

*Ю. Б. Ильина, И. В. Березинец*

## **ТРАНСФОРМАЦИЯ ОРГАНИЗАЦИОННЫХ ФОРМ И ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ: ЭМПИРИЧЕСКОЕ ИССЛЕДОВАНИЕ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

В статье\* представлен анализ, основанный на новой выборке 501 российского акционерного общества. Авторы рассматривают проблемы перехода в альтернативные организационно-правовые формы бизнеса во взаимосвязи с агентской проблемой и концентрацией собственности в российских компаниях.

*Ключевые слова:* корпоративное управление, организационно-правовые формы, IPO, концентрация собственности, агентская проблема.

### **АКТУАЛЬНОСТЬ И ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ ПРЕДПОСЫЛКИ ИССЛЕДОВАНИЯ**

Компании за время своего существования проходят различные этапы развития, которые имеют свои особенности и формы проявления. Одним из ключевых направлений организационных изменений в компании выступает смена ее организационно-правовой формы (ОПФ), которая может сопровождаться изменением формы юридического лица. В этом случае речь идет о переходе одной формы акционерного общества в другую — например, о трансформации закрытого АО в открытое с осуществлением первоначального публичного предложения акций (IPO) или, возможно, без открытой подписки на акции<sup>1</sup>.

Актуальность данной проблемы для России обусловлена существованием огромного числа открытых и закрытых акционерных обществ [Бухвалов и др., 2006], большинство из которых приобрело существующую ОПФ практически нормативным путем в рамках приватизации. Руководители многих из этих компаний полностью не осознают всех преимуществ и издержек, связанных с той или иной формой юридического лица, чем и

---

\* Статья является логическим продолжением пилотного исследования в области изменения организационно-правовой формы компаний, результаты которого были опубликованы в [Березинец, Ильина, 2008].

<sup>1</sup> Подробнее об этом см.: [Бухвалов и др., 2006; Березинец, Ильина, 2008].

© Ю. Б. Ильина, И. В. Березинец, 2009

обусловлена определенной инертностью процессов перехода, характерная для России. В этой связи актуальны исследования, которые выявляют факторы, могущие повлиять на решение компании о смене ОПФ, и предоставляют собственникам и топ-менеджерам компаний рекомендации по принятию решений, связанных с таким переходом. Для успешного функционирования компании на рынке руководители должны задуматься о том, в какой мере используются преимущества существующей организационной формы, эффективна ли она с точки зрения потенциальных возможностей для дальнейшего развития бизнеса и имеющихся затрат на его поддержание, способна ли компания в данной ОПФ успешно конкурировать на рынке. В случае необходимости для отдельно взятой компании должен рассматриваться вопрос о реструктуризации бизнеса посредством его перехода в альтернативную форму организации.

Значительное число зарубежных исследований посвящено анализу собственно организационных форм компании с точки зрения теории организации. Так, в работе [Brickley, Dark, 1987] анализируются альтернативные организационные формы, рассматриваются проблемы выбора между предоставлением франшизы другим фирмам и владением последними. При этом авторы опираются на утверждения Е. Фама, М. Дженсена [Fama, Jensen, 1983a; 1983b] и А. Алчиана [Alchian, 1950] о том, что фирмы должны быть организованы таким образом, чтобы поставлять свою продукцию по наиболее низким ценам, при этом покрывая издержки, по сравнению с другими организационными формами. Внимание Фама и Дженсена акцентируется на издержках контроля над агентской проблемой в сочетании с наиболее эффективной производственной технологией. Таким образом, в данных работах организационные формы компании рассматриваются и с позиции проблем корпоративного управления.

Целый ряд академических работ и публикаций в профессиональной периодике посвящен проблемам 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, 1999; Williamson, 2006a; 2006b].

Представляют интерес исследования, связанные с выбором организационно-правовой формы для компаний общественного сектора. Так, в работе [Bilodeau, Laurin, Vining, 2006] утверждается, что переход таких организаций в форму корпорации может привести к росту их экономической эффективности.

Большое внимание в зарубежных исследованиях уделяется изменению ОПФ с точки зрения проблематики корпоративных финансов и корпоративного управления. Так, Дж. Карпофф и Е. Райс [Karpoff, Rice, 1989], исходя

из посылки, что организационная форма является важной детерминантой производственной эффективности, обосновывают и эмпирически тестируют утверждение о том, что форма корпорации с распыленным капиталом и возможностью свободного обращения акций способствует достижению эффективности с точки зрения теории фирмы. Тестирование сформулированного ими предположения проводилось на выборке американских компаний, для которых существуют законодательные ограничения на обращение акций, являющиеся, по мнению авторов, основным организационным ограничением, обуславливающим низкие показатели финансовой эффективности и слабое качество корпоративного управления.

В работах [Fama, Jensen, 1983a; 1983b; Deli, Varma, 2002] исследуются проблемы выбора организационной формы для инвестиционных фондов США. Речь идет о выборе из двух основных альтернатив — открытых и закрытых фондов. При этом очевидно, что выбор формы существования для инвестиционного фонда связан прежде всего со спецификой формирования инвестиционного портфеля — ликвидностью активов, горизонтом инвестирования, а отсюда — и с возможностью свободного выкупа акций. Эти вопросы взаимосвязаны с проблемами корпоративного управления. Фама и Дженсен называют открытый фонд «особой формой распыленного контроля», т. е. акционеры посредством свободного предъявления акций к выкупу оказывают дисциплинирующее влияние на менеджмент фонда. Агентские издержки, по мнению исследователей, выше в закрытых фондах, где такой механизм отсутствует. Однако закрытая форма инвестиционного фонда предоставляет вкладчикам возможность с меньшими издержками инвестировать в неликвидные активы, а также в активы, для которых затруднителен мониторинг цен. Данные выводы можно применить и к компаниям нефинансового сектора — в закрытых акционерных обществах, ввиду затруднения отчуждения акций сторонним инвесторам, агентские издержки выше, так как отсутствует такой внешний механизм корпоративного управления, как фондовый рынок.

В работе [Fama, Jensen, 1985] авторы рассматривают выбор организационно-правовой формы компании с точки зрения остаточных требований акционеров (*residual claims*) на чистый денежный поток. Наименее ограниченные остаточные требования принадлежат акционерам — владельцам обыкновенных акций открытых акционерных обществ. Права на чистый денежный поток не имеют временных ограничений и не требуют от данной группы стейкхолдеров выполнения еще какой-либо роли в компании. Данная характеристика, свойственная публичной корпорации, приводит к развитию рынка капитала, на котором эти остаточные требования получают оценку в виде рыночной стоимости акций, и существует возможность передачи этих прав другим инвесторам, причем с низкими издержками.

Поскольку в большинстве случаев владельцы остаточных требований не принимают участия в процессе принятия решений в компании, постольку имеет место агентская проблема между акционерами и менеджерами. Анализируя важность контроля над процессом принятия инвестиционных решений, авторы утверждают, что в компаниях данной ОПФ интересы стейкхолдеров «обслуживаются» инвестиционными решениями, максимизирующими рыночную стоимость богатства акционеров.

В целом проблемы изменения организационных форм рассматриваются в основном во взаимосвязи с корпоративным управлением. Исследователей интересует вопрос о том, в какой мере интересы агентов должны приниматься во внимание с точки зрения создания стимулов для повышения эффективности деятельности компании. Один из вопросов сводится к следующему: если новая организационная форма компании является более эффективной, то в какой мере агенты, с одной стороны, заинтересованы в решении о таком изменении, а с другой — способны на него повлиять.

Существование теории «принципал — агент» подтверждает важность проблем, сопряженных с изменением организационно-правовой формы компании. Эта теория связана с взаимоотношениями между экономическими агентами, в которых принципал влияет на действия агента посредством различных стимулов (incentives) [Dixit, 2002; Bilodeau, Laurin, Vining, 2006]. Это, в частности, проявляется в возможностях предоставления дополнительных стимулов (включая финансовые — фондовые опционы и другие способы вознаграждения, основанные на различных показателях финансовой результативности). То, что акции компании торгуются на фондовом рынке, удерживает агентов от оппортунистического поведения по причине возможного поглощения, банкротства. Теория «принципал — агент» в целом доказывает, что высокая информационная прозрачность компании, вытекающая из ее публичной формы, приводит к существованию более действующих стимулов для агентов, что, в свою очередь, способствует и повышению эффективности деятельности.

Учет агентской проблемы и концентрации собственности важен еще и потому, что любые организационные изменения в компании и тем более переход в альтернативную форму юридического лица могут быть связаны с изменением структуры собственности и управления, а это непосредственно затрагивает интересы всех стейкхолдеров. Поэтому не исключено, что при определенной структуре собственности в компании, даже при объективном признании преимуществ альтернативной формы, такое решение может быть не принято.

Агентская проблема и мотивация менеджеров при изменении ОПФ выступают предметом исследования в [Damodaran, John, Liu, 2005]. На выборке компаний сферы недвижимости авторы тестируют гипотезы о том,

каким образом мотивация менеджеров может влиять на решение о таком изменении. Данная работа является продолжением ранее начатого анализа в [Damodaran, John, Liu, 1997], в котором приведены результаты изучения 128 компаний сферы недвижимости, изменивших организационно-правовую форму в период с 1966 по 1989 г.

Результаты теоретических и эмпирических исследований по проблемам выбора организационной формы бизнеса учитывались при проведении пилотного исследования [Березинец, Ильина, 2008], основанного на анализе опроса членов совета директоров и топ-менеджеров 70 российских компаний. В данной работе, которая является логическим продолжением и обобщением пилотного исследования, анализируются новые результаты, полученные по итогам анкетирования 501 российского акционерного общества.

В существующих публикациях для оценки возможности изменения организационной формы компании используются множественные метрики эффективности деятельности. Среди них важное место занимают экономические показатели — выпуск, выручка, коэффициент покрытия издержек, производительность труда, издержки на единицу продукции [Bilodeau, Laurin, Vining, 2006]. В представленном здесь исследовании не оцениваются *результаты* изменения ОПФ. Авторы интересуют вопросы, связанные с тем, какие факторы корпоративного управления и финансовые показатели могут влиять на решение компании о смене ОПФ. В работе [Бухвалов, 2009] проводится обширный обзор зарубежных исследований, посвященных преобразованию компаний в публичную форму посредством выхода на IPO. Автор анализирует причины изменения организационно-правовой формы компаний, меняющих статус — частную форму на публичную.

В литературе практически отсутствуют работы, изучающие влияние концентрации собственности на изменение организационно-правовых форм. В какой степени концентрация капитала в руках отдельных категорий стейкхолдеров — менеджеров, директоров иных групп акционеров — может обуславливать решение компании о переходе в альтернативную форму юридического лица? На наш взгляд, это весьма важный вопрос для исследования.

Проблемы *изменения* ОПФ крупных и средних российских компаний, имеющих форму акционерного общества, не всегда являются предметом многочисленных исследований. В связи с этим полученные результаты исследования вносят определенный вклад в анализ данной проблематики.

Среди российских публикаций по указанной тематике следует отметить работы [Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2007; Ивасаки, 2006; 2007; Интеграционные процессы..., 2006], в которых обобщены результаты совместного российско-японского исследования «Корпоративное управление и инте-

грационные процессы в российской экономике», основанного на выборке 822 крупных российских акционерных обществ. Часть исследования, посвященная *выбору* организационной формы компаний, объясняет существование подавляющего большинства российских акционерных обществ в форме ЗАО рядом факторов, среди которых: высокая концентрация собственности и доминирующее положение инсайдеров, стремление руководства компаний к информационной закрытости, неразвитость рынков капитала, слабый спрос на капитал и др.

Безусловно, помимо перечисленных факторов, влияющих на принятие компанией решения об изменении своей организационно-правовой формы, нельзя не отметить в условиях продолжающегося финансового кризиса и значимость положения компании на фондовом рынке (для ОАО) — ликвидности акций, рыночной стоимости акций, существующей угрозы поглощения (корпоративного шантажа).

Таким образом, можно выделить две грани исследования проблемы изменения ОПФ компании:

- 1) анализ целесообразности перехода в ту или иную форму в зависимости от приобретаемых преимуществ и издержек;
- 2) анализ факторов, которые могут повлиять на такое решение компании вне зависимости от адекватности альтернативных организационных форм бизнеса для данной фирмы.

Когда мы рассматриваем проблему перехода организационной формы компании в альтернативную ОПФ, то понимаем, что изменение первой не всегда является прогрессивным шагом. Авторы работы не преследуют цель оценки данных решений, основная ее задача заключается в том, чтобы выяснить, какие факторы могут влиять на принятие такого важного решения в компании. Представляется, что концентрация собственности во взаимосвязи с агентской проблемой — важные доминанты, определяющие возможность перехода в альтернативную форму организации бизнеса.

#### **ОБЩАЯ ХАРАКТЕРИСТИКА ВЫБОРКИ И ГИПОТЕЗЫ ОСНОВНОГО ИССЛЕДОВАНИЯ: КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ И АГЕНТСКАЯ ПРОБЛЕМА**

Тестирование новых предположений по влиянию концентрации собственности на вероятность изменения ОПФ и проверка гипотез пилотного исследования, связанных с корпоративным управлением [Березинец, Ильина, 2008], базировались на новой выборке компании. Основу полученной информации составили ответы на вопросы анкеты руководителей и членов советов директоров крупных акционерных обществ РФ. Интервью проводились методом «face-to-face» по формализованной анкете в ноябре-декабре 2007 г. В случайную выборку вошла 501 компания из Российской Федерации: среди

них 10% — компании из Санкт-Петербурга, 10 — из Москвы и 80% — из других субъектов РФ, в число которых вошли: Республика Татарстан, Краснодарский край, Архангельская область, Вологодская область, Калининградская область, Мурманская область, Новгородская область, Новосибирская область, Омская область, Оренбургская область, Ростовская область, Свердловская область, Тюменская область, Ярославская область, Пермский край, Томская область, Челябинская область, Хабаровский край, Самарская область. В ходе нового исследования были опрошены руководители 218 закрытых акционерных обществ и 283 открытых акционерных обществ (табл. 1). Большая часть опрошенных респондентов (84%) являются исполнительными менеджерами, 33% опрошенных — членами совета директоров, 13% — совладельцами и 2% — собственниками компаний.

Таблица 1

#### Организационно-правовая форма компаний

| ОПФ   | Количество компаний в выборке | Доля в выборке, % |
|-------|-------------------------------|-------------------|
| ОАО   | 283                           | 56                |
| ЗАО   | 218                           | 44                |
| Всего | 501                           | 100               |

По типу организационной структуры основная часть компаний, в которых прошел опрос (66% — ЗАО и 61% — ОАО), — независимые предприятия. Головными материнскими компаниями холдинга, которые выступают владельцами контрольных пакетов дочерних предприятий, являются 12% ЗАО и 14% ОАО. Дочерними компаниями холдинга, рядовыми членами группы компаний — 17% ЗАО и 23% ОАО. Небольшой процент компаний (5% — ЗАО и 2% — ОАО) относится к головным материнским компаниям холдинга, которые не являются владельцами контрольных пакетов дочерних предприятий (табл. 2).

Таблица 2

#### Распределение ответов на вопрос об организационной структуре компании

| Ответы респондентов  | ОАО           |    | ЗАО           |    |
|--|---------------|----|---------------|----|
|  | Число ответов | %  | Число ответов | %  |
| 1  | 2             | 3  | 4             | 5  |
| Независимые предприятия (предприятия без материнской компании)               | 173           | 61 | 144           | 66 |
| Головные компании холдинга (владельцы контрольного пакета дочерних компаний) | 40            | 14 | 27            | 12 |

Окончание табл. 2

| 1  | 2   | 3   | 4   | 5   |
|--|-----|-----|-----|-----|
| Головные компании холдинга (не являются владельцами контрольного пакета дочерних компаний) | 6   | 2   | 10  | 5   |
| Дочерние компании холдинга (рядовые члены группы компаний)                                 | 64  | 3   | 37  | 17  |
| Всего  | 283 | 100 | 218 | 100 |

По отраслевой принадлежности треть ЗАО (33%) и более половины ОАО (51%) представляют промышленные компании. Почти пятая часть ЗАО (18%) и 15% ОАО — строительные компании. Также среди ЗАО большое число компаний принадлежит к таким отраслям, как сельское хозяйство (13%), сфера услуг (10%) и торговля (10%). Таким образом, можно сказать, что открытые АО чаще встречаются в промышленности и строительстве, тогда как закрытые акционерные общества более характерны для строительства, торговли, сельского хозяйства (табл. 3).

Таблица 3

**Отраслевая принадлежность компаний  
(по основному виду деятельности)**

| Отрасль            | В целом по ОАО и ЗАО | В целом по ОАО и ЗАО, % | ОАО | ОАО, % | ЗАО | ЗАО, % |
|--------------------|----------------------|-------------------------|-----|--------|-----|--------|
| Промышленность     | 215                  | 43                      | 143 | 51     | 72  | 33     |
| Строительство      | 82                   | 16                      | 43  | 15     | 39  | 18     |
| Торговля           | 38                   | 8                       | 16  | 6      | 22  | 10     |
| Транспорт          | 29                   | 6                       | 20  | 7      | 9   | 4      |
| Связь              | 20                   | 4                       | 10  | 4      | 10  | 5      |
| Сфера услуг        | 37                   | 7                       | 15  | 5      | 22  | 10     |
| Сельское хозяйство | 35                   | 7                       | 7   | 2      | 28  | 13     |
| ЖКХ                | 1                    | 0                       | 1   | 0      | 0   | 0      |
| Иное               | 44                   | 9                       | 28  | 10     | 16  | 7      |

Большинство компаний (87% ОАО и 78% ЗАО), руководители которых приняли участие в опросе, существуют более 10 лет. 8% ОАО и 18% ЗАО функционируют от 5 до 10 лет, по 4% ЗАО и ОАО — 4–5 лет и лишь 1% ЗАО — менее 1 года (табл. 4).

Приведенные данные свидетельствуют о том, что в среднем все компании выборки функционируют на рынке более 13 лет. Средний возраст компаний выборки класса ОАО также превышает 13 лет, а применительно к ЗАО — свыше 12 лет. Таким образом, можно предположить, что аналогич-



но выборке компаний пилотного исследования данная выборка включает в основном предприятия, образованные в период массовой приватизации, что во многом обуславливает возможность сравнения результатов двух проведенных этапов исследования.

Таблица 4

**Период существования компаний**

| Период существования компаний | ОАО | %  | ЗАО | %  | В целом по компаниям | %  |
|-------------------------------|-----|----|-----|----|----------------------|----|
| Менее 1 года                  | 0   | 0  | 2   | 1  | 2                    | 0  |
| 1–4 года                      | 4   | 1  | 9   | 4  | 13                   | 3  |
| 4–5 лет                       | 11  | 4  | 9   | 4  | 20                   | 4  |
| 5–10 лет                      | 22  | 8  | 39  | 18 | 61                   | 12 |
| 10–20 лет                     | 246 | 87 | 159 | 78 | 405                  | 81 |

Среди ЗАО более трети (38%) составляют компании, численность сотрудников которых не превышает 100 человек. Остальные ЗАО по числу работающих распределились следующим образом: по 16 и 17% — с численностью от 100 до 299 и от 300 до 499 человек; по 13% — с численностью от 500 до 999 человек и от 1 до 5 тыс. человек; 3% — с численностью свыше 5 тыс. сотрудников.

Распределение по численности работников ОАО более равномерно. Открытые акционерные общества отличаются большими размерами, по сравнению с закрытыми компаниями. Среди ОАО, руководители которых приняли участие в опросе, 20% — с численностью от 1 до 5 тыс. человек; по 19% — до 100 человек и от 300 до 499 человек; 17% — от 100 до 299 человек; 12% — от 500 до 999 человек и 12% — более 5 тыс. человек (табл. 5).

Таблица 5

**Численность занятых опрашиваемых компаний**

| Количество человек | ОПФ |    | ЗАО |    | Все компании |    |
|--------------------|-----|----|-----|----|--------------|----|
|                    | ОАО | %  | ЗАО | %  | Все компании | %  |
| До 100             | 53  | 19 | 82  | 38 | 135          | 27 |
| От 100 до 299      | 49  | 17 | 35  | 16 | 84           | 17 |
| От 300 до 499      | 53  | 19 | 36  | 17 | 89           | 18 |
| От 500 до 999      | 34  | 12 | 28  | 13 | 62           | 12 |
| От 1 до 5 тыс.     | 57  | 20 | 28  | 13 | 85           | 17 |
| От 5 до 27 тыс.    | 33  | 12 | 6   | 3  | 39           | 8  |

Приблизительно равномерно в выборке распределились ОАО и ЗАО с выручкой от 31 до 300 млн руб. (34% — ОАО, 36% — ЗАО) и с выручкой от 301 млн до 1,5 млрд руб. (по 23% компаний обоих классов). В представленной выборке небольшое количество составляют ЗАО с выручкой свыше 1,5 млрд руб. (табл. 6).

Таблица 6

**Выручка компаний выборки за 2006 г.**

| Величина выручки, руб. | ОАО            |     | ЗАО            |     | Общее число компаний |
|------------------------|----------------|-----|----------------|-----|----------------------|
|                        | Число компаний | %   | Число компаний | %   |                      |
| До 30 млн              | 43             | 15  | 66             | 30  | 109                  |
| От 31 до 300 млн       | 96             | 34  | 78             | 36  | 174                  |
| От 301 млн до 1,5 млрд | 66             | 23  | 50             | 23  | 116                  |
| От 1,5 млрд до 3 млрд  | 27             | 10  | 11             | 5   | 38                   |
| От 3 млрд              | 51             | 18  | 13             | 6   | 64                   |
| Итого                  | 283            | 100 | 218            | 100 | 501                  |

В качестве первой гипотезы исследования выдвигается следующая.

*Гипотеза 1.* Рост концентрации собственности может оказывать влияние на вероятность изменения организационно-правовой формы компании.

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; 2007а; 2007б; Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2007; Капелюшников, 2001; 2006].

В связи с этим особую значимость приобретает исследование, направленное на изучение доли собственности, принадлежащей различным группам стейкхолдеров в российских АО.

Изучение влияния концентрации капитала в руках отдельных групп стейкхолдеров на стратегические решения компании в целом и на решение об изменении ОПФ в частности, на наш взгляд, особенно актуально на материале российских компаний. В России как стране с высококонцентрированной структурой собственности (что и является отличительной чертой российской модели корпоративного управления) агентская проблема имеет свои особенности. Как известно, в классическом понимании агентская теория фокусируется на взаимоотношениях акционеров и лиц, принимающих решения в корпорации, — топ-менеджеров и совета директоров. В современной корпорации позиция собственников уязвима в связи с тем, что они

имеют остаточные требования на доход, после удовлетворения требований других стейкхолдеров. Иными словами, преимущество остаточного риска оборачивается издержками остаточных требований на прибыль [Schleifer, Vishny, 1997]. Однако в компаниях, где собственность и контроль подчас не разделяются, значительная доля в капитале принадлежит менеджерам и членам совета директоров, стратегические решения принимаются иным образом, действует другая система стимулов.

Большая часть исследований, посвященных корпоративному управлению на развивающихся рынках, концентрируется на отношениях принципал — агент. Однако в ряде работ изучаются отношения принципал — принципал, фокусируясь на конфликте интересов между контролирующими акционерами, а также между контролирующими и миноритарными собственниками. Данный конфликт обусловлен высокой концентрацией собственности, распространенностью семейной собственности и контроля, холдинговой структурой бизнеса (группы компаний), слабой юридической защитой прав миноритарных акционеров. Исследователи все больше приходят к выводу о том, что не существует единой модели агентских отношений, единого подхода к агентской проблеме, который был бы характерен для различных национальных моделей корпоративного управления. Доминирующий подход к проблеме принципал — агент является продуктом развитых экономик, прежде всего США и Великобритании, где собственность и контроль по большей мере разделены, права собственников законодательно защищены и львиная доля внимания уделяется конфликтам интересов между собственниками и менеджерами [Дженсен, Меклинг, 2004].

Однако в развивающихся экономиках превалирует концентрированная форма собственности, которая вкупе с неразвитостью внешних механизмов корпоративного управления приводит к частым конфликтам интересов между контролирующими и миноритарными акционерами [Morck, Wolfenzon, Yeung, 2005]. Это способствовало к появлению и развитию нового видения корпоративного управления, фокусирующегося на конфликтах между различными группами собственников, известного как модель «принципал — принципал» [Dharwadkar, George, Brandes, 2000]. Данная модель характеризуется высокой концентрацией собственности и контроля, слабой институциональной защитой прав миноритарных акционеров и такими индикаторами низкого уровня корпоративного управления, как малое количество торгуемых компаний, низкий уровень дивидендных выплат, экспроприация миноритарных акционеров и др. [La Porta et al., 1997; 2000, Mitton, 2002]. Таким образом, традиционная концептуализация конфликтов принципал — агент Дженсена–Меклинга не применима для реалий конфликтов принципал — принципал в развивающихся экономиках [Young et al., 2008].

На основе масштабных исследований российских корпораций авторы [Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2007] пришли к выводу о том, что компании постепенно отходят от практики совмещения функций управления и владения, уступая модели разделения этих функций в бизнес-группах, формированию квалифицированных команд наемных менеджеров. В представленном здесь опросе большое количество компаний относится к так называемому некорпоративному сектору, т. е. основная часть компаний, включая открытые акционерные общества, не торгуется на фондовом рынке. Неудивительно, что результаты обследования подтверждают выводы о высокой концентрации собственности и контроля в российских компаниях, а также о совмещении владения и управления во многих из них. По мнению ряда исследователей, не концентрация собственности, а совмещение владения и управления, характеризующее инсайдерский тип корпоративного контроля, является сегодня основной системной характеристикой корпоративного контроля в российских корпорациях [Ружанская, 2008].

В вопросах анкеты, составленной для опроса по основному исследованию, особое внимание было уделено аспектам, связанным с концентрацией собственности в руках крупнейшего акционера, менеджеров в целом, высшего исполнительного менеджмента, совета директоров.

Доля акций крупнейшего акционера в закрытых и открытых АО примерно одинакова. Так, крупнейший акционер владеет более 75% акций в 22% ЗАО и 24% ОАО. По 17 и 19% составляют ЗАО и ОАО, в которых крупнейший акционер распоряжается от 51 до 75% акций. От 26 до 50% акций принадлежит мажоритарному акционеру в 22% ЗАО и 25% ОАО; от 6 до 25% — в 13% ЗАО и 22% ОАО. Крупнейший акционер владеет менее 5% акций всего в 6% ЗАО и 9% ОАО (табл. 7).

Таблица 7

**Распределение ответов на вопрос «Какой долей акций владеет крупнейший акционер компании?»**

| Ответы респондентов  | ОАО           |     | ЗАО           |     | Общее число ответов |
|----------------------|---------------|-----|---------------|-----|---------------------|
|                      | Число ответов | %   | Число ответов | %   |                     |
| Менее 5%             | 25            | 9   | 18            | 8   | 43                  |
| От 6 до 25%          | 62            | 22  | 35            | 16  | 97                  |
| От 26 до 50%         | 72            | 25  | 48            | 22  | 120                 |
| От 51 до 75%         | 55            | 19  | 44            | 20  | 99                  |
| Более 75%            | 69            | 24  | 64            | 30  | 133                 |
| Затрудняюсь ответить | 0             | 0   | 9             | 4   | 9                   |
| Итого                | 283           | 100 | 218           | 100 | 501                 |

Результаты исследования, приведенные в [Damodaran, John, Liu, 2005], показывают, что компании, которые переходят в так называемые более ограничивающие (restrictive) организационно-правовые формы, переживают рост стоимости акций и рост доли собственности, принадлежащей менеджерам. Фирмы, выбирающие более свободные формы, имеют высокие издержки мониторинга (в качестве прокси-переменных для этих показателей используются финансовые затруднения (близость к банкротству) и смещение высшего исполнительного менеджера (СЕО) в момент перехода). Кроме того, в таких компаниях важным фактором оказывается снижение свободного денежного потока в момент изменения организационной формы компании. Альтернативные ОПФ рассматриваются авторами с точки зрения того, насколько они обеспечивают свободу менеджеров. При прочих равных условиях переход в более ограничивающую форму должен снизить агентские издержки и повысить стоимость акционерного капитала. Однако, поскольку данная форма ограничивает свободу менеджеров, они не заинтересованы в инициировании изменения. Поэтому если менеджерам принадлежит значительная доля в капитале, то снижение частных выгод контроля должно компенсироваться увеличением денежного потока от такого владения, т. е. ростом стоимости собственного капитала.

По результатам опроса можно сделать вывод о том, что в целом менеджеры как категория стейкхолдеров не являются владельцами значительной доли капитала в российских компаниях.<sup>2</sup> В основном в 27% ЗАО и 37% ОАО менеджеры владеют менее 1% акций. Доля акций от 1 до 5% принадлежит менеджерам в 10% ЗАО и 11% ОАО. От 6 до 10% и от 10 до 25% капитала контролируют менеджеры в 7–8% ЗАО и ОАО. В 5% ЗАО и ОАО менеджерам принадлежит доля от 25% + 1 акция до 50%. Долей от 50% + 1 акция до 75% владеют 5% менеджеров в ЗАО и 4% — в ОАО. Долей 75% + 1 акция и выше распоряжаются 9% менеджеров в ЗАО и 5% — в ОАО (табл. 8).

Таблица 8

**Распределение ответов на вопрос «Какая доля в капитале Вашей компании принадлежит менеджерам?»**

| Ответы респондентов | ОАО           |    | ЗАО           |    | Общее число ответов |
|---------------------|---------------|----|---------------|----|---------------------|
|                     | Число ответов | %  | Число ответов | %  |                     |
| 1                   | 2             | 3  | 4             | 5  | 6                   |
| Менее 1%            | 105           | 37 | 59            | 27 | 164                 |
| От 1 до 5%          | 31            | 11 | 21            | 10 | 52                  |
| От 6 до 10%         | 23            | 8  | 16            | 7  | 39                  |

<sup>2</sup> Речь идет о доле капитала, принадлежащей именно менеджменту, а не членам трудового коллектива.

Окончание табл. 8

| 1                     | 2   | 3   | 4   | 5   | 6   |
|-----------------------|-----|-----|-----|-----|-----|
| От 11 до 25%          | 21  | 7   | 17  | 8   | 38  |
| 25% + 1 акция — 50%   | 14  | 5   | 10  | 5   | 24  |
| 50 % + 1 акция — 75%  | 12  | 4   | 10  | 5   | 22  |
| 75% + 1 акция и более | 15  | 5   | 20  | 9   | 35  |
| Затрудняюсь ответить  | 62  | 22  | 65  | 30  | 127 |
| Итого                 | 283 | 100 | 218 | 100 | 501 |

Представители высшего исполнительного менеджмента почти в трети случаев в ЗАО (27%) и ОАО (36%) являются контролируемыми акционерами (табл. 9).

Таблица 9

**Распределение ответов на вопрос «Является ли кто-либо из высшего исполнительного менеджмента контролирующим (мажоритарным) акционером?»**

| Ответы респондентов  | ОАО           |     | ЗАО           |     | Общее число ответов |
|----------------------|---------------|-----|---------------|-----|---------------------|
|                      | Число ответов | %   | Число ответов | %   |                     |
| Да                   | 75            | 27  | 79            | 36  | 154                 |
| Нет                  | 208           | 73  | 132           | 61  | 340                 |
| Затрудняюсь ответить | 0             | 0   | 7             | 3   | 7                   |
| Итого                | 283           | 100 | 218           | 100 | 501                 |

Участие членов совета директоров в капитале своих компаний руководители ЗАО оценили значительно выше, нежели руководители ОАО. Так, в трети (34%) ЗАО 75% + 1 акция принадлежит членам совета директоров, в то время как в открытых АО эта доля не превышает 19%. В 38% ОАО членам совета директоров принадлежит менее 1% акций. В ЗАО такая доля в капитале компании принадлежит членам совета директоров лишь 26% компаний (табл. 10).

Почти в половине случаев (53%) в закрытых АО представитель совета директоров является контролирующим акционером. В открытых АО такая ситуация встречается реже — в 37% компаний (табл. 11).

*Гипотеза 2.* Факторы корпоративного управления и контроля могут оказывать влияние на возможность изменения ОПФ акционерными обществами.

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.

Таблица 10

**Распределение ответов на вопрос «Какая доля в капитале Вашей компании принадлежит всем членам Совета директоров?»**

| Ответы респондентов   | ОАО           |     | ЗАО           |     | Общее число ответов |
|-----------------------|---------------|-----|---------------|-----|---------------------|
|                       | Число ответов | %   | Число ответов | %   |                     |
| Менее 1%              | 107           | 38  | 57            | 26  | 164                 |
| От 1 до 5%            | 16            | 6   | 10            | 5   | 26                  |
| От 6 до 10%           | 10            | 4   | 13            | 6   | 23                  |
| От 11 до 25%          | 36            | 13  | 9             | 4   | 45                  |
| 25% + 1 акция — 50%   | 25            | 9   | 15            | 7   | 40                  |
| 50% + 1 акция — 75%   | 34            | 12  | 26            | 12  | 60                  |
| 75% + 1 акция и более | 55            | 19  | 75            | 34  | 130                 |
| Затрудняюсь ответить  | 0             | 0   | 13            | 6   | 13                  |
| Итого                 | 283           | 100 | 218           | 100 | 501                 |

Таблица 11

**Распределение ответов на вопрос «Является ли кто-либо из членов Совета директоров контролирующим (мажоритарным) акционером?»**

| Ответы респондентов  | ОАО           |     | ЗАО           |     | Общее число ответов |
|----------------------|---------------|-----|---------------|-----|---------------------|
|                      | Число ответов | %   | Число ответов | %   |                     |
| Да                   | 105           | 37  | 116           | 53  | 221                 |
| Нет                  | 178           | 63  | 95            | 44  | 273                 |
| Затрудняюсь ответить | 0             | 0   | 7             | 3   | 7                   |
| Итого                | 283           | 100 | 218           | 100 | 501                 |

В новой выборке, как и в выборке пилотного исследования, менеджеры и ОАО и ЗАО в своем большинстве отрицают риск утраты корпоративного контроля (табл. 12).

Данные результаты, возможно, свидетельствуют 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. Опрос, проведенный в рамках предыдущего исследования, показал, что, по оценке менеджеров ЗАО, данная форма компании в меньшей степени подвержена риску враждебного поглощения. Это объясняется, по-видимому, общепринятым мнением, что недружественного поглощения следует опасаться тем открытым акционерным обществам, акции которых могут быть доступны рейдерам посредством скупки на фондовом рынке.

Таблица 12

**Распределение ответов на вопрос «Существует ли риск утраты корпоративного контроля для ключевых собственников Вашей компании?»**

| Ответы респондентов  | ОАО           |     | ЗАО           |     | Итого |
|----------------------|---------------|-----|---------------|-----|-------|
|                      | Число ответов | %   | Число ответов | %   |       |
| Да                   | 49            | 17  | 39            | 18  | 88    |
| Нет                  | 207           | 73  | 158           | 72  | 365   |
| Затрудняюсь ответить | 27            | 10  | 21            | 10  | 48    |
| Итого                | 283           | 100 | 218           | 100 | 501   |

Примечание: критерий  $\chi^2 = 0,03$ ,  $\chi^2_{2 \text{ крит.}} = 9,488$ . Уровень значимости  $\alpha = 0,05$ . Значения статистик  $\chi^2$  и граница правосторонней критической области приведены далее под табл. 13, 14 и 19.

В связи с особенностями преломления агентской проблемы для российской специфики авторы посчитали целесообразным использовать в исследовании ответы на вопросы, связанные с расхождением интересов между различными группами стейкхолдеров. Результаты пилотного исследования показали, что топ-менеджеры обеих форм акционерных обществ не склонны признавать расхождение интересов между различными группами лиц, имеющих отношение к управлению компанией, — как собственниками, так и собственниками и менеджерами.

В основном исследовании был проведен анализ ответов на вопросы о расхождении интересов между собственниками и менеджерами, а также об ущемлении прав миноритарных акционеров.

Топ-менеджеры обеих форм акционерных обществ не склонны признавать расхождение интересов между крупными собственниками и менеджерами. Это может являться еще одним свидетельством высокой концентрации собственности в российских ЗАО и ОАО. Проверка гипотезы о значимом различии в ответах на вопрос о расхождении интересов между крупными собственниками и менеджерами (в процентном соотношении) среди респондентов новой выборки показывает, что принимается основная гипотеза об отсутствии различия в ответах на сформулированный вопрос между ОАО и ЗАО (табл. 13).

При тестировании гипотезы, согласно которой респонденты обеих классов компаний одинаково отвечают на вопрос об ущемлении прав миноритарных акционеров, в предыдущем исследовании был получен ответ о том, что это предположение отвергается. Это был единственный вопрос, ответы на который существенно различались. В отличие от предыдущих резуль-



татов ответы на поставленный вопрос топ-менеджерами компаний новой выборки не демонстрируют значимого различия (табл. 14).

Таблица 13

**Распределение ответов на вопрос «Существует ли расхождение интересов между крупными собственниками и менеджерами в Вашей компании?»**

| Ответы на вопрос     | ОАО           |     | ЗАО           |     | Всего ответов |
|----------------------|---------------|-----|---------------|-----|---------------|
|                      | Число ответов | %   | Число ответов | %   |               |
| Да                   | 38            | 14  | 34            | 15  | 72            |
| Нет                  | 222           | 78  | 167           | 77  | 389           |
| Затрудняюсь ответить | 23            | 8   | 17            | 8   | 40            |
| Итого                | 283           | 100 | 218           | 100 | 501           |

Примечание: критерий  $\chi^2 = 0,473$ ,  $\chi^2_{\text{крит.}} = 9,488$ . Уровень значимости  $\alpha = 0,05$ .

Таблица 14

**Распределение ответов на вопрос «Имели ли место факты ущемления прав миноритарных акционеров в Вашей компании начиная с 2003 г.»**

| Ответы на вопрос     | ОАО           |     | ЗАО           |     | Всего ответов |
|----------------------|---------------|-----|---------------|-----|---------------|
|                      | Число ответов | %   | Число ответов | %   |               |
| Да                   | 16            | 6   | 7             | 3   | 23            |
| Нет                  | 241           | 85  | 188           | 86  | 429           |
| Затрудняюсь ответить | 26            | 9   | 23            | 11  | 49            |
| Всего                | 283           | 100 | 218           | 100 | 501           |

Примечание: критерий  $\chi^2 = 1,85$ ,  $\chi^2_{\text{крит.}} = 9,488$ . Уровень значимости  $\alpha = 0,05$ .

#### ИЗМЕНЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ ФОРМЫ КОМПАНИЙ И ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ: РЕЗУЛЬТАТЫ ЭКОНОМЕТРИЧЕСКОГО АНАЛИЗА

По результатам нового опроса было проведено тестирование предположения о влиянии концентрации собственности и факторов корпоративного управления и контроля на возможность изменения ОПФ (гипотезы 1 и 2). Для этого была построена порядковая пробит-модель. Результаты оценивания этой модели для всей группы компаний, для класса ОАО и для класса ЗАО, показали, что только для класса ОАО модель оказалась значимой (табл. 15):

$$P\{Y = j|X\} = F(\alpha X^T), \quad j = 1, 2, 3. \quad (1)$$

В выражении (1) использованы следующие обозначения:  $F$  — функция распределения нормально-распределенной случайной величины,

$\alpha = (\alpha_0, \alpha_1, \dots, \alpha_{16})$  — вектор неизвестных параметров модели, подлежащих оцениванию.

Через  $Y$  в уравнении (1) обозначена порядковая переменная, характеризующая тенденцию к нежеланию изменения формы юридического лица компании и принимающая следующие значения:

$$Y = \begin{cases} 1, & \text{если респондент допускает возможность изменения ОПФ;} \\ 2, & \text{если респондент затрудняется ответить на этот вопрос;} \\ 3, & \text{если респондент не допускает возможность изменения ОПФ.} \end{cases}$$

(Эта переменная соответствует ответам на вопрос анкеты «Допускаете ли Вы изменение организационно-правовой формы Вашей компании?»)

Через  $X = (1, X_1, X_2, \dots, X_{16})$  в уравнении (1) обозначен вектор факторных переменных.

Порядковая переменная  $X_1$  характеризует тенденцию к увеличению выручки компании и служит прокси-переменной для такого показателя, как размер компании.

Бинарная переменная  $X_2$  отражает в модели существование расхождения интересов между крупными совладельцами и менеджерами в компании.

При помощи бинарной переменной  $X_3$  в построенной модели учитываются факты ущемления прав миноритарных акционеров в компании начиная с 2003 г.

Включение в модель бинарной переменной  $X_4$  позволило исследовать влияние риска утраты корпоративного контроля для собственников (угроза поглощения) на возможность изменения ОПФ.

Порядковая переменная  $X_5$  позволила учесть влияние доли в капитале компании, принадлежащей всем членам совета директоров на изменение вероятности изменения ОПФ.

Бинарная переменная  $X_6$  отражает тот факт, является ли кто-либо из членов совета директоров контролирующим (мажоритарным) акционером.

Аналогично бинарная переменная  $X_7$  позволила учесть в модели факт того, что кто-либо из высшего исполнительного менеджмента является контролирующим (мажоритарным) акционером.

Порядковая переменная  $X_8$  отразила информацию о том, какой долей акций компании владеет крупнейший акционер.

В то же время переменная  $X_9$  характеризовала то, какая доля в капитале компании принадлежит менеджерам (не трудовому коллективу).

Переменные  $X_{10}, \dots, X_{16}$  являются бинарными переменными, характеризующими отраслевую принадлежность компании.

Таблица 15

## Результаты оценивания параметров порядковой пробит-модели

| <i>Y</i>         | Вся выборка компаний | ЗАО    | ОАО    |
|------------------|----------------------|--------|--------|
| $X_1$            | 0,077                | -0,032 | 0,124* |
| $X_2$            | 0,189                | -0,090 | 0,484* |
| $X_3$            | -0,009               | -0,057 | 0,032  |
| $X_4$            | 0,168                | 0,276  | 0,137  |
| $X_5$            | 0,031                | 0,013  | 0,038  |
| $X_6$            | 0,232                | 0,134  | 0,208  |
| $X_7$            | -0,068               | 0,083  | -0,388 |
| $X_8$            | -0,025               | -0,121 | 0,070  |
| $X_9$            | -0,003               | 0,041  | -0,049 |
| $X_{10}$         | -0,105               | -0,050 | -0,077 |
| $X_{11}$         | 0,066                | -0,072 | 0,351* |
| $X_{12}$         | -0,002               | -0,005 | 0,001  |
| $X_{13}$         | -0,064               | -0,120 | -0,010 |
| $X_{14}$         | -0,015               | -0,031 | 0,017  |
| $X_{15}$         | -0,008               | 0,011  | -0,012 |
| $X_{16}$         | 0,035                | 0,021  | 0,065  |
| LR $\chi^2$ (16) | 20,30                | 16,17  | 33,72  |
| $P > \chi^2$     | 0,21                 | 0,44   | 0,006  |
| Псевдо $R^2$     | 0,02                 | 0,04   | 0,06   |
| <i>n</i>         | 501                  | 218    | 283    |

Примечание: \* — соответствующая переменная значима на 5%-м уровне.

Так как статистически значимой получилась модель для класса ОАО, то прокомментируем полученные при ее оценивании результаты. Прокси-переменная, характеризующая размер компании, оказалась статистически значимой, причем оценка параметра перед этой переменной положительная. Поэтому чем больше компания, тем больше вероятность того, что она не склонна к изменению ОПФ. Значимой оказалась и переменная, характеризующая расхождение интересов между крупными совладельцами и менеджерами. Оценка параметра перед этой переменной в уравнении также положительная. Поэтому можно сделать вывод о том, что отсутствие расхождения интересов между крупными совладельцами и менеджерами приводит к увеличению вероятности нежелания смены ОПФ. Среди отраслей значимой для модели оказалась только переменная, характеризующая принадлежность к строительной отрасли.

**ИЗМЕНЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ ФОРМЫ КОМПАНИЙ И  
ГИПОТЕЗА ОБ ОДНОРОДНОСТИ ДВУХ ФОРМ АКЦИОНЕРНЫХ ОБЩЕСТВ**

В ходе опроса руководителям компаний в пилотном исследовании были заданы вопросы об общей оценке преимуществ и недостатков выбранной формы организации с точки зрения различных аспектов корпоративного управления. При новом анкетировании ставились вопросы, касающиеся наиболее адекватной ОПФ для данной компании.

*Гипотеза 3.* Российские ОАО и ЗАО — однородны по отношению к вопросу об изменении организационно-правовой формы.

На вопрос об адекватности организационно-правовой формы более половины респондентов (63%), работающих в ЗАО, назвали существующую форму наиболее подходящей для своей компании. Однако 9% руководителей ЗАО посчитали лучшей формой для своей организации ОАО без осуществления IPO, 9% — ОАО с выходом на IPO и 10% — общество с ограниченной ответственностью (табл. 16).

*Таблица 16*

**Распределение ответов на вопрос «Какая организационно-правовая форма  
Вам кажется наиболее адекватной для Вашей компании?» (ЗАО), %**

| Существующая форма \<br>Переход в | ЗАО | ОАО без<br>осуществления<br>IPO | ОАО<br>с выходом<br>на IPO | ООО | Нет<br>ответа |
|-----------------------------------|-----|---------------------------------|----------------------------|-----|---------------|
| ЗАО                               | 63  | 9                               | 9                          | 10  | 9             |

Только около четверти (28%) опрошенных руководителей ОАО с осуществленным IPO сочли существующую организационно-правовую форму наиболее адекватной для своей компании. 27% респондентов хотели бы видеть свою компанию как ОАО без осуществления IPO, 12% — ЗАО и 3% — ООО (табл. 17).

*Таблица 17*

**Распределение ответов на вопрос «Какая организационно-правовая  
форма Вам кажется наиболее адекватной для Вашей компании?»  
(ОАО с осуществленным IPO), %**

| Существующая форма \<br>Переход в | ЗАО | ОАО без<br>осуществления<br>IPO | ОАО<br>с выходом<br>на IPO | ООО | Нет<br>ответа |
|-----------------------------------|-----|---------------------------------|----------------------------|-----|---------------|
| ОАО с осуществленным IPO          | 12  | 27                              | 28                         | 3   | 30            |

Более половины руководителей (55%) компаний, являющихся ОАО без выхода на IPO, посчитали существующую организационно-правовую фор-

му наиболее адекватной для своей компании. Лишь 15% хотели бы видеть свою компанию в качестве ОАО с выходом на IPO, 9% — как общество с ограниченной ответственностью и 5% — ЗАО (табл. 18).

Таблица 18

**Распределение ответов на вопрос «Какая организационно-правовая форма Вам кажется наиболее адекватной для Вашей компании?»  
(ОАО без осуществления IPO), %**

| Существующая форма        | Переход в |                           |                      |     |            |
|---------------------------|-----------|---------------------------|----------------------|-----|------------|
|                           | ЗАО       | ОАО без осуществления IPO | ОАО с выходом на IPO | ООО | Нет ответа |
| ОАО без осуществления IPO | 5         | 55                        | 15                   | 9   | 16         |

Таким образом, в целом большинство респондентов в каждом выделенном кластере позитивно оценили форму организации их компаний.

Респондентам также был задан основной вопрос о том, допускают ли они возможность изменения организационно-правовой формы компании (табл. 19).

Таблица 19

**Распределение ответов на вопрос «Допускаете ли Вы изменение организационно-правовой формы Вашей компании?»**

| Ответы на вопрос     | ОАО           |     | ЗАО           |     | Всего ответов |
|----------------------|---------------|-----|---------------|-----|---------------|
|                      | Число ответов | %   | Число ответов | %   |               |
| Да                   | 72            | 25  | 69            | 32  | 141           |
| Нет                  | 153           | 54  | 110           | 50  | 263           |
| Затрудняюсь ответить | 58            | 21  | 39            | 18  | 97            |
| Всего                | 283           | 100 | 218           | 100 | 501           |

Примечание: критерий  $\chi^2 = 2,42$ ,  $\chi^2_{2 \text{ крит.}} = 9,488$ . Уровень значимости  $\alpha = 0,05$ .

В новой выборке меньшее количество респондентов допускают изменение организационно-правовой формы их компаний, по сравнению с результатами пилотного исследования. Причиной этого может являться тот факт, что акционерные общества, участвующие в новом анкетировании, являются более крупными компаниями, чем предприятия, задействованные в предыдущем исследовании. Руководители крупных компаний более адекватно представляют себе, каким образом можно использовать преимущества той формы, в которой они существуют. Однако представители ЗАО проявили большую готовность к изменению организационной формы своей компании.

В целом при оценивании отношения топ-менеджеров к вопросам, связанным с расхождением интересов между крупными собственниками и менеджерами, фактами ущемления прав миноритарных акционеров, а также возможным изменением организационно-правовой формы компании, можно сделать вывод об однородности двух рассматриваемых классов — ОАО и ЗАО. В их ответах на сформулированные вопросы не устанавливается значимого различия.

#### **ВЫВОДЫ**

По результатам проведенного статистического и эконометрического исследования можно сделать следующие выводы.

Ни один из факторов построенной эконометрической модели, включенных в модель для учета влияния концентрации собственности, не оказался статистически значимым. Поэтому *гипотеза 1* о том, что рост концентрации собственности может оказывать влияние на вероятность изменения организационно-правовой формы, проверка которой проведена для данной выборки компаний, *не может быть принята*.

Предположение о том, что *факторы корпоративного управления и контроля могут* оказывать влияние на возможность изменения ОПФ акционерными обществами (*гипотеза 2*) *получило свое подтверждение в исследовании*.

Выдвинутая *гипотеза 3* об однородности по отношению к вопросу об изменении организационно-правовой формы двух выборок компаний класса ОАО и ЗАО *может быть принята*.

Исходя из проведенного анализа можно сделать вывод о том, что большинство российских АО не готово к изменению организационно-правовой формы. В настоящее время, с нашей точки зрения, для ЗАО это может быть связано с тем, что переход в открытую форму акционерного общества не дает никаких преимуществ по сравнению с закрытой. Такой переход, в частности, связан со значительными затратами, которые многие компании не могут себе позволить. Помимо этого, имеет место ряд других издержек существования компании в открытой (публичной) форме АО, которые и обуславливают нежелание ЗАО менять существующую ОПФ (подр. об этом см.: [Березинец, Ильина, 2008]). Особо обращает на себя внимание тот факт, что и открытые акционерные общества в данной выборке, которые в основном не являются торгуемыми компаниями, не предполагают перехода из «псевдооткрытой» в публичную форму путем осуществления IPO. Большинство компаний в выборке являются региональными и не готовы к использованию возможностей, предлагаемых рынком капитала. Это может быть обусловлено определенной инертностью в проведении процессов реструктуризации, связанной с тем, что

многие компании были преобразованы в форму ОАО в ходе приватизации, проводившейся административным путем. Кроме того, даже в том случае, если компания готова стать публичной, затраты, связанные с осуществлением такого перехода (андеррайтинг, процедура IPO, поддержание рынка собственных акций, дивидендная политика), не позволяют ей перейти из «псевдооткрытого» в публичное ОАО.

Руководители компаний обеих форм АО считают существующую организационно-правовую форму компании наиболее адекватной (см. ответы на вопросы, представленные в табл. 16–18), хотя теоретически допускают и их изменение.

Анализ ответов на вопросы о факторах корпоративного управления, а также статистическая проверка гипотез о различии в ответах так же, как и в пилотном исследовании, демонстрируют однородность выборки. Вероятно, собственники и руководители компаний — двух форм АО — фактически не видят различий в механизмах корпоративного управления, которые имеют неодинаковую реализацию в двух столь разных по своему содержанию формах юридического лица.

### Литература

- Березинец И. В., Ильина Ю. Б.* Изменение организационно-правовой формы российских компаний: взаимосвязь с финансовыми результатами деятельности // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2008. Вып. 1. С. 31–52.
- Бухвалов А. В.* Почему компании становятся публичными? Теория и практика IPO // Российский журнал менеджмента. 2009. Т. 7. № 1. С. 69–78.
- 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.
- Дженсен М., Меклинг У. Х.* Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // Вестн. С.-Петербург. ун-та. Сер. Менеджмент. 2004. Вып. 4. С. 118–191.
- 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. 2007а. № 1. С. 84–97.
- Долгопятова Т.* Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? // Российский журнал менеджмента. 2007б. Т. 5. № 3. С. 27–52.

- Долгопятова Т., Ивасаки И., Яковлев А.* Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития. М.: Издат. дом ГУ ВШЭ, 2007.
- 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.
- Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях / Авдашева С. Б. и др.; под ред. С. Б. Авдашевой, Т. Г. Долгопятовой.* М.: Московский общественный научный фонд, 2006.
- 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.
- Ружанская Л.* Феномен российской корпорации, или еще раз о ценности эмпирических исследований // Российский журнал менеджмента. 2008. Т. 6. № 3. С. 145–154.
- Alchian A.* Uncertainty, Evolution and Economic Theory // Journal of Political Economy. 1950. Vol. 58. N 3. P. 211–221.
- Bilodeau N., Laurin C., Vining A.* Choice of Organizational Form Makes a Real Difference: the Impact of Corporatization on Government Agencies in Canada // Journal of Public Administration Theory and Review. 2006. Vol. 17. N 1. P. 119–147.
- 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.
- Dixit A.* Incentives and Organizations in the Public Sector // Journal of Human Resources. 2002. Vol. 37. N 4. P. 696–727.
- Dharwadkar R., George B., Brandes P.* Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective // Academy of Management Review. 2000. Vol. 25. N 3. P. 650–669.
- Fama E., Jensen M.* Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. 1983a. Vol. 26. N 2. P. 301–326.



- Fama E., Jensen M.* Agency Problems and Residual Claims // Journal of Law and Economics. 1983b. Vol. 26. N 2. P. 327–349.
- Fama E., Jensen M.* Organizational Forms and Investment Decisions // Journal of Financial Economics. 1985. Vol. 14. N 1. P. 101–119.
- Freedman J.* Limited Liability Partnerships in the United Kingdom — Do They Have a Role for Small Firms? // Journal of Corporation Law. 2001. Vol. 26. N 4. P. 897–915.
- Karpoff J. M., Rice E. M.* 1989. Organizational Form, Share Transferability, and Firm Performance: Evidence from the ANCSA Corporations // Journal of Financial Economics. 1989. Vol. 1. N 24. P. 69–105.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A.* Legal Determinants of External Finance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. N 3. P. 1131–1150.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Agency Problems and Dividend Policies around the World // Journal of Finance. 2000. Vol. 55. N 1. P. 1–33.
- Mitton T.* A Cross-Firm Analysis of the Impact of Corporate Governance on the East Asian Financial Crisis // Journal of Financial Economics. 2002. Vol. 64. N 2. P. 215–241.
- Morck R., Wolfenzon D., Yeung B.* Corporate Governance, Economic Entrenchment and Growth // Journal of Economic Literature. 2005. Vol. 43. N 3. P. 655–720.
- Wiersema W.* What Business Form is Best for Your Company? // Electrical Apparatus. 1999. Vol. 52. N 3. P. 54–56.
- Williamson H.* Germany's Love of the «Limited» Company Registration // Financial Times. 2006a. 4th October. P. 11.
- Williamson H.* Germans Break UK Limited Company Rules // Financial Times. 2006b. 4th October. P. 7.
- Young M., Peng M., Alhstrom G., Bruton G., Giang Y.* Corporate Governance in Emerging Economies: a Review of the Principal-Principal Perspective // Journal of Management Studies. 2008. Vol. 45. N 1. P. 196–220.

Статья поступила в редакцию 10 августа 2009 г.