyo: Institute of Economic Research of Hitotsubashi University, 2006 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.hit-u.ac.jp/>
- Fama E., Jensen M.* Organizational Forms and Investment Decisions // Journal of Financial Economics. 1985. Vol. 14. N 1. P. 101–119.
- Field L., Karpoff J.* Takeover Defense of IPO Firms // Journal of Finance. 2002. Vol. 47. N 5. P. 1857–1859.
- Freedman J.* Limited Liability Partnerships in the United Kingdom — Do They Have a Role for Small Firms? // Journal of Corporation Law. Iowa City. 2001. Vol. 26. N 4. P. 897–915.

Karpoff J. M., Rice E. M. Organizational Form, Share Transferability, and Firm Performance: Evidence from the ANCSA Corporations // Journal of Financial Economics. 1989. Vol. 1. N 24. P. 69–105.

Ritter J. R., Welch I. A Review of IPO Activity, Pricing, and Allocations // Journal of Finance. 2002. Vol. 3. N 47. P. 1795–1828.

Wiersema W. What Business Form Is Best for Your Company? // Electrical Apparatus. 2006. Vol. 52. N 3. P. 54–56.

Статья поступила в редакцию 17 января 2008 г.