

25. Mayhew A. 2000. Op. cit.  
26. Mayhew A. The Financial and Budgetary Impact of Enlargement and Accession // SEI Working Paper. No. 65. 2003.  
27. Karlsson B. Op. cit.  
28. Mayhew A. 2003. Op. cit.  
29. Karlsson B. Op. cit.

*Людмила Николаевна РУСАКОВА —  
доцент кафедры экономической теории  
и национальной экономики,  
кандидат экономических наук*

УДК У01

### **ТЕНДЕНЦИИ ИЗМЕНЕНИЯ СТРУКТУРЫ КОРПОРАТИВНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В УСЛОВИЯХ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ**

*АННОТАЦИЯ. Проведен анализ структуры корпоративной собственности. В зависимости от структуры капитала и структуры контроля рассмотрены три модели корпоративной собственности. Обозначены современные тенденции ее трансформации.*

*The analysis of the corporative ownerships structure has been carried out. Three models of the corporative ownership are considered according to the capital structure and the control structure. Current trends in transformation of the corporative ownership are described.*

Степень реализации корпоративных интересов зависит, прежде всего, от структуры корпоративной собственности и механизма перераспределения прав собственника в пользу более эффективных хозяйствующих субъектов. Мировой опыт свидетельствует, что степень защиты прав инвесторов и уровень концентрации собственности находятся в обратной зависимости.

Анализ эволюции структуры корпоративной собственности в России должен осуществляться через исследование отношений «субъект собственности—объект собственности». Катастрофичность расхищения собственности и манипулирование активами компаний становятся очевидными, когда нарушается взаимосвязь «собственник—объект собственности», и поэтому корпоративную собственность необходимо исследовать в единстве субъекта и объекта собственности.

Если исходить из определения объекта собственности, данного еще Ксенофонтом и Аристотелем, как полезного имущества, выступающего предпосылкой существования любой экономической системы, можно предположить, что основная экономическая функция собственника состоит в создании этого полезного имущества. Развивая эту мысль, изменение структуры корпоративной собственности следует рассматривать в связи с трансформациями, происходящими в российской экономике. Причем генезис структуры должен быть функционально определен.

Общеизвестно, что собственность появляется в ходе присвоения. Противоположное действие — отчуждение. Функциональное значение корпоративного присвоения (исходя из тезиса, что в различных системах достаточной сложности протекают сходные процессы) — это включение (интегрирование) в корпоративную структуру того, что прежде ей не принадлежало. Реальное включение того или иного собственника в корпоративную структуру, помимо акта купли-продажи (внеэко-

номического присвоения), предполагает и управление (распоряжение и пользование) имуществом, а именно сбор информации об объекте собственности и мониторинг, обеспечение доступности в пространстве и во времени, охрану, ремонт и другие мероприятия. Иными словами, так называемые постоянные издержки производства связаны с управлением имуществом. А поскольку присвоение предшествует производству, распределению, обмену и потреблению благ, постольку присвоение предполагает предпринимательство как деятельность, обеспечивающую покрытие издержек, связанных с управлением имуществом. В этих координатах собственник — всегда предприниматель и наоборот. Как писал Й. Шумпетер, «капитал есть не что иное, как рычаг, позволяющий предпринимателю получать в свое полное распоряжение нужные ему конкретные блага, не что иное, как средство, дающее предпринимателю возможность использовать эти блага для достижения новых целей, а также ориентировать производство в новое направление» [1, с. 231].

Таким образом, предпринимательская деятельность заставляет собственника управлять имуществом так, чтобы обеспечивать производительное потребление его элементов. В свою очередь, присвоение накладывает ограничения на предпринимательскую деятельность, требующие покрытия постоянных и переменных издержек.

Наряду с присвоением, имеются и другие способы включения в корпоративные структуры, такие как аренда и кредит. В этих случаях со стороны собственника возникает общественная функция контроля над использованием и сохранностью имущества в натуральной или стоимостной форме. Причем, в связи с формированием фиктивного капитала — акций и облигаций, контроль над использованием денежной аренды усложняется.

В современных экономических исследованиях по этому поводу можно выделить два подхода [2, с. 202–214]: первый — функционирование акционерных компаний (корпораций) как формы совместного инвестирования; второй — способность акций и облигаций служить средством привлечения дополнительных денежных ресурсов из внешних источников.

В условиях акционерной формы организации капитала отношения «собственник–предприниматель» наиболее продуктивно проявляются во взаимодействии всей контролирующей группы собственников с высшим менеджментом, если последний обладает достаточно заметной долей участия. Прочие участники, предоставляющие средства через покупку акций, играют роль формальных собственников не корпорации, а ценных бумаг с весьма проблематичной ликвидностью. Отсюда, на практике позиции собственника в акционерных компаниях (особенно крупных) оказываются значительно ослабленными по сравнению с арендой имущества (в том числе и денежной). У контролирующей группы возникает возможность манипулирования доходами, в ходе которого сохранение собственности уже не является определяющим условием функционирования корпорации. Более того, превращая собственность в доход, контролирующая группа может вести игру на повышение финансовой стоимости корпорации, поскольку котировка акций учитывает именно динамику распределяемого дохода.

В условиях денежной аренды (ссуды) особый интерес (с точки зрения расщепления отношений собственности на владение, распоряжение, пользование) представляет анализ использования амортизационного фонда корпораций. Формирование и использование амортизационного фонда в промышленных корпорациях осуществляется высшим менеджментом, действия которого практически не контролируются формальными собственниками компаний. В каком объеме происходит восстановление капитала — скрыто от них.

При изучении взаимосвязи субъекта и объекта корпоративной собственности в России представляется необходимым обратить внимание на некоторые момен-

ты, рассмотренные В. Г. Гребенниковым в монографии «Управление социально-экономическим развитием в России» [2, с. 203-220].

Во-первых, функционирование корпораций как субъектов собственности возможно только во взаимодействии с другим общественным институтом — государством.

Во-вторых, наблюдающееся в длительной ретроспективе укрупнение объектов собственности вызывает аналогичные изменения и в ее субъектах. Развитие корпоративного субъекта, в свою очередь, приводит к делегированию индивидом прав собственности. В результате возникает явно выраженная тенденция к отделению собственника (владельца) от управления (распоряжения). Происходит усиление роли менеджеров в хозяйственной деятельности корпораций.

Таким образом, корпорация, основываясь на отделении в отношениях собственности владения и распоряжения, все более выступает ведущим общественным институтом современного предпринимательства. Другими словами, многообразные формы взаимодействия корпораций основаны на том, что такое отделение, «расщепление продолжено уже внутри самих прав собственности — титул собственности отделяется от права пользования, продажи, передачи в залог или в доверительное управление и т.д., а сами эти права получают возможность функционировать отдельно друг от друга» [2, с. 215].

Основная тенденция изменения структуры корпоративной собственности в России состоит в усилении концентрации акционерной собственности и ее перераспределении между внешними и внутренними инвесторами.

Особенности проведения приватизации российских государственных предприятий в 1992–1995 гг. привели к тому, что на большей части предприятий среди собственников доминировали инсайдеры (администрация предприятий — 65%, в том числе высшие менеджеры — 7%, государство — 13%) [3, с. 510]. Превалирование инсайдеров в структуре собственников способствовало, прежде всего, реализации интересов администрации предприятий, которая эффективно блокировала попытки скупки контрольных пакетов акций сторонними инвесторами. Благодаря более высокому уровню информированности о состоянии компании и процедурах приватизации, связям с региональными и отраслевыми структурами, федеральными ведомствами, банками, контрагентами, сложившимся еще в советские времена, менеджмент корпораций концентрировал собственность в своих руках и осуществлял реальный контроль над деятельностью компаний.

Неразвитость фондового рынка тормозила вторичное перераспределение собственности и ее концентрацию. Возможности внешних собственников в процессе приватизации были ограниченными. Они зависели от решений менеджмента предприятий, от позиций организаторов ваучерных аукционов (федеральных и региональных структур Государственного комитета по имуществу).

Внешние инвесторы, не аффилированные с руководством предприятий, использовали при покупке акций собственные средства и несли дополнительные издержки по преодолению организационных барьеров. Исключение составлял ряд сырьевых отраслей с экспортной направленностью, где достаточно быстро произошла концентрация контроля и собственности в руках внешних частных акционеров. При этом они не всегда имели интересы стратегических инвесторов и собственников. В число ведущих собственников корпоративного капитала могли попасть такие крупные инвесторы, как банки (через подставные фирмы). У банковских структур имелись разнообразные мотивы приобретения пакетов акций: тесные контакты с клиентами, которых они кредитовали; отношения взаимного сотрудничества и аффилированности банковских и промышленных структур и их руководства; диверсификация банковских активов, расчет на рост стоимости акций.

Таким образом, в ходе массовой приватизации реализовали свои интересы прежде всего российское правительство и директорский корпус. Менеджмент пред-

приятый получил ряд дополнительных преимуществ для последующего перераспределения собственности.

В период 1995–1998 гг. (до августовского кризиса) наблюдалась тенденция к сокращению доли рядовых работников в собственности промышленных компаний при некотором росте доли менеджеров. Это происходило за счет продажи работниками своих акций и их перехода в категорию сторонних физических лиц.

В структуре акционерного капитала отраслевые различия по показателю средней доли инсайдеров сложились таким образом: наименьшая доля была в машиностроении (39,1%), а наибольшая — в легкой промышленности (50,7%) [2, с. 228].

Доля органов государственной (федеральной, региональной) и местной (муниципальной) власти в собственности промышленных компаний за период с 1995 по 1998 гг. сократилась незначительно. В подавляющем большинстве компаний органы власти сохранились как акционеры, но в среднем доля властей разного уровня снизилась более чем на 1% [2, с. 230]. При этом усилилась роль региональных органов власти через консервирование имеющихся у них пакетов акций, механизмы перераспределения собственности и доступ внешних инвесторов в регионы; лоббирование интересов корпораций в федеральных структурах, помощь в получении федерального заказа, содействие выхода на внешние рынки; практику налоговых зачетов, реструктуризацию задолженности бюджетам, предоставление налоговых льгот, регулирование цен и тарифов на водо- и энергопотребление и коммунальные услуги.

В отраслевом разрезе с более высокими долями собственности органов власти, где преобладают крупные компании — объект интереса федеральных органов, и пищевая промышленность — объект интереса региональных и муниципальных властей.

Из числа оставшихся групп акционеров можно отметить значительный рост доли иностранных инвесторов в незначительном числе компаний и заметный рост доли сторонних физических лиц<sup>1</sup> [3, с. 511-514].

Одновременно с падением доли работников в собственности происходило увеличение концентрации собственности в руках крупнейших акционеров. Этот процесс в значительной степени протекал латентно за счет скупки акций менеджерами самой компании через подставные фирмы. Доля крупнейшего акционера выросла в 1998 г. почти до 28%, а трех наиболее крупных — до 45%. Крупнейший акционер имел абсолютный контрольный пакет акций (более 50%) на каждом пятом предприятии. Доля крупнейшего акционера в машиностроении составляла в среднем 29,3%, в легкой промышленности — 21,8%, в пищевой — 38,7% [2, с. 227-229]. По западным меркам российскую акционерную собственность можно считать высококонцентрированной.

Вместе с тем необходимо заметить, что высокой концентрации части акционерной собственности сопутствует сильная распыленность оставшейся ее части. Так, в 1995 г. среднее число крупных акционеров (имеющих более 1% акций) составляло 7 человек, мелких акционеров (имеющих менее 1% акций) — 5001. В 1998 г. соответственно — 8 и 4307 [2, с. 228].

В современных российских корпорациях степень реализации их экономических интересов в значительной мере обусловлена наличием доминирующих акционеров или группы акционеров, имеющих аналогичные интересы. Это объясняется, по меньшей мере, двумя причинами. Во-первых, при высокой распыленности акционерного капитала вероятна ситуация, когда ни один из акционеров не желает осуществлять контроль над действиями менеджмента, поскольку, неся все сопря-

<sup>1</sup> Для оценки тенденций в изменении структуры собственности использованы результаты обследования, проведенного Министерством экономики в 1999 г. под руководством Т. Г. Долгопятовой.

женные с ним издержки (например расходы на сбор необходимой информации), получает лишь часть выгод пропорционально своей доле в акционерном капитале. Во-вторых, крупному акционеру, особенно владельцу контрольного пакета акций, проще добиться восстановления своих прав собственника даже при несовершенной системе российских арбитражных судов.

Вместе с тем извлечение частных выгод доминирующими собственниками приводит к ущемлению интересов мелких акционеров и непосредственно затрагивает финансовые потоки корпорации.

Частные выгоды могут иметь и неэкономическую природу, например соображения престижа или политического влияния или различные синергические эффекты, возникающие, благодаря тесным связям между бизнес-единицами, внутри корпораций. По завершении чековой приватизации вертикальные интегрированные процессы породили приобретение акций смежников — поставщиков и потребителей. Горизонтальная интеграция, ограничивающая конкуренцию, способствовала перераспределению активов предприятий в интересах собственника-партнера.

Процесс перераспределения государственной собственности, реализованный в России, позволяет выделить три модели корпоративной собственности в зависимости от структуры капитала и структуры контроля: доминирующие акционеры — менеджеры корпорации, доминирование внешних акционеров, права собственности без права контроля.

Модель доминирующие акционеры — менеджеры корпорации — существенно сглаживает основной недостаток корпоративной формы организации бизнеса — отделение собственности от контроля. У менеджеров появляются стимулы к максимально эффективному использованию активов фирмы, поскольку они имеют право на значительную часть остаточного дохода. Эта модель отличается тем, что создаются основы для эффективного использования активов фирмы. Положение доминирующего акционера позволяет менеджерам извлекать частные выгоды контроля, например, за счет высоких вознаграждений или реализации продукции собственным посредническим фирмам по трансфертным ценам. При этом концентрация собственности в руках менеджеров, не способных эффективно управлять фирмой, может негативно сказываться на результатах деятельности фирмы, так как чем крупнее пакет акций в собственности менеджеров, тем труднее добиться их отставки.

Данная модель характерна для средних корпораций, поскольку как в процессе приватизации, так и по его завершении менеджеры не имели возможности сконцентрировать у себя значительные пакеты акций крупных предприятий. Так, в 1996 г. директора АО владели 18% акций предприятий [4, с. 113].

Доминирование внешних акционеров (аутсайдеров) в структуре корпоративной собственности является наиболее распространенной и эффективной моделью крупного бизнеса. Во-первых, внешние акционеры заинтересованы в максимально эффективном использовании всех наличных ресурсов, поскольку они не имеют в данной корпорации иных каналов получения выгод от участия в капитале фирмы, помимо дивидендов и роста курсовой стоимости акций. Владение крупным пакетом акций предоставляет как стимулы, так и возможности мониторинга действий менеджеров и оказания давления на руководство вплоть до его отставки. Во-вторых, внешние акционеры, помимо получения части остаточного дохода, имеют возможность извлекать частные выгоды из контроля, что в большинстве случаев непосредственно затрагивает финансовые потоки фирмы.

В целом капитал аутсайдеров распределен по крупным пакетам акций ограниченного числа корпораций, а сами пакеты принадлежат, как правило, в каждом случае единственному внешнему акционеру. Для подавляющего большинства кор-

пораций характерно отсутствие иных акционеров-аутсайдеров помимо государства и инвестиционных фондов. На 1/3 российских фирм в 1997 г. внешние инвесторы являлись собственниками пакетов акций размером более 40% и на половине российских фирм — размером более 30% [5, с. 90]. В корпорациях, обладающих высоким рыночным потенциалом в российских условиях (пищевая промышленность, фармацевтика), сложилась концентрированная структура собственности как инсайдерская, так и аутсайдерская. В последнем случае компании оказались в сфере интересов банков и партнеров по вертикальной интеграции.

Модель права собственности без права контроля представляет собой расплывчатую структуру собственности между множеством акционеров. В данной модели менеджеры, не имеющие значительной доли в денежном потоке, располагают полным контролем над корпорацией. У них возникают достаточные стимулы к использованию прав контроля в собственных интересах. Подобное поведение может принимать различные формы: чрезмерные вознаграждения менеджеров, реализация продукции или продажа активов по трансфертным ценам и пр. В результате значительная часть остаточного дохода тем или иным способом присваивается менеджерами. Эта модель характерна для государственных корпораций.

В настоящее время структура российской корпоративной собственности может быть представлена следующими видами:

1. Крупные акционерные компании, созданные с участием стратегических жизнеобеспечивающих предприятий и крупных банков, находящихся под имущественным государственным контролем. В их числе — РАО «Газпром» и «ЕЭС России».

2. Вертикально интегрированные нефтяные корпорации, возникшие путем передачи госпакетов акций в уставные капиталы центральных компаний. Представителем этой группы корпоративных структур можно считать компанию «ЛУКОЙЛ», которая выступает в качестве фактической транснациональной ФПГ, объединяющей широкий круг финансово-кредитных структур<sup>1</sup>.

3. Промышленные и торгово-промышленные компании, созданные на основе экспансии промышленных или торговых фирм. Во главе подобных корпораций находятся крупные и конкурентоспособные на внутреннем и внешнем рынках предприятия, активно сотрудничающие с ведущими российскими банками. Это концерн «Тулачермет, тесно взаимодействующий с банком «Российский кредит» и имеющий четкий акционерный контроль над несколькими диверсифицированными коммерческими структурами в регионе, это АО «МКФ Красный Октябрь», проводящее целенаправленную экспансию в различные регионы путем приобретения контрольных пакетов многих кондитерских фабрик.

4. Банковские холдинги, контролирующие промышленные объекты. Это «Менатеп», располагающий крупными пакетами акций десятков предприятий химической, металлургической, пищевой текстильной отраслей индустрии.

Приоритетам государственной промышленной политики соответствует такая структура корпоративной собственности, которая предполагает взаимное участие в капитале с весомой ролью центральной компании. Тем не менее, сокрытие истинной структуры собственности, непрозрачность отношений собственности, сформировавшейся в России в результате постприватизационного перераспределения, являются одними из наиболее важных проблем на пути реструктуризации промышленных предприятий и свидетельствуют о незавершенности формирования корпоративного собственника.

<sup>1</sup> Характеристика этой корпорации содержится, в частности, в статье: Шарифов В. Опыт неформальной ФПГ холдингового типа: роль финансовых институтов // Российский экономический журнал. 1998. № 4. С. 30-32.

Несовершенство отношений корпоративной собственности, часто не позволяющих собственнику действовать независимо и искать консенсус с властями, обусловлено нерешенностью земельных отношений. Даже в том случае, когда контрольный пакет акций корпорации принадлежит действующему менеджменту, последний не чувствует себя уверенно для проведения стратегических реформ, направленных на повышение стоимости корпоративного бизнеса. Иногда даже контрольный пакет в 51% оказывается недостаточным для проведения собственником своей политики на фирме.

Согласно данным министерства экономики, если в структуре собственности в 1998 г. инсайдеры составляли менее половины, то в структуре Совета директоров компаний их совокупная доля была более 57% [3, с. 515]. Это показывает, что стратегические решения, независимо от величины принадлежащего пакета акций, принимает генеральный директор.

Вместе с тем генеральный директор в реальной российской практике вынужден балансировать между интересами различных групп собственников и местных властей, поскольку власти принимают решения о зачетах по налогам в бюджет, о выделении бюджетных средств на развитие компаний, о передаче объектов социальной сферы с баланса фирмы на баланс местных бюджетов и прочем. Достаточно известны и такие способы давления на генерального менеджера, как налоговые проверки, пожарные и санитарные инспекции.

В результате реальная структура контроля не отражает структуры собственности, а согласование всех внутрикорпоративных интересов происходит за рамками корпоративных структур.

Таким образом, исходя из анализа структуры российской корпоративной собственности, можно обозначить следующие тенденции ее изменения:

1. Падение доли инсайдерской собственности с частичным ростом доли внешних собственников, аффилированных с высшим менеджментом.
2. Увеличение концентрации акционерного капитала и уменьшение его разпыленности.
3. Консервирование доли государства и местных органов власти в структуре корпоративной собственности с учетом их отраслевых интересов.
4. Сосредоточение большей доли корпоративной собственности у ведущих менеджеров.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Шумпетер Й. Теория экономического развития. М., 1982.
2. Управление социально-экономическим развитием России: концепции, цели, механизмы / Рук. авт. кол. Д. С. Львов, А. Г. Поршневу; Гос. ун-т упр.; Отд-ние экономики РАН. М., 2002.
3. Обзор экономической политики в России за 1999 год / С. В. Алексахенко, А. З. Астапович, С. А. Афонцев и др.; Бюро эконом. анализа. М., 2000.
4. Муравьев А., Савулькин Л. Корпоративное управление и его влияние на поведение предприятий // Вопросы экономики. 1998. № 7.
5. Афанасьев М., Кузнецов П., Фоминых А. Корпоративное управление глазами директора // Вопросы экономики. 1997. № 5.