

Материал предназначен  
для лиц старше 18 лет

18+

# Корпоративное управление в российской промышленности \*

Сергей Гуриев,<sup>1</sup> Ольга Лазарева,<sup>2</sup> Андрей Рачинский,<sup>3</sup> Сергей Цухло<sup>4</sup>

В работе представлен анализ текущего уровня корпоративного управления на российских промышленных предприятиях, спроса предприятий на стандарты корпоративного управления и взаимосвязей между структурой собственности, потребностью в инвестициях и качеством корпоративного управления. Исследование построено на основе результатов специальных опросов по панели предприятий ИЭПП, проведенных в 2002 и 2003 годах.

## Corporate Governance in Russian Firms

Guriev S., Lazareva O., Rachinsky A., Tsukhlo S.

The paper presents analysis of the current level of corporate governance in Russian industrial firms, demand for corporate governance standards and relations between ownership structure, investment needs and quality of corporate governance. The study is based on the results of two surveys conducted in 2002 and 2003 on the panel of firms sustained by IET.

D21 Поведение предприятий

G32 [Финансовая политика; Структура собственности и капитала](#)

G34 [Слияния; Поглощения; Реструктуризация; Корпоративное управление](#)

Москва 2004

---

\* Данная работа была осуществлена в рамках проекта Стокгольмского института переходной экономики и Института Правовых Реформ и проекта «Корпоративное управление в России» Исследовательского центра Российской экономической школы. Поддержка данной работы была осуществлена Московским общественным научным фондом за счет средств, предоставленных Агентством по Международному Развитию Соединенных Штатов Америки (USAID). Точка зрения, отраженная в данном документе и самими авторами, может не совпадать с точкой зрения Агентства по Международному Развитию или Московского Общественного Научного Фонда. Авторы признательны коллегам из РЭШ и ЦЭФИР, участникам семинаров в ЦЭФИР, ЦЭМИ РАН и Совете Федерации, конференций МОНФ и ГУ-ВШЭ, ежегодной конференции ACES в Сан-Диего.

<sup>1</sup> РЭШ. E-mail: [sguriev@nes.ru](mailto:sguriev@nes.ru)

<sup>2</sup> ЦЭФИР. E-mail: [olazareva@cefir.ru](mailto:olazareva@cefir.ru)

<sup>3</sup> ЦЭФИР и РЭШ. E-mail: [arachinsky@cefir.ru](mailto:arachinsky@cefir.ru)

<sup>4</sup> ИЭПП. E-mail: [tsukhlo@iet.ru](mailto:tsukhlo@iet.ru)

# Содержание

Содержание.....	2
Краткое содержание.....	3
1 Введение.....	6
1.1 Постановка задачи.....	6
1.2 Обзор литературы.....	7
1.3 Основные вопросы исследования.....	11
2 Описание выборки.....	13
3 Качество корпоративного управления в российской промышленности.....	20
3.1 Компоненты корпоративного управления.....	20
3.2 Индекс корпоративного управления.....	24
3.3 Факторы, определяющие качество корпоративного управления.....	25
4 Инвестиции.....	34
4.1 Наличие инвестиций и источники финансирования.....	34
4.2 Факторы, определяющие наличие инвестиций.....	37
5 Кодекс корпоративного поведения и спрос на корпоративное управление.....	41
5 Кодекс корпоративного поведения и спрос на корпоративное управление.....	42
5.1 Осведомленность о Кодексе.....	42
5.2 Востребованность Кодекса.....	43
5.3 Факторы, определяющие спрос на стандарты корпоративного управления.....	48
6 Заключение.....	54
7 Список литературы.....	56
8 Приложение.....	58
8.1 Распределение ответов на вопросы анкет в 2002 году.....	58
8.2 Описание переменных.....	69
8.3 Таблицы.....	70
8.4 Краткое описание Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ.....	74

## Краткое содержание

### *Цели исследования*

Долгосрочный устойчивый экономический рост невозможен без инвестиций в новые производственные мощности, в первую очередь – в несырьевых предприятиях экономики. Инвестиции в новый капитал могут финансироваться как из внутренних, так и из внешних источников. Внутреннее финансирование доступно в основном сырьевым предприятиям, поэтому для диверсификации экономики необходимы внешние инвестиции. В свою очередь, внешние инвестиции невозможны без повышения качества корпоративного управления.

Улучшение корпоративного управления и защита внешних инвесторов является основной целью внедрения Кодекса корпоративного поведения (далее – Кодекс), разработанного Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ). Кодекс определяет стандарты корпоративного управления, позволяющие обеспечить защиту инвесторов на уровне, вполне соответствующем западным рынкам капитала. Принятие компаниями Кодекса или отдельных его положений является добровольным, как и раскрытие информации о внедрении норм корпоративного управления. Российский опыт показал, что в отсутствие развитой судебной системы, добровольное внедрение новых институтов может оказаться единственным выходом. Действительно, если корпоративное законодательство не исполняется, не имеет значения, насколько оно совершенно. С другой стороны, саморегулирование и репутационные механизмы могут, полностью или частично, компенсировать низкий уровень исполнения законодательства.

Успех Кодекса будет напрямую зависеть от того, насколько сильными будут стимулы предприятий к принятию его положений. Исследование факторов, определяющих эти стимулы, и является главной целью данной работы. Используя опрос репрезентативной выборки российских промышленных предприятий (около 1000 предприятий) и их официальную статистическую отчетность, мы пытаемся установить наличие связей между структурой собственности, уровнем корпоративного управления, спросом на современные стандарты корпоративного управления и инвестициями с учетом размера, финансового положения, отраслевой и региональной специфики. Опрос проводился в два раунда, в 2002 и 2003 году, что позволило отследить изменения в качестве корпоративного управления и в отношении предприятий к Кодексу и факторы, их определяющие.

*Основные результаты*1. Концентрация собственности в российской промышленности достаточно высока и продолжает расти.

В 2002 году администрация предприятий контролировала в среднем 19% акций. На предприятиях, где администрация участвовала в собственности, ее доля составляла 27%. Крупнейший внешний собственник контролировал в среднем 24% (по предприятиям, где такой собственник располагал более чем 1% акций, эта доля составляла 40%). К лету 2003 года доли администрации и крупного внешнего собственника возросли примерно на 2 процента. В то же время пока что велика и доля мелких акционеров – в среднем они контролировали 22% акций в 2003 году. Так как подавляющее большинство предприятий нашей выборки не представлены на рынке акций, наличие мелких акционеров, по-видимому, обусловлено последствиями приватизации. При этом в течение года доля мелких собственников сократилась в половине опрошенных предприятий.

2. Уровень корпоративного управления сильно отличается на разных предприятиях.

В 2002 г. предприятия ответили положительно в среднем на 2.6 из шести заданных нами вопросов о различных показателях корпоративного управления. Лишь 16% предприятий ответили отрицательно на все шесть вопросов, 7% предприятий ответили положительно на 5 или 6 вопросов. Уровень корпоративного управления выше на больших предприятиях, несколько хуже в лесной и пищевой промышленности, и в промышленности стройматериалов, хуже на предприятиях, располагающих денежными средствами.

В 2003 году средний уровень корпоративного управления несколько снизился. Впрочем, динамика различается в зависимости от показателя. Отказ части предприятий от международных стандартов бухгалтерской отчетности может свидетельствовать о высоких затратах и рисках, связанных с установлением прозрачности и открытости. В то же время, рост доли предприятий, пользующихся услугами независимых реестродержателей, может свидетельствовать об улучшении правоприменения в этой области.

3. Концентрация собственности положительно влияет на корпоративное управление.

Чем выше концентрация собственности в руках администрации или в руках крупнейшего внешнего собственника, тем выше уровень корпоративного управления. Впрочем, положительный эффект имеет место лишь до тех пор, пока концентрация собственности в одних руках не превышает 50% акций. После этого порогового значения дальнейшая концентрация собственности ухудшает корпоративное управление.

4. Большинство предприятий финансируют инвестиции из собственных средств.

Из 78% предприятий, осуществлявших инвестиции в 2002 году, только 21% инвестировали за счет банковских кредитов, и лишь 0.7% – за счет выпуска акций. В 2003 году на 7 процентов выросла доля предприятий, привлекавших банковские кредиты, хотя их доля в общем объеме финансирования была невысокой. Лишь несколько предприятий использовали рынок облигаций.

5. Концентрация собственности положительно влияет на инвестиции.

Концентрация собственности положительно и значимо влияет на инвестиции. Гипотеза о том, что концентрация собственности увеличивает инвестиции посредством влияния на корпоративное управление, не оправдывается. Влияние

концентрации собственности на инвестиции остается статистически значимым как с учетом, так и без учета корпоративного управления.

6. Уровень корпоративного управления не влияет на инвестиции.

Уровень корпоративного управления не влияет на инвестиции в среднем по выборке, но влияет положительно, если доля мелких акционеров достаточно высока. Если высока доля крупных акционеров, то уровень корпоративного управления влияет на инвестиции отрицательно. Рост уровня корпоративного управления положительно связан с наличием инвестиций.

7. Осведомленность о Кодексе корпоративного поведения значительно выросла.

В 2002 году лишь треть руководителей предприятий ответили, что они знакомы с Кодексом корпоративного поведения, разработанного ФКЦБ, и лишь 4% – что они знакомы с Кодексом в деталях. К лету 2003 года доля предприятий, знакомых с Кодексом, выросла до 70 процентов.

8. Спрос на положения Кодекса определяется осведомленностью о нем, текущим уровнем корпоративного управления на предприятии и на других предприятиях отрасли.

Руководители предприятий считают большинство требований Кодекса скорее приемлемыми, чем неприемлемыми. Относительно проблематичными являются требования Кодекса об избрании независимых директоров и раскрытии информации. Приемлемость Кодекса в целом и отдельных его положений тем выше, чем больше руководители предприятий знают о Кодексе, чем выше текущий уровень корпоративного управления на их предприятии и на других предприятиях той же отрасли. Рост осведомленности о Кодексе также привел к более положительному к нему отношению со стороны участников опроса. С другой стороны, доля отрицательных ответов, свидетельствующих об издержках внедрения отдельных положений Кодекса, практически не изменилась.

### *Выводы*

В отсутствие формальных институтов корпоративного управления ключевую роль в защите прав инвесторов играет концентрация собственности. Как показывает наше исследование, концентрация собственности (до определенных пределов) в распоряжении администрации или крупного внешнего собственника положительно влияет на корпоративное управление.

С другой стороны, оказывается, что как только менеджмент или крупный внешний собственник консолидируют слишком большой пакет акций, дальнейшая концентрация собственности снижает уровень корпоративного управления. Применимость добровольных механизмов корпоративного управления ограничена: добровольные механизмы обеспечивают права мелких внешних акционеров только тогда, когда менеджмент или крупный внешний собственник не имеют большинства голосов. Поэтому необходимо снизить транзакционные издержки «закрытия» акционерных обществ (перехода от ОАО к ЗАО), то есть выкупа акций у миноритарных акционеров в тех случаях, когда крупный собственник контролирует, например, квалифицированное большинство акций и надеяться на добровольное внедрение механизмов защиты прав инвесторов бесполезно. Для большинства промышленных предприятий выход на рынок акций представляется в обозримом будущем маловероятным.

Кодекс корпоративного поведения играет в основном информационную и образовательную роль, и необходимо всячески поддерживать усилия по распространению его содержания.

# 1 Введение

## 1.1 Постановка задачи

Долгосрочный рост в российской экономике невозможен без инвестиций в производственный и человеческий капитал. Инвестиции могут финансироваться как из внутренних, так и из внешних источников. Внутреннее финансирование доступно в основном сырьевым предприятиям, поэтому для диверсификации экономики и развития несырьевых секторов необходимы внешние инвестиции. В свою очередь, внешние инвестиции невозможны без повышения качества корпоративного управления.

Улучшение корпоративного управления и защита внешних инвесторов является основной целью внедрения Кодекса корпоративного поведения (далее – Кодекс), предложенного Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ). Мы приводим краткое описание Кодекса в приложении. Кодекс определяет стандарты корпоративного управления, позволяющие обеспечить защиту инвесторов на уровне, вполне соответствующем западным рынкам капитала.<sup>5</sup> Предполагается, что принятие компаниями Кодекса или отдельных его положений будет добровольным. Российский опыт показал, что в отсутствие развитой судебной системы, добровольное внедрение новых институтов является единственным выходом. Действительно, если корпоративное законодательство не исполняется, не имеет значения, насколько оно совершенно. С другой стороны, саморегулирование и репутационные механизмы могут, полностью или частично, компенсировать низкий уровень исполнения законодательства.<sup>6</sup>

Таким образом, успех Кодекса будет напрямую зависеть от того, насколько сильны будут стимулы предприятий к принятию его положений. Исследование факторов, определяющих эти стимулы, и является главной целью данной работы.

Спрос на стандарты корпоративного управления в первую очередь обусловлен тем, какими возможностями располагает администрация предприятия, какие цели она преследует, и насколько эти цели совпадают или противоречат интересам крупных и мелких внешних инвесторов. В ходе приватизации руководители многих предприятий получили доли собственности своих предприятий и являются сейчас контролирующими собственниками лично или через участие аффилированных лиц. Директора, не владеющие долей собственности предприятия, также фактически обладают значительным контролем над его деятельностью. Введение стандартов корпоративного управления, таких, как полное раскрытие информации, соблюдение процедур проведения общего собрания, включение независимых директоров в совет директоров, внешний аудит, значительно ограничит полномочия руководителя предприятия. В связи с этим, одна из основных задач предлагаемого исследования – выяснить, согласны ли руководители

---

<sup>5</sup> Необходимо подчеркнуть, что, так же как и создатели Кодекса, мы в данной работе под корпоративным управлением понимаем механизмы, обеспечивающие защиту прав инвесторов компании, то есть получение инвесторами отдачи на инвестиции. Именно так определяют корпоративное управление Shleifer and Vishny (1997). В последнее время корпоративное управление трактуется шире – не только как механизм обеспечения получения инвесторами доходов, но и как создание внутри компании стимулов к инвестициям в специфичные активы, в том числе и в специфичный человеческий капитал (Zingales, 1997, Bergloef and von Thadden, 1999). Иначе говоря, корпоративное управление понимается как механизм трансформации рыночных сигналов в корпоративное поведение. Данное определение описывает стимулы не только инвесторов, но и других заинтересованных в работе компании лиц (stakeholders) – работников, кредиторов, поставщиков и покупателей.

<sup>6</sup> ФКЦБ *рекомендовала* организаторам торговли и фондовым биржам предусмотреть в качестве одного из условий включения ценных бумаг в котировальные листы раскрытие эмитентами информации о следовании положениям Кодекса.

предприятий поступиться частью своего контроля (и, как следствие, потерять извлекаемые частные выгоды) в обмен на привлечение инвестиций.

Кроме того, внедрение Кодекса сопровождается достаточно значительными техническими издержками. Предприятия, для которых эти издержки существенны, будут в меньшей степени заинтересованы в его принятии.

Проблема спроса на стандарты корпоративного управления имеет не только прикладной характер. По существу, это часть исследовательской программы новой институциональной экономики: что определяет спрос на институты, в каких ситуациях экономические агенты способны принять механизмы самоограничения (commitment devices), которые принесут им выигрыш в будущем? Как известно, эффективные экономические институты и социальные нормы не всегда возникают сами по себе. Что препятствует появлению эффективных институтов? В каких их ситуациях внедрение сопряжено с большими или меньшими проблемами? Почему в одних странах внедряются институты хорошего корпоративного управления, а в других нет? В данной работе мы планируем выявить эмпирические закономерности, которые поставят вопросы для дальнейших теоретических и эмпирических исследований.

## **1.2 Обзор литературы**

По определению основателя новой институциональной экономики Дугласа Норта, институты – это «правила игры или, более формально, созданные человеком ограничения, которые формируют взаимодействия между людьми» (North 1990). Институты призваны способствовать эффективному обмену товаров и услуг между экономическими агентами. Основной тезис новой институциональной экономики об исключительной важности институтов для привлечения инвестиций и экономического роста находит все более широкое признание среди экономистов, и подтверждается теоретическими и эмпирическими исследованиями. Так, A World Bank Policy Research Report (1998) показывает, что страны с высоким качеством институтов, но неэффективной макроэкономической политикой росли в два раза быстрее, чем страны с обратным сочетанием.

Новая институциональная теория различает формальные институты, заложенные в конституциях, законах, структуре государства, и неформальные институты – нормы, обычаи, традиции. И те, и другие являются неотъемлемой частью институциональной среды. Вопрос в том, насколько они дополняют или замещают друг друга, каково правильное соотношение между ними. Этой проблеме посвящена, в частности, работа Keefer and Shirley (2000). Исследования показывают, что в отдельных случаях неформальные институты действительно могут заменять формальные правила. Однако к недостаткам неформальных институтов относится то, что они, как правило, доступны ограниченному кругу участников. Кроме того, неформальные институты не защищают от преступности и от произвола государства. Keefer and Shirley показывают на примере Китая и Ганы, что именно удачное сочетание формальных и неформальных институтов позволило Китаю привлечь значительные иностранные инвестиции.

Понимание сравнительной важности формальных и неформальных институтов позволяет делать правильные акценты при проведении институциональных реформ. Так, создание Кодекса корпоративного поведения – это, несомненно, попытка создать неформальный свод правил и норм корпоративного управления, с тем, чтобы хотя бы отчасти компенсировать отсутствие развитых формальных институтов, таких как корпоративное законодательство и судебная система.<sup>7</sup>

---

<sup>7</sup> В западной литературе по корпоративному управлению нет единого мнения по поводу сравнительной

Основными причинами институциональных изменений обычно становятся изменения относительных цен (в результате изменения соотношения факторов производства, издержек информации, новых технологий, или смены вкусов и предпочтений). Сдвиг относительных цен ведет к изменению стимулов экономических агентов. Это в свою очередь заставляет их воздействовать на институты, но только в том случае, если ожидаемые выгоды от преобразования институтов превышают издержки этих действий. А издержки (по крайней мере, с точки зрения отдельных экономических агентов), как правило, достаточно велики, поскольку в самой природе институтов заложена некоторая степень стабильности, невосприимчивости к изменениям. Поэтому институциональные изменения происходят лишь тогда, когда отклонение относительных цен от уровня, при которых существующие институты сформировались, достаточно велико.

В приложении к проблемам корпоративного управления эти вопросы можно переформулировать следующим образом. Для финансирования новых инвестиционных проектов с положительной дисконтированной прибылью корпорациям часто не хватает денег. Средства можно занять на кредитном рынке или привлечь на фондовом рынке за счет размещения дополнительной эмиссии. И в том, и в другом случае стоимость капитала будет ниже, если удастся убедить инвесторов в том, что они получают доход на вложенные средства. Сделать это не так легко – в распоряжении менеджеров и крупных собственников находится целый арсенал средств экспроприации внешних инвесторов: вывод активов, трансфертное ценообразование, и т.д. (Johnson et al., 2000). Институты, которые ограничивают экспроприацию, и называются корпоративным управлением (Shleifer and Vishny, 1997)<sup>8</sup>. Недавние межстрановые исследования структуры собственности и институтов корпоративного управления показали, что в странах с недостаточной законодательной защитой прав мелких инвесторов собственность компаний более концентрирована (La Porta et al., 1999). Если правовая среда не может гарантировать мелким акционерам защиту их интересов, то компаниям не удастся привлекать капитал на фондовом рынке по разумной цене.

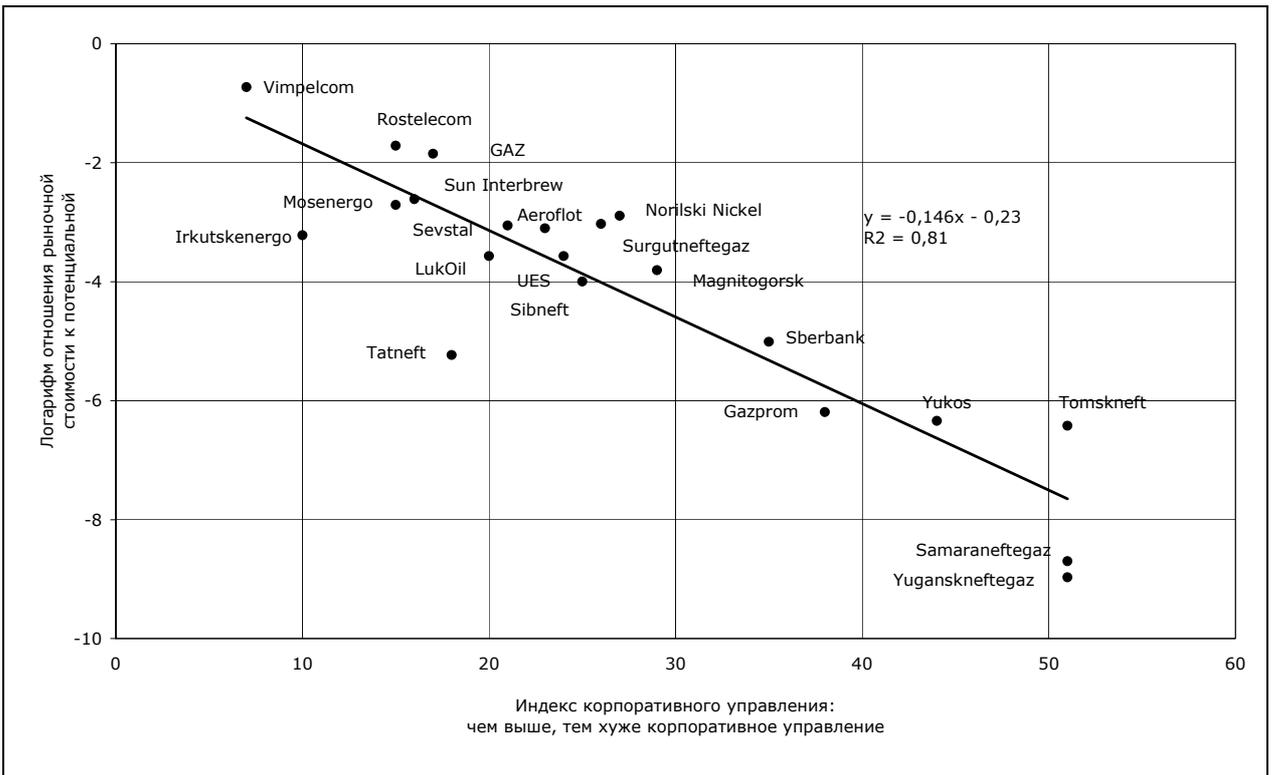
Насколько остро стоят эти вопросы в России? Другими словами, насколько велик дисбаланс между потребностями российской экономики в инвестициях и неразвитостью системы корпоративного управления? Превышают ли выгоды от внедрения современных стандартов корпоративного управления издержки не для экономики в целом, а для отдельных предприятий? Существует ряд исследований, которые показывают связь между корпоративным управлением и инвестиционной привлекательностью компании в переходных экономиках. В работе Блэка (Black, 2001) предпринята попытка оценки соотношения между уровнем корпоративного управления и рыночной стоимостью компаний в России. Используя рейтинги корпоративного управления, разработанные на осень 1999 года (Brunswick Warburg) и отношение фактической капитализации к потенциальной определенной другим инвестиционным банком (Тройка-Диалог) для выборки из 21 компании, Блэк показал значимую корреляцию между этими показателями (см. Рис. 1.2.1).

---

важности регулирования или двусторонних контрактов, исполняемых судами. Glaeser et al. (2001) показывают, что в переходных экономиках регулирующие органы могут иметь больше стимулов для компетентного разбирательства, чем суды.

<sup>8</sup> Конечно, к институтам довольно сложно применить традиционные понятия спроса и предложения, поскольку не существует формального рынка институтов. Тем не менее, в данной работе мы говорим о спросе на институты корпоративного управления, подразумевая, что предприятия испытывают потребность в определенных нормах корпоративного управления для привлечения инвестиций, и сами же эти нормы устанавливают. Данный подход тем более оправдан, что институты корпоративного управления в России являются преимущественно добровольными, то есть предприятия сами выбирают, какие стандарты вводить или какие законодательные нормы исполнять, в зависимости от потребности в инвестициях и других факторов.

Рис. 1.2.1 Улучшение корпоративного управления повышает рыночную стоимость российских компаний.



Зависимость рыночной капитализации компании от качества корпоративного управления для 21 наиболее ликвидных российских эмитентов в 1999 г. Источник: Black (2001).

Полученная Блэком оценка влияния корпоративного управления на капитализацию впечатляет: улучшение корпоративного управления с уровня, например, Мосэнерго, до уровня Вымпелкома, может увеличить капитализацию в 3-4 раза. Впрочем, анализ одномоментного среза, безусловно, недостаточен. Для более убедительного анализа необходимо исследование панельных данных. Действительно, если бы удалось показать, что улучшение корпоративного управления в отдельных компаниях с течением времени повышало бы их капитализацию, то результаты перестали бы зависеть от выбора «потенциальной» капитализации. Такой анализ проведен в работе Rachinsky (2003), где показано, что эффект действительно слабее в 6-7 раз. Впрочем, и в этом случае влияние корпоративного управления на капитализацию достаточно велико – улучшение корпоративного управления на один балл (по шкале Brunswick или ICLG) повышает капитализацию на 2%, улучшение корпоративного управления на величину одного среднеквадратичного отклонения – на 50%.

Кроме того, в наличии связи корпоративного управления и капитализации убеждают и примеры отдельных компаний. Наиболее ярким примером является рост капитализации нефтяной компании ЮКОС (одной из худших с точки зрения корпоративного управления в 1999 г.). Институт корпоративного управления и права ([www.iclg.ru](http://www.iclg.ru)) регулярно строит собственный индекс корпоративного управления. За два с половиной года с момента опубликования первого рейтинга (январь 2001 г.) рейтинг компании ЮКОС вырос почти на 17 пунктов и составил 63 пункта (по столбальной шкале). При этом капитализация компании выросла в 7 раз и превысила 30 миллиардов долларов (за это время индекс российского рынка акций вырос только в 2.5 раза).

Корпоративному управлению в компаниях, чьи акции торгуются на бирже, посвящено и исследование Ассоциации менеджеров России и Российского института директоров

(2001). Оказалось, что руководители ста крупнейших российских компаний, хотя и не уверены в том, что Кодекс поможет привлечь инвестиции, все же готовы принять его большинство его положений. Исследование Российского института директоров 2003 года, посвященное практике раскрытия информации и соблюдения норм Кодекса российскими торгуемыми компаниями, показало, что в этих компаниях рекомендации Кодекса положительно повлияли, прежде всего, на практику проведения общих собраний акционеров, структуру советов директоров и раскрытие информации о финансовых результатах деятельности компаний.

С другой стороны, недостаточно внимания уделяется предприятиям, чьи акции неликвидны или вообще не включены в листинги торговых систем и бирже. В 2001 году в России насчитывалось около 60 тысяч открытых и более 370 тысяч закрытых акционерных обществ. Насколько эти предприятия заинтересованы в принятии Кодекса и отдельных его положений? В настоящей работе проведено исследование именно тех предприятий, акции которых не котируются на биржах и в торговых системах.

Неразвитость рынка акций сама по себе не является непреодолимым препятствием к привлечению внешних инвестиций. В работе Becht et al. (2002) перечислено пять способов защиты прав инвесторов: (i) концентрация собственности; (ii) рынок корпоративного контроля; (iii) делегирование и концентрация контроля в руках совета директоров; (iv) предоставление менеджменту стимулов, согласованных с интересами акционеров; (v) использование судов для наказания менеджеров в случае нарушения ими обязанностей (*fiduciary duty*) перед акционерами. Ликвидность рынка акций исключительно важна для (iv), но и оставшихся механизмов (за исключением нереализуемого в России (v)) может быть вполне достаточно. Действительно, как показано в работе Bergloef and Bolton (2002), в большинстве стран Центральной и Восточной Европы рост инвестиций имеет место на фоне неразвитого фондового рынка. Основным источником нового капитала являются прямые иностранные инвестиции. Несмотря на то, что банковская система гораздо более конкурентоспособна, чем в России (вследствие присутствия иностранных банков), банки в основном кредитуют не долгосрочные проекты, а оборотный капитал. При этом, как указано в Bergloef and von Thadden (1999), вообще говоря, в переходных экономиках крупные инвесторы играют значительно более важную роль в развитии компаний, чем мелкие акционеры. Более того, чрезмерная защита мелких инвесторов может увеличить издержки приобретения контрольного пакета и управления предприятием крупным собственником, тем самым увеличивая транзакционные издержки на рынке корпоративного контроля.<sup>9</sup>

Практически все последние исследования по российским предприятиям подтверждают, что эволюция структуры собственности движется в сторону роста ее концентрации в руках внешних собственников и менеджеров (Долгопятова 2003, Яковлев 2003, Радыгин 2002, Капелюшников 2001, Гуриев и Рачинский 2003, Ясин и др. 2004). В то же время, нет достаточных свидетельств положительного влияния концентрации собственности на реструктуризацию и эффективность деятельности компаний (Ясин и др. 2004). В работах Клейнера (2000, 2002, 2004) разработана институциональная концепция предприятия, в рамках которой отмечается опасность чрезмерной концентрации прав принятия решений в руках узкой группы лиц и важность участия в управлении компанией всех участников корпоративных отношений (так называемых стейкхолдеров или заинтересованных лиц). Тем не менее, концентрация собственности наряду с рынком корпоративного контроля

---

<sup>9</sup> Радыгин и Энтов (1999), Радыгин и Архипов (2001) также подвергают сомнению применимость англосаксонской модели финансовых рынков к России, полагая, что правовая среда и структура экономики России настолько специфичны, что имеет смысл попытаться построить особую, «российскую» модель корпоративного управления.

остаются пока единственными действующими в российских условиях механизмами корпоративного управления.

### **1.3 Основные вопросы исследования**

Данное исследование является исключительно эмпирическим. Используя опросы около 1000 промышленных предприятий в 2002 и 2003 году и их официальную статистическую отчетность, мы пытаемся установить наличие связей между структурой собственности, уровнем корпоративного управления, спросом на современные стандарты корпоративного управления и инвестициями, с учетом размера, отраслевой и региональной специфики. Методология исследования во многом предопределена особенностями российской экономики. Во-первых, непрозрачность структуры собственности, обусловленная, в частности, нелегитимным характером приватизации и последующих переделов собственности, заставляет нас полагаться на опросные данные о собственности, что существенно уменьшает размер выборки.

Во-вторых, несовершенство российских правовых институтов несколько меняет наши представления о взаимосвязи между корпоративным управлением и структурой собственности. В упомянутых выше западных исследованиях структура собственности эндогенна по отношению к законодательному уровню защиты прав инвесторов. В экономике с совершенными финансовыми рынками и развитой системой защиты прав собственности и исполнения контрактов, структура капитала, и, в частности, структура собственности эндогенна и определяется структурой бизнеса, межвременным распределением доходов, размером предприятия, природой неопределенности. С другой стороны, в России наличие высоких транзакционных издержек на рынке капитала приводит к тому, что структура собственности меняется относительно медленно. Разумеется, нельзя утверждать, что структура собственности экзогенна, поскольку после приватизации прошло достаточно времени для того, чтобы произошло значительное перераспределение собственности. Тем не менее, структура собственности меняется медленнее, чем уровень корпоративного управления, поэтому мы используем ее как экзогенную переменную. Низкий уровень исполнения законов превращает корпоративное управление из формального в неформальный институт. В развитых странах уровень защиты прав инвесторов определяется законодательством и поэтому рассматривается как заданная величина. В России корпоративное законодательство не исполняется, поэтому защита прав внешних инвесторов не обязательна, а добровольна, компания сама выбирает уровень ее исполнения.

Вышеизложенные рассуждения об эндогенности корпоративного управления и структуры собственности, хотя и очевидны, приводят к совершенно нетривиальным эмпирическим гипотезам. В развитых странах высокий уровень корпоративного управления отрицательно коррелирован с концентрацией собственности – если государство не защищает права внешних инвесторов, мелкие инвесторы предпочитают не покупать акции. В России, напротив, хорошее корпоративное управление и высокая концентрация собственности могут быть связаны положительно – для того, чтобы вводить институты корпоративного управления, инсайдеры должны быть заинтересованы в благосостоянии компании.<sup>10</sup> Таким образом, формальные и неформальные институты корпоративного управления развиваются по совершенно разным законам.

---

<sup>10</sup> Существенное отличие от западной литературы заключается в предположениях о стимулах менеджмента и частных выгодах контроля. Например, в моделях, рассмотренных в Hart (1995), менеджер заинтересован в инвестициях с тем, чтобы увеличить размер своей «империи». В России менеджер может получать огромные частные выгоды и без инвестиций. Впрочем, лишь когда менеджер обладает достаточно большой долей собственности, он заинтересован в осуществлении инвестиций, приносящих прибыль.

Еще одна отличительная черта неформальных институтов – это то, что для их внедрения, вообще говоря, не нужны законодательные изменения. Зачем ждать разработки и принятия Кодекса корпоративного поведения, если можно внедрить содержащиеся в нем механизмы уже сейчас? Этот аргумент означает, что Кодекс играет в основном информационную и образовательную роль. Кодекс дает предприятиям и инвесторам возможность координировать ожидания и разговаривать на одном языке, снижая транзакционные издержки раскрытия информации.

Работа построена следующим образом. Сначала мы приводим описание выборки, в том числе обсуждаем и структуру собственности предприятий, входящих в выборку (Раздел 2). Затем мы пытаемся определить, как текущий уровень корпоративного управления зависит от размера предприятия, структуры собственности, отраслевых и региональных переменных (Раздел 3). Мы также анализируем изменения, произошедшие в 2003 году и факторы, их определяющие. В Разделе 4 мы оцениваем влияние корпоративного управления и структуры собственности на инвестиции и источники их финансирования.<sup>11</sup> В Разделе 5 мы исследуем собственно спрос на Кодекс, определяя, как спрос на Кодекс в целом и на отдельные его положения зависит от текущего уровня корпоративного управления, от осведомленности о Кодексе, размера предприятия, структуры собственности, отраслевых и региональных переменных.

---

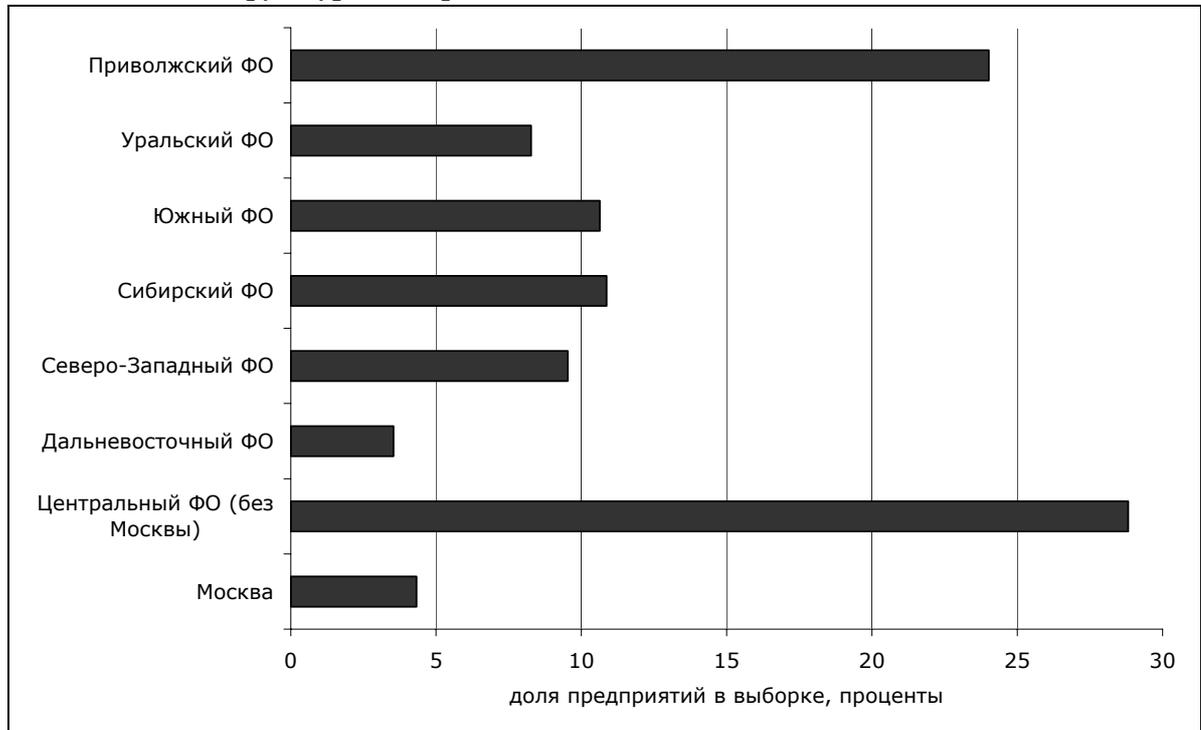
<sup>11</sup> Мы не задаемся вопросом, насколько инвестиции необходимым. Во многих странах низкий уровень корпоративного управления приводит к избыточным или убыточным инвестициям. Мы предполагаем, что отсутствие инвестиций в России 1990х гг. делает *любые* капиталовложения желательными.

## 2 Описание выборки

В исследовании использованы опросы руководителей около тысячи промышленных предприятий, проводимые Лабораторией конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода (ИЭПП). Панель руководителей промышленных предприятий сформирована и поддерживается ИЭПП для ежемесячных конъюнктурных опросов, проводимых по гармонизированной европейской методике с 1992 г. Опросы проводятся при методологической поддержке Европейской Комиссии, Eurostat, Организации экономического развития и сотрудничества. Панель построена по принципу «одно предприятие – один респондент». В целом панель ИЭПП представляет 22% занятых в российской промышленности. Панель ИЭПП – это опрос руководителей предприятий. Среди респондентов директора предприятий составляют 35%, заместители директоров – 35%, руководители экономических подразделений – 22%.

*Рис. 2.1. В выборке представлены предприятия из всех регионов России. Как и в реестре Госкомстата, большее количество предприятий расположено в Центральном округе.*

### Региональная структура выборки



На рисунке представлен относительный вес в выборке предприятий из различных федеральных округов и Москвы.

Панель ИЭПП включает в основном предприятия обрабатывающих отраслей промышленности всех регионов Российской Федерации. Это обеспечивает получение наиболее представительных данных по сравнению с теми случаями, когда используются только укрупненные отрасли (машиностроение, легкая, пищевая). Использование почты для рассылки анкет и сбора ответов существенно расширяет географическую представительность данных.

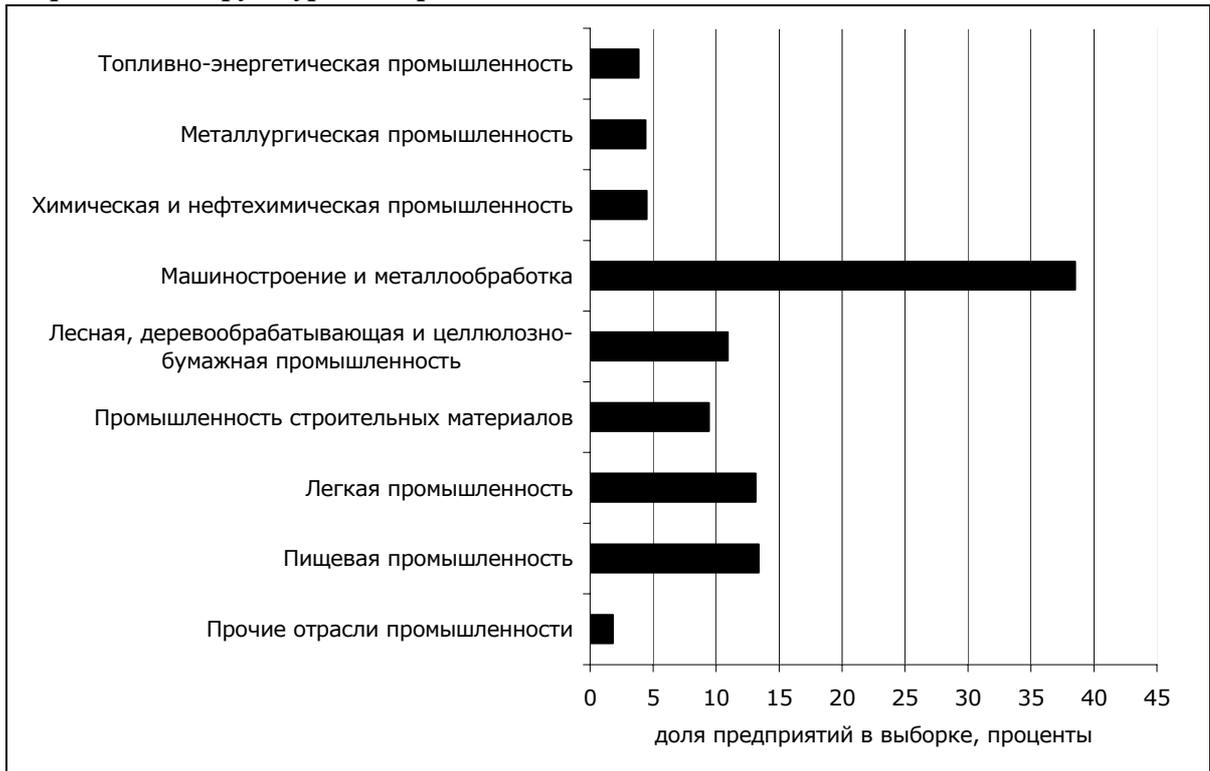
На рисунках 2.1-2.3 представлены региональная и отраслевая структура выборки, а также распределение предприятий по размеру (количеству занятых). Основная часть выборки – это средние и крупные промышленные предприятия. В Приложении структура выборки

сопоставляется со структурой российской промышленности в целом (по данным Реестра промышленных предприятий Госкомстата).

Долгосрочный и доверительный характер отношений ИЭПП с респондентами представляется особенно актуальным в рамках настоящего исследования. Причина в том, что большинство разработанных нами вопросов имеют достаточно деликатный (в российских условиях) характер, поскольку касаются собственности и контроля над предприятиями. В сентябре 2001 г. лишь 43% опрошенных ИЭПП респондента считали официальные сведения о распределении акций достоверными.

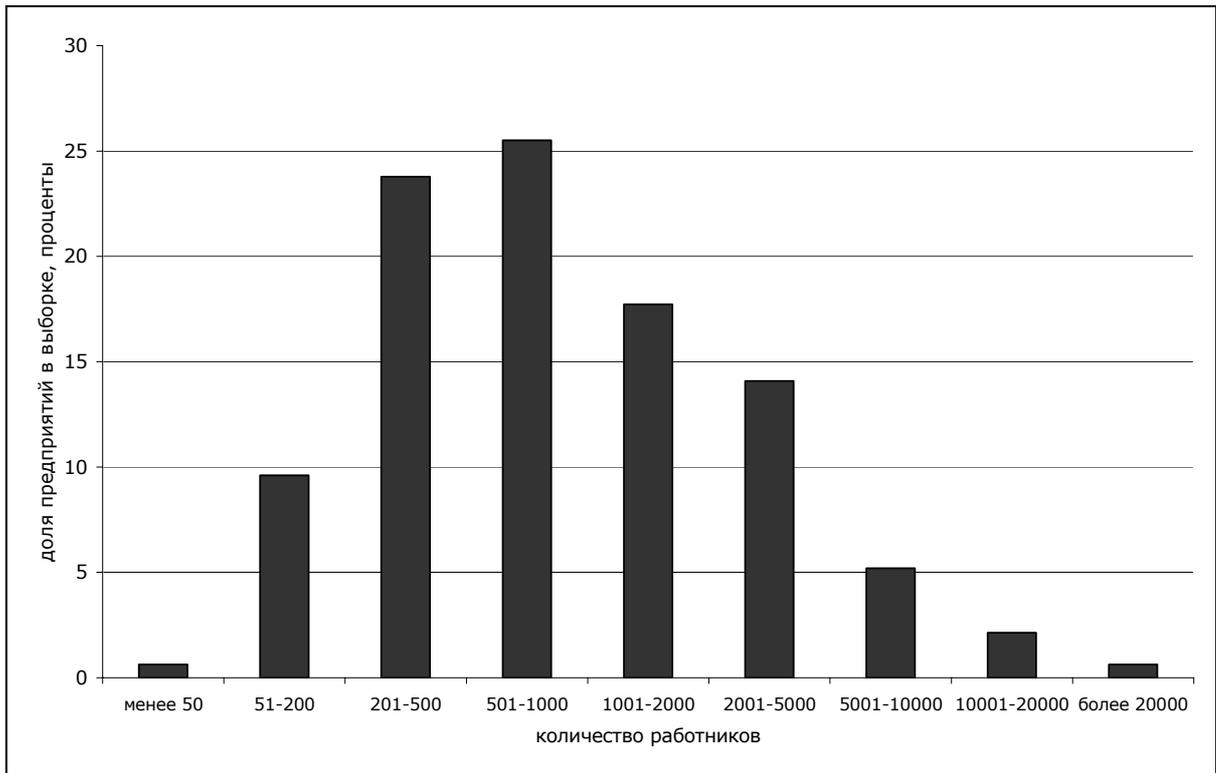
**Рис. 2.2. В выборке представлены предприятия из всех отраслей. Как и в реестре Госкомстата, наибольший вес имеет машиностроение и металлообработка.**

**Отраслевая структура выборки**



На рисунке представлен относительный вес в выборке двузначных отраслей ОКОНХ.

**Рис. 2.3 В выборке представлены в основном средние и крупные, но не сверхкрупные предприятия. Структура выборки по размеру предприятий**



На рисунке представлено распределение выборки по размеру предприятий.

Использование опросной статистики позволяет не только получить данные о структуре собственности и уровне корпоративного управления, но и определить отношение руководителей предприятий к основным положениям Кодекса.

Как и большинство российских предприятий, участники опроса не имеют доступа к фондовому рынку. Среди наших компаний нет голубых фишек, ни одна компания не значится в котировальных листах РТС первого и даже второго уровней. Только тридцать компаний (3% выборки) котируются в РТС, из них лишь по акциям 13 компаний (1.3% выборки) в 2001 году прошло более 20 сделок общей стоимости более 100 000 долларов.

В первом раунде опроса в 2002 году приняли участие 1198 предприятий, во втором – 834, из которых 674 предприятия участвовали в обоих раундах.

Таблица 2.4 Структура собственности предприятий в 2002 г.

Тип собственника	Среднее %	Медиана %	Среднекв. Откл.	Количество наблюдений
Администрация предприятия	19.3	6	26.1	641
Крупнейший внешний собственник	23.9	15	27.4	642
Все мелкие собственники, имеющие менее 5 % акций	23.6	12	28.3	581
<b>Только для предприятий, где присутствует данный тип собственника</b>				
Администрация предприятия	27.7	16	27.2	448
Крупнейший внешний собственник	39.9	38	24.8	384
Все мелкие собственники, имеющие менее 5 % акций	37.0	30	27.5	370

В Таблице 2.4 представлены данные о структуре собственности. Как и следовало ожидать, предприятия, входящие в нашу выборку, обладают достаточно концентрированной структурой собственности. Так, на предприятиях, в собственности которых присутствует крупный внешний акционер, он располагает в среднем 40% акций.<sup>12</sup> В среднем по выборке (с учетом тех компаний, в которых нет крупных внешних собственников) средняя доля акций крупнейшего внешнего акционера составляет 24%. Доля администрации в среднем по всей выборке составляет 19% акций.

<sup>12</sup> Следуя литературе по корпоративному управлению, под внешними акционерами мы понимаем всех акционеров, которые не являются менеджерами или работниками предприятия. Возникает вопрос о том, насколько правомерно называть внешними собственников, которые де факто могут быть аффилированы с администрацией предприятия. Однако на практике проследить такие связи очень сложно.

Более того, концентрация собственности продолжает расти. В Таблице 2.4а представлена статистика изменений в структуре собственности в 2002 и 2003 для предприятий, участвовавших в обоих раундах. В течение года средние доли, принадлежащие администрации предприятия и крупному внешнему собственнику, возросли примерно на 2 процента, при этом доля мелких собственников уменьшилась на половине опрошенных предприятий.

**Таблица 2.4а Изменения в структуре собственности**

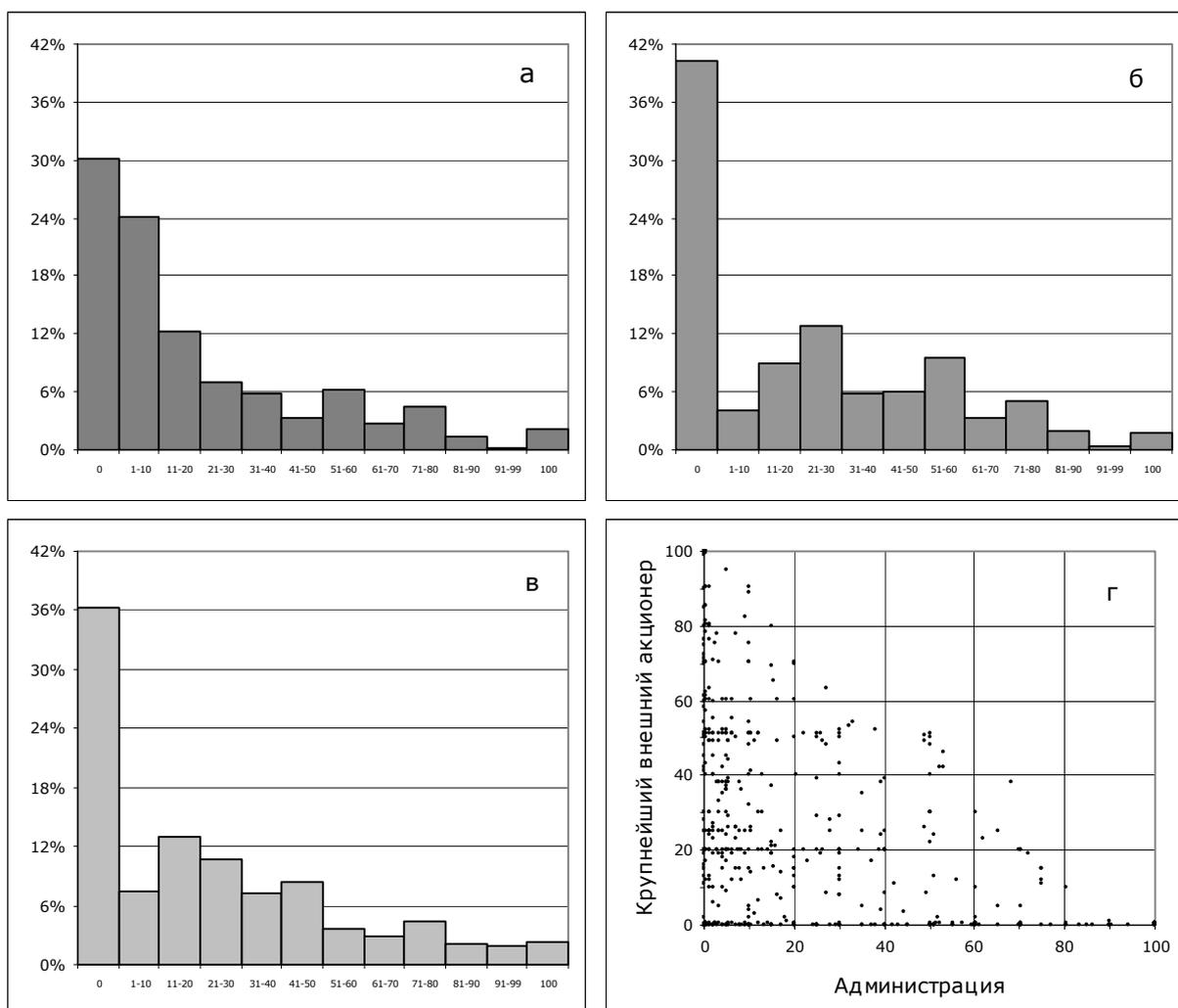
Сколько, по Вашему мнению, процентов акций Вашего предприятия (АО) реально принадлежит администрации предприятия	2002 Среднее %	2003 Среднее %	% фирм, где доля возросла	% фирм, где доля уменьшилась	Число ответивших в обоих раундах
самому крупному внешнему инвестору	18.65	20.85	41.87	31.14	289
всем мелким инвесторам (каждый из которых владеет не более 5%)	25.77	29.32	36.14	21.75	285
	26.94	22.44	29.20	50.00	250

На Рис. 2.5 представлены гистограммы распределения долей акций для каждой категории собственников в 2002 году.

Как показано на рисунке 2.5, в нашей выборке представлены предприятия с самой разнообразной структурой собственности. В выборке присутствуют как предприятия, в которых доминируют инсайдеры, так и предприятия с контрольным или блокирующим пакетом внешнего собственника,<sup>13</sup> и предприятия с большой долей мелких внешних собственников.

<sup>13</sup> Как видно на Рис. 2.5, крупные внешние акционеры предпочитают держать пакеты 25%, 50% и 75% акций.

Рис.2.5 Структура собственности высококонцентрирована



На рисунке представлены гистограммы распределения доли акций, находящихся в распоряжении (а) администрации, (б) крупнейшего внешнего акционера, (в) всех мелких (менее 5% акций) акционеров в 2002 году. По горизонтали отложено количество процентов акций в собственности у данной категории собственников, по вертикали – доля предприятий в выборке, для которых данные собственники имеют заданную долю собственности.

На последнем рисунке представлена точечная диаграмма совместного распределения доли акций, находящейся в распоряжении администрации и крупнейшего внешнего акционера. Каждая точка представляет предприятие; по горизонтальной оси отложена доля администрации в собственности данного предприятия, по вертикальной – доля крупнейшего внешнего акционера.

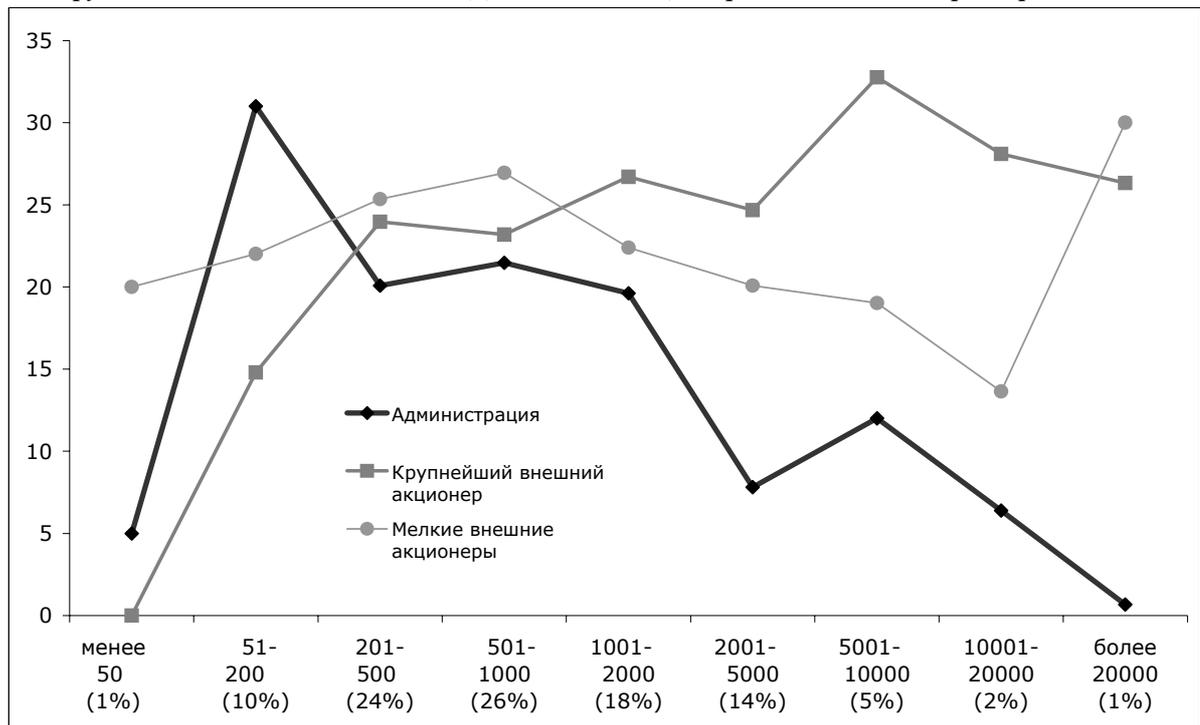
Особый интерес представляет связь между структурой собственности и размером предприятия. Действительно, так как административные издержки внедрения положений Кодекса относительно менее болезненны для больших предприятий, спрос на стандарты корпоративного управления, скорее всего, быстро растет с увеличением размера. Так как наша выборка включает предприятия самой разной величины,<sup>14</sup> можно предположить, что и структура собственности существенно отличается у больших и малых предприятий. Естественно предположить, что чем больше предприятие, тем менее концентрирована собственность – действительно, так как финансовые рынки не развиты, собрать ресурсы для покупки большого пакета акций крупного предприятия очень трудно. С другой

<sup>14</sup> Если упорядочить выборку по объему продаж, то медианное предприятие из большей половины выборки (то есть предприятие, занимающей 711 место по размеру в выборке из 948 предприятий,  $711/948=75\%$ ) больше медианного предприятия из меньшей половины (то есть предприятия, занимающей 237 место в выборке,  $237/948=25\%$ ) в 7.8 раз.

стороны, незащищенность прав неконтролирующих акционеров может породить и обратный эффект: чем больше предприятие, тем больше частные выгоды менеджеров и крупных собственников, тем больший выигрыш крупные собственники могут получить от нарушения прав мелких акционеров.

Как показано на Рис. 2.6, оба эти эффекта имеют место. Во-первых, взаимодействие этих противоположных эффектов приводит к тому, что размер (количество занятых) и доля мелких акционеров не коррелированы. Во-вторых, доля крупнейшего внешнего акционеров действительно возрастает с увеличением размера предприятия, а доля администрации – убывает.<sup>15</sup>

**Рис. 2.6. Чем больше предприятие, тем меньше доля собственности администрации и больше доля крупных внешних собственников. Доля мелких акционеров не зависит от размера.**



На рисунке показана зависимость доли акций администрации, крупнейшего внешнего собственника и мелких внешних акционеров от размера предприятия в 2002 году. Размер предприятия (количество занятых) отложен по горизонтальной оси. Выборка разбита по размеру на девять категорий, для каждой из девяти категорий на рисунке показано среднее значение соответствующей доли акций по всей выборке. В скобках под наименованием категории по горизонтальной оси указан вес данной категории в выборке.

<sup>15</sup> Такая же взаимосвязь наблюдается между структурой собственности и другим показателем размера – объемом продаж. Если одно предприятие больше другого в 10 раз, то доля администрации в среднем ниже на 3.5%, а доля крупнейшего внешнего собственника – выше на 4.3%. Корреляция между объемом продаж и долей мелких акционеров отсутствует. Впрочем, само наличие мелких акционеров действительно более вероятно на больших предприятиях (впрочем, величина эффекта мала); с другой стороны, среди предприятий у которых есть мелкие акционеры, размер контролируемого ими пакета убывает с размером: при увеличении объема продаж в 10 раз доля мелких акционеров в среднем ниже на 7.3%.

### 3 Качество корпоративного управления в российской промышленности

Кодекс корпоративного поведения устанавливает стандарты корпоративного управления, которые предприятия вполне могут внедрить и до принятия Кодекса. Поэтому для определения спроса на корпоративное управление следует не только выяснить намерения руководителей предприятий, но и их реальные действия. Наше исследование дает возможность оценить текущее состояние корпоративного управления на российских предприятиях. В данном разделе представлены результаты исследования качества корпоративного управления и факторов, от которых оно зависит.

#### 3.1 Компоненты корпоративного управления

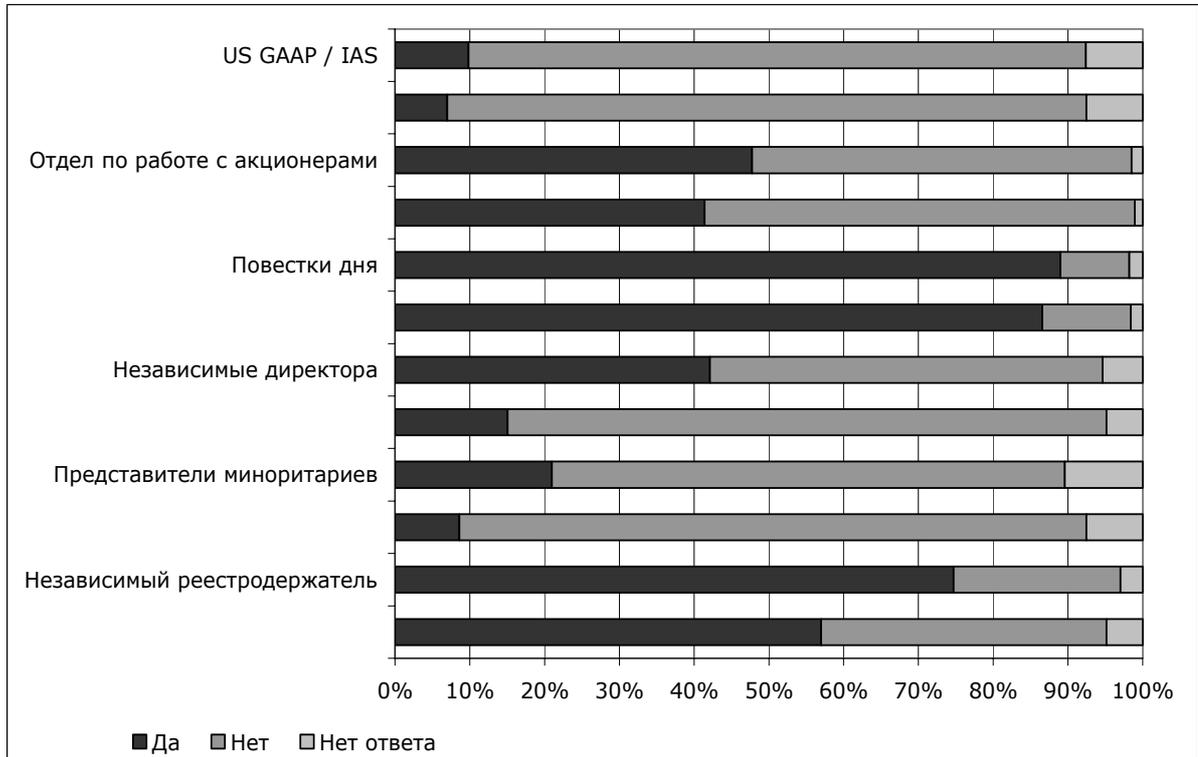
Для определения качества корпоративного управления мы сформулировали шесть относительно объективных критериев, которые позволяют оценить различные компоненты корпоративного управления на предприятии. Руководителям предприятий были заданы следующие вопросы:

- Вопрос 1. Используются ли у Вас МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ бухгалтерской отчетности (US GAAP/IAS)?
- Вопрос 2. Существует ли на Вашем предприятии (АО) ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С АКЦИОНЕРАМИ?
- Вопрос 3. Предоставляете ли Вы всем своим акционерам ПОВЕСТКИ ДНЯ общих собраний акционеров?
- Вопрос 4. Есть ли в составе совета директоров Вашего предприятия (АО) НЕЗАВИСИМЫЕ ДИРЕКТОРА?
- Вопрос 5. Есть ли в составе совета директоров ПРЕДСТАВИТЕЛИ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ?
- Вопрос 6. Ведет ли реестр акционеров Вашего предприятия (АО) НЕЗАВИСИМЫЙ РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬ?

Отметим, что лишь часть этих норм являются обязательными к исполнению согласно законодательству. Предоставление повестки дня акционерам обязательно согласно Закону об АО. Также согласно закону "О рынке ценных бумаг", если число владельцев именных ценных бумаг (в том числе акционеров - владельцев акций всех категорий и типов, владельцев облигаций) акционерного общества суммарно превышает 500, держателем реестра должен быть независимый специализированный регистратор. Международные стандарты отчетности требуются только для торгуемых на бирже компаний для включения их в котировальные листы РТС первого уровня. Кроме того, к обращению на бирже допускаются лишь ценные бумаги компаний, выполняющих требования законодательства по раскрытию информации и ведению реестра.

На вопросы данной анкеты в 2002 году ответило 672 открытых акционерных обществ (ОАО) и 186 закрытых (ЗАО). Распределение ответов представлено на рисунке 3.1.1. Для каждого вопроса верхняя строка соответствует распределению ответов ОАО, нижняя – ЗАО. Как видно из рисунка 3.1.1, по большинству показателей, корпоративное управление в ОАО и ЗАО примерно одинаково. Исключением является вопрос о независимых директорах – в советах директоров ОАО независимые директора работают намного чаще, чем в советах ЗАО.

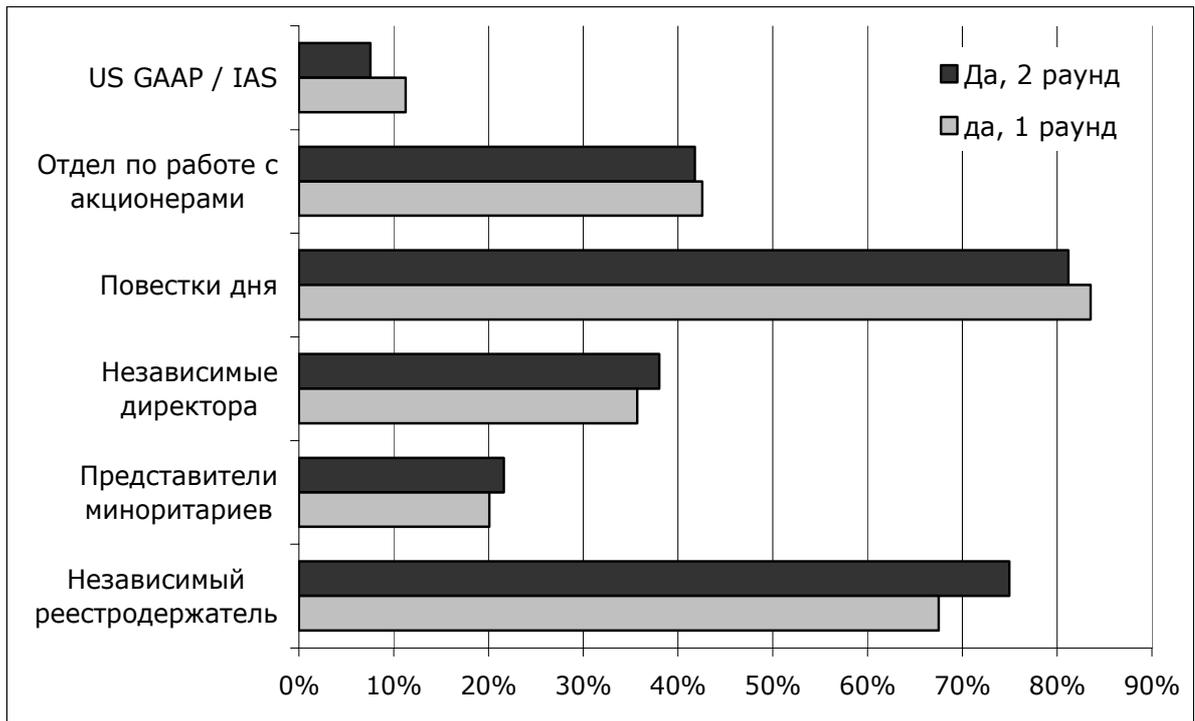
**Рис.3.1.1. Уровень корпоративного управления на российских предприятиях варьируется в широких пределах. Качество корпоративного управления в ОАО не намного лучше, чем в ЗАО (верхняя строка - ОАО, нижняя строка - ЗАО).**



На рисунке представлено распределение ответов на вопросы 1-6 о состоянии корпоративного управления на предприятии в 2002 году. Для каждого вопроса отдельно приведены ответы ОАО (верхняя строка) и ЗАО (нижняя строка). Разброс ответов достаточно велик. Среднее (по всем вопросам) число положительных ответов – 42%, отрицательных – 53%.

Изменения в показателях корпоративного управления, произошедшие ко второму раунду, представлены на рисунке 3.1.1а. Интересно, что динамика различается в зависимости от показателя. С одной стороны, на 7 процентов возросло количество предприятий, чей реестр ведет независимый реестродержатель, немного возросла доля предприятий, в совете директоров которых есть представители миноритарных акционеров и независимые директора. С другой стороны, меньше предприятий стали предоставлять повестки дня собраний акционеров, на треть сократилась доля предприятий, использующих международные стандарты отчетности. Последнее, по-видимому, свидетельствует о высоких затратах и рисках для предприятия, связанных с установлением большей прозрачности и открытости. В то же время, рост числа компаний с независимым реестродержателем может свидетельствовать об усилении правоприменения в области корпоративного права, поскольку эта норма является обязательной для большинства предприятий. В целом, изменения в стандартах корпоративного управления нельзя назвать значительными, хотя для некоторых предприятий они были весьма существенны.

Рис 3.1.1а. Изменения показателей корпоративного управления (В процентах от числа ответивших на данный вопрос, из фирм, участвовавших в обоих раундах)



Интересно, что качество корпоративного управления по отдельным компонентам существенно отличается. Так, подавляющее большинство компаний вовремя извещают акционеров о собрании, но лишь около половины пользуются услугами независимого реестродержателя. Лишь немногие компании имеют финансовую отчетность, выполненную по международным стандартам, и представителей миноритариев в совете директоров.

Возникает естественный вопрос – насколько различные компоненты корпоративного управления связаны между собой? В таблице 3.1.2 представлена матрица корреляций между ними. Как видно из таблицы, все компоненты имеют положительную и значимую корреляцию, а некоторые – и достаточно большую по величине.

Одна из причин высокой корреляции ответов на вопросы состоит в том, что они отчасти определяются одними и теми же факторами. Одним из таких факторов, влияющих на издержки внедрения всех норм корпоративного управления, является размер предприятия. Удельные издержки корпоративного управления на больших предприятиях ниже, поэтому, чем больше размер, тем выше вероятность того, что на предприятии уже введена та или иная практика корпоративного управления. На рисунке 3.1.3 представлена зависимость частоты положительных ответов на вопросы анкеты от количества работников, построенная по ответам 964 предприятий различных форм собственности. Легко видеть, что размер действительно увеличивает вероятность использования отдельных норм корпоративного управления.<sup>16</sup>

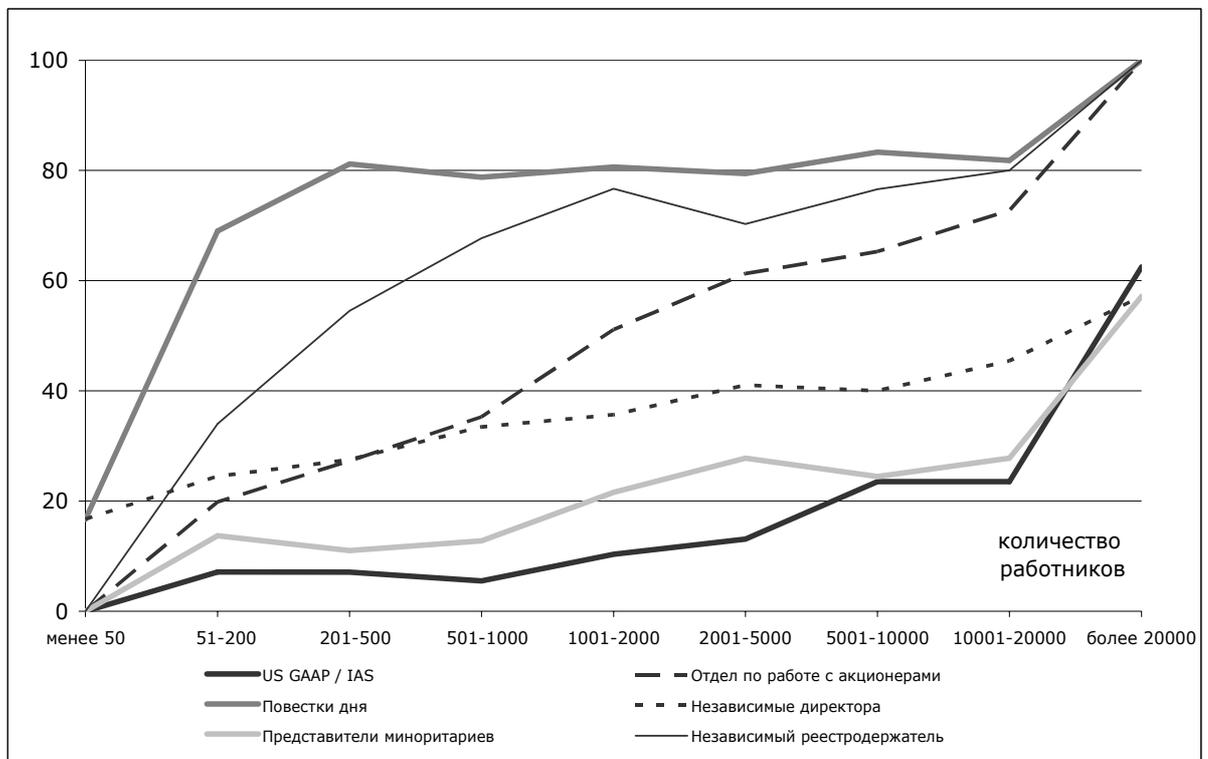
<sup>16</sup> Положительные значимые корреляции сохраняются, если использовать не количество занятых, а объем продаж. Для отдельных вопросов корреляции составляют от 14% (независимые директора) до 28% (отдел по работе с акционерами).

Таблица 3.1.2. Все составляющие корпоративного управления коррелированы.

	Вопрос 1	Вопрос 2	Вопрос 3	Вопрос 4	Вопрос 5	Вопрос 6
Вопрос 1	1					
Вопрос 2	0.09*	1				
Вопрос 3	0.07*	0.33*	1			
Вопрос 4	0.05	0.15*	0.26*	1		
Вопрос 5	0.07*	0.21*	0.21*	0.25*	1	
Вопрос 6	0.08*	0.24*	0.46*	0.24*	0.23*	1

\* - значимость на 5% уровне

Рис.3.1.3. Чем больше предприятие, тем выше вероятность использования отдельных норм корпоративного управления



На рисунке представлены зависимость доли положительных ответов на шесть вопросов о корпоративном управлении от размера предприятия в 2002 году. Доли положительных ответов усреднены по категориям размера, отложенным по горизонтальной оси.

### 3.2 Индекс корпоративного управления

Какой из шести вопросов наилучшим образом описывает качество корпоративного управления? Можно ли построить скалярный индекс, который показывал бы, насколько корпоративное управление в одной компании лучше, чем в другой?

Мы проверили, насколько из того, что на предприятии введена та или иная практика корпоративного управления следует, что введена или не введена другая практика. Мы перебрали все возможные линейные порядки компонент корпоративного управления. Наилучшим оказался следующий: *US\_GAAP*  $\Rightarrow$  *представители миноритариев*  $\Rightarrow$  *независимые директора*  $\Rightarrow$  *отдел по работе с акционерами*  $\Rightarrow$  *повестки дня*  $\Rightarrow$  *независимый реестродержатель* (то есть, если у предприятия есть международная отчетность, то у него есть и представители миноритарных акционеров в совете директоров и т.д.). Впрочем, и этому порядку соответствуют только 514 предприятий из 853, ответивших на все шесть вопросов в первом раунде.

Поэтому более подходящим представляется метод главных компонент. В таблице 3.2.1 представлены собственные значения и собственные вектора для первого раунда. Первая компонента объясняет 35 процентов общей вариации, что заметно больше объясняющей силы второй и третьей компонент (16 и 15 процентов, соответственно). Вес шести вопросов в первой главной компоненте примерно одинаков.<sup>17</sup> С несколько большим весом в первую компоненту входят ответы на третий (*повестка дня*) и шестой (*независимый реестродержатель*) вопросы. Вторая компонента, напротив, состоит практически из одного первого вопроса (*отчетность МСФО*). В третьей компоненте в большей степени представлены четвертый и пятый вопросы.

**Таблица 3.2.1. Результат анализа ответов на шесть вопросов о корпоративном управлении проведенного методом главных компонент.**

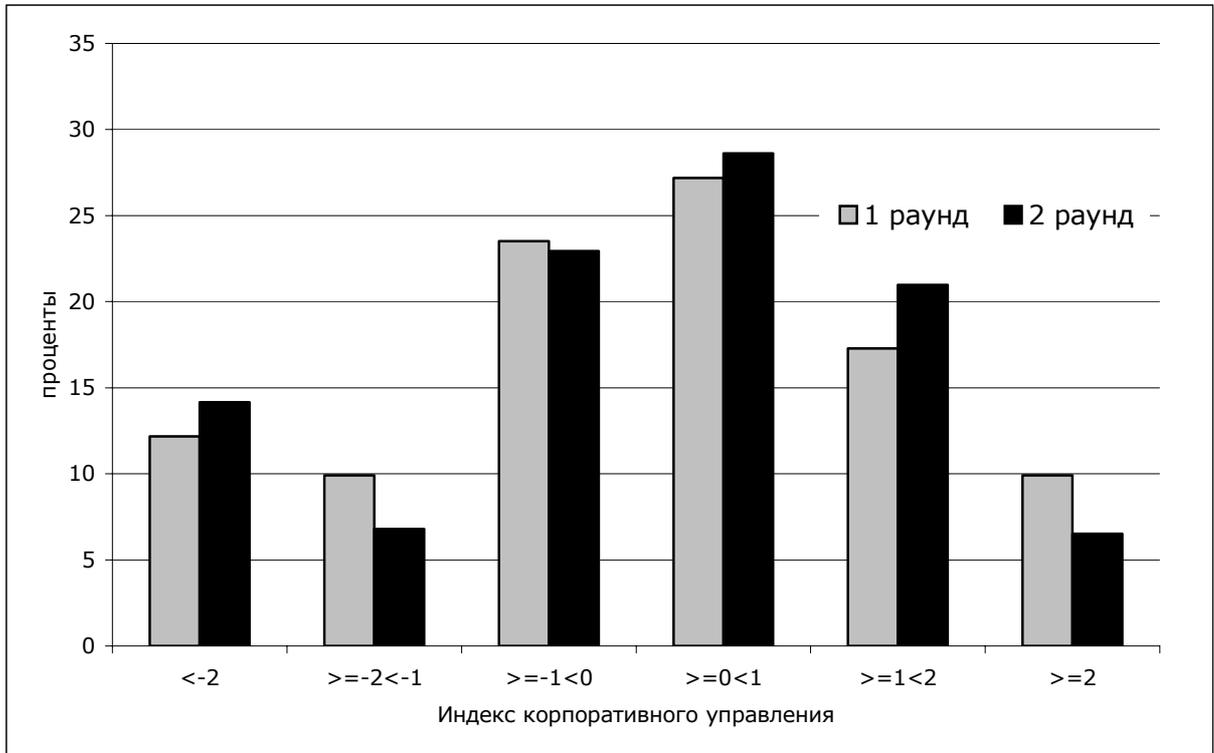
Компонента	Собственное значение	Доля объясненной вариации		Собственные вектора		
				1	2	3
1	2.10	0.35	Вопрос 1	0.15	0.97	0.14
2	0.98	0.51	Вопрос 2	0.41	0.10	-0.33
3	0.89	0.66	Вопрос 3	0.51	-0.09	-0.36
4	0.81	0.80	Вопрос 4	0.39	-0.18	0.57
5	0.71	0.91	Вопрос 5	0.39	-0.09	0.58
6	0.51	1.00	Вопрос 6	0.49	-0.07	-0.29

Построенный индекс корпоративного управления в 2002 году распределен на интервале от -2.37 до 3.07 со стандартным отклонением 1.45 (среднее значение нормализовано к нулю). В 2003 году разброс значений индекса составил от -2.76 до 2.78. Для предприятий, ответивших на вопросы о корпоративном управлении в обоих раундах (353 предприятия) среднее значение индекса упало с 0.230 в 2002 году до 0.004 в 2003 году, медианное значение снизилось с 0.7 до 0.5. На рисунке 3.2.2 представлена гистограмма распределения значений первой главной компоненты для первого раунда и второго раундов. Хотя у половины предприятий корпоративное управление близко к среднему, у

<sup>17</sup> Корреляция между первой главной компонентой и невзвешенной суммой ответов на все шесть вопросов составляет 99%. Далее мы все же используем главную компоненту, а не невзвешенную сумму, так как последняя принимает очень небольшое количество значений.

достаточно большого числа предприятий корпоративное управление очень плохое или очень хорошее.

**Рис. 3.2.2. Почти у половины предприятий уровень корпоративного управления близок к среднему, но есть и достаточно большое количество предприятий с очень плохим и очень хорошим уровнем корпоративного управления.**



Гистограмма распределения индекса корпоративного управления (первой главной компоненты шести вопросов) в 2002 году. По вертикали отложена доля в выборке предприятий с индексом корпоративного управления в соответствующем диапазоне. Значения индекса корпоративного управления менее -2 соответствуют отрицательным ответам на все 6 вопросов, более 2 – положительным ответам на 5 или 6 вопросов.

Хотя доля предприятий с умеренно хорошим уровнем индекса (от 0 до 2) увеличилась в 2003 году, это произошло как за счет улучшения корпоративного управления на предприятиях с умеренно низким уровнем индекса, так и за счет ухудшения корпоративного управления на предприятиях с очень хорошим уровнем индекса. При этом доля предприятий с очень плохим корпоративным управлением возросла с 12 до 14 процентов. В целом по выборке индекс корпоративного управления вырос на 30% предприятий и упал на остальных. При этом максимальное увеличение индекса составило 3.6, максимальное падение – 4.3. Таким образом, хотя средний уровень корпоративного управления на предприятиях выборки снизился, изменения на отдельных предприятиях были неоднородными и разнонаправленными. В следующей секции мы рассмотрим факторы, определяющие как абсолютный уровень корпоративного управления, так и его изменения.

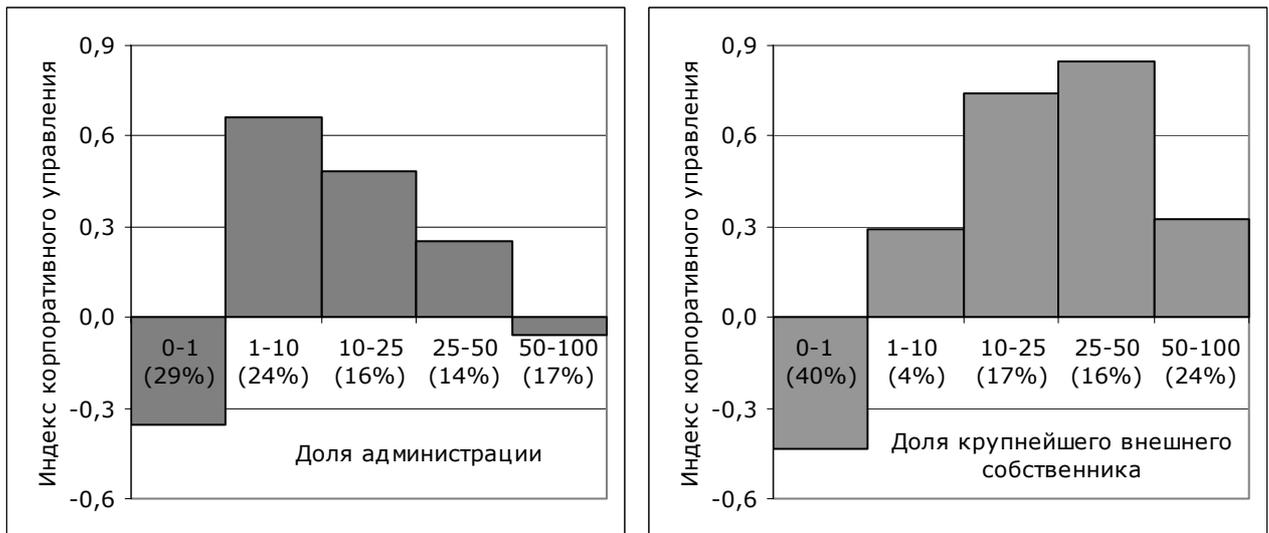
### 3.3 Факторы, определяющие качество корпоративного управления

Корпоративное управление определяется не только размером предприятия. В данном разделе мы рассматриваем зависимость корпоративного управления от структуры собственности, отраслевых и региональных переменных и т.д. Для простоты мы не

приводим исследования для ответов на шесть вопросов по отдельности, а исследуем факторы, определяющие построенный выше индекс корпоративного управления.

Оказывается, что с ростом концентрации собственности в распоряжении администрации или крупнейшего внешнего собственника индекс корпоративного управления сначала увеличивается, а затем начинает падать. На рисунке 3.3.1 представлены гистограммы совместного распределения концентрации собственности и индекса корпоративного управления для первого раунда. Как в случае доли администрации, так и в случае доли крупнейшего внешнего собственника, зависимость немонотонна, причем большая часть выборки сосредоточена на растущем участке кривой. Мы оценили квадратичные зависимости индекса корпоративного управления от концентрации собственности. Оказалось, что квадратичные функции гораздо лучше описывают зависимости корпоративного управления от доли администрации и крупных внешних собственников, чем линейные. При этом в случае внешнего собственника концентрация собственности приводит к улучшению корпоративного управления до тех пор, пока доля крупнейшего внешнего собственника не достигает 50%, в то время как в случае доли акций администрации пороговое значение составляет лишь 16%.

**Рис. 3.3.1. Концентрация собственности до определенного предела ассоциируется с повышением уровня корпоративного управления. Чрезмерная концентрация собственности приводит к ухудшению корпоративного управления.**



На рисунках представлена зависимость индекса корпоративного управления от доли собственности в распоряжении администрации (слева) и крупнейшего внешнего собственника (справа) в 2002 году. Под каждым столбцом указан диапазон долей (в процентах акционерного капитала) и вес данной категории в выборке. Высота столбца соответствует среднему по данной категории значению индекса корпоративного управления.

Концентрация собственности коррелирована с другими факторами, определяющими корпоративное управление (например, с размером предприятия). Поэтому для того, чтобы проверить, сохраняется ли связь между концентрацией собственности и уровнем корпоративного управления, необходимо использовать аппарат регрессионного анализа.<sup>18</sup> В Таблице 3.3.2 приводятся результаты регрессий МНК для первого раунда в пяти различных спецификациях.<sup>19</sup> Результаты регрессии для второго раунда приведены в Таблице 3.3.2а.

<sup>18</sup> Обоснованность рассмотрения структуры собственности в качестве экзогенной переменной в этой и последующих регрессиях обсуждается в разделе 1.3

<sup>19</sup> Регрессии для отдельных компонент корпоративного управления дают похожие результаты.

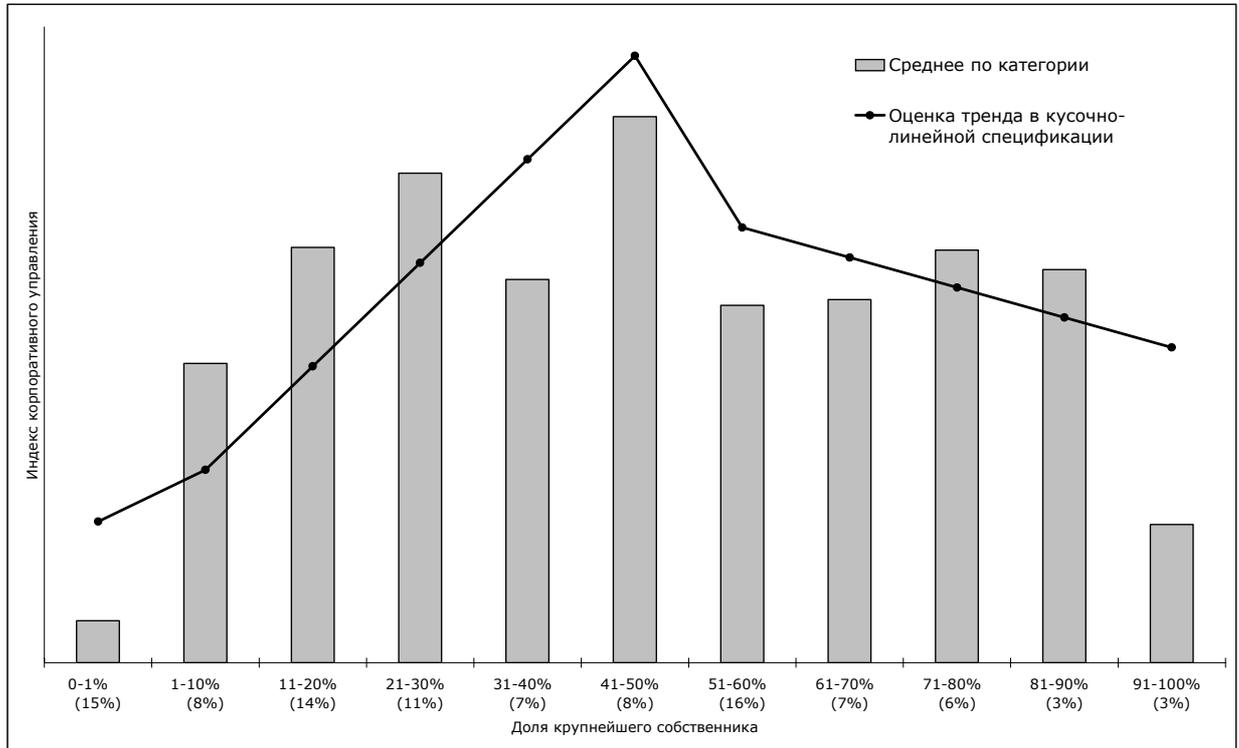
Увеличение доли мелких акционеров, как и ожидалось, сопровождается повышением уровня корпоративного управления. Однако менее очевидна зависимость корпоративного управления от доли администрации и крупного внешнего собственника. Оказывается, что обнаруженная в парных сопоставлениях немонотонная связь между концентрацией собственности и корпоративным управлением сохраняется и в регрессиях.

С одной стороны, чем больше доля акций в распоряжении администрации и крупного внешнего собственника, тем лучше корпоративное управление (спецификации (1)-(3)). Таким образом, консолидация пакета дает крупным внутренним и внешним инвесторам стимулы к улучшению корпоративного управления на предприятии. Впрочем, как показывают спецификации (4)-(6), этот эффект не монотонен или по крайней мере не линеен. Спецификация (4) оценивает квадратичную зависимость. Коэффициент при квадратичном члене отрицателен и значим. Это означает, что увеличение доли акций в распоряжении крупнейшего внешнего собственника положительно влияет на корпоративное управление до тех пор, пока эта доля достаточно мала. Полученные коэффициенты показывают, что концентрация собственности в руках внешних акционеров улучшает корпоративное управление до 50%, затем эффект меняет знак. Коэффициент при квадрате доли собственности администрации также отрицателен, но не значим.

Для того чтобы проверить немонотонность зависимости корпоративного управления от концентрации собственности, мы также используем спецификации (5) и (6). В спецификации (6) мы оцениваем зависимость для подвыборки предприятий, в которых доля крупнейшего внешнего акционера превышает 50%. Оказывается, что дальнейшая концентрация собственности действительно ухудшает корпоративное управление. В столбце (5) приведены результаты оценивания кусочно-линейной спецификации; в регрессии на полной выборке оценивается спецификация, допускающая различные величины эффекта концентрации собственности на уровень корпоративного управления для компаний с высокой и низкой степенью концентрации собственности. Оказывается, что до тех пор, пока концентрация собственности в руках внутренних (внешних) собственников не превышает 25% (50%), эффект концентрации собственности на корпоративное управление действительно положителен и значим, затем он резко (и значимо) падает. После критического уровня концентрации эффект становится незначимым. Зависимость корпоративного управления от концентрации собственности с учетом размера, отраслевых и географических характеристик с использованием кусочно-линейной спецификации представлена на рисунке 3.3.1а.

Во втором раунде опроса (Табл. 3.3.2а) связь между структурой собственности и индексом корпоративного управления значительно слабее. Линейная зависимость между долями собственности и ИКУ оказывается незначимой, квадратичная зависимость сохраняется только для доли собственности менеджера предприятия. Если рассматривать долю собственности крупнейшего собственника, будь то менеджер или внешний собственник, то квадратичная зависимость сохраняется. Такая зависимость более выражена, если в качестве независимой переменной принимается доля крупнейшего собственника в первом раунде.

**Рис. 3.3.1а. Зависимость корпоративного управления от концентрации собственности с учетом размера, отраслевых и географических характеристик (см. табл.3.3.2.). Концентрация собственности до уровня 50% ассоциируется с повышением уровня корпоративного управления. Чрезмерная концентрация собственности приводит к ухудшению корпоративного управления.**



На рисунке представлена зависимость индекса корпоративного управления от доли собственности в распоряжении крупнейшего собственника в 2002 году. Под каждым столбцом указан диапазон долей (в процентах акционерного капитала) и вес данной категории в выборке. Высота столбца соответствует среднему по данной категории значению индекса корпоративного управления. Линия соответствует результатам оценок представленным в столбце 5 таблицы 3.3.2 для кусочно-линейной спецификации.

Таким образом, концентрация собственности оказывает положительное влияние на корпоративное управление до тех пор, пока концентрация собственности не слишком велика; после этого эффект становится незначимым (в некоторых спецификациях) или отрицательным. В случае внешних инвесторов критический уровень концентрации составляет 50%, в случае внутренних он значительно ниже.<sup>20</sup> Относительно небольшое количество наблюдений с концентрацией собственности выше критического уровня не позволяет уверенно утверждать, ухудшается ли корпоративное управление при дальнейшей концентрации собственности или остается постоянным.

<sup>20</sup> Morck, Shleifer and Vishny (1988) оценивают взаимосвязь между собственностью менеджеров и рыночной стоимостью компании и также находят нелинейную зависимость. Эффект собственности менеджеров на рыночную стоимость положителен при доле до 5%, отрицателен при доле 5-25% и вновь положителен при превышении 25%. Авторы объясняют это взаимодействием двух противоположных эффектов: положительного влияния стимулов, создаваемых собственностью, и отрицательного влияния «окапывания» менеджеров при увеличении доли собственности.

Таблица 3.3.2. Факторы, определяющие корпоративное управление в 2002 году. Зависимая переменная – индекс корпоративного управления.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Админ	0.561*	0.764**	0.682*	0.892*	3.638**	-2.014 <sup>+</sup>
Кр.внеш.	0.949**	1.080**	0.856**	2.070**	2.731**	-2.138*
Мелкие		0.984**	0.788*	0.786**	0.701**	
Админ_кв				-0.637		
Кр.внеш_кв				-3.697**		
Админ* *(Админ>0.25)					-2.911**	
Кр.внеш* *(Кр.внеш >0.50)					-1.887**	
Лог продаж	0.226**	0.225**	0.277**	0.213**	0.221**	0.133 <sup>+</sup>
Ликвидность			-3.584 <sup>+</sup>			
Экспорт	0.589	0.571	0.302	0.470	0.737+	0.163
ЗАО	-0.217	-0.311 <sup>+</sup>	-0.479*	-0.198	-0.221	-0.511
Отрасли	незнач.	незнач.	незнач.	+	+	**
Москва	-0.870**	-0.933*	-0.820	-0.692**	-0.845**	-1.865**
ДВФО	0.347	0.165	0.166	0.079	0.068	-0.562
СЗФО	0.034	0.061	0.431	0.008	0.003	0.657
СФО	-0.299	-0.458+	-0.669*	-0.523**	-0.475+	-1.042+
ЮФО	-0.052	-0.198	-0.063	-0.245	-0.273	-0.214
УФО	-0.754**	-0.770**	-0.407	-0.831**	-0.772**	-1.119 <sup>+</sup>
ПФО	-0.200	-0.251	-0.092	-0.164	-0.161	-0.354
Кол-во наблюдений	327	300	217	300	300	73
R <sup>2</sup>	0.25	0.30	0.29	0.34	0.36	0.56

<sup>+</sup>коэффициент. значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Приведены результаты регрессий МНК с робастными стандартными ошибками. В столбцах (1)-(5) представлены результаты регрессий по полной выборке, в столбце (6) – по подвыборке с долей крупнейшего внешнего собственника более 50% (Кр.внеш.>0.50). Полное описание переменных и таблицу корреляций см. в Приложении. Отраслевые (по девяти двузначным отраслям, не показаны) и региональные переменные, переменные ЗАО, а также переменные Админ>0.25 и т.д. принимают значения 1, если соответствующее условие выполнено и 0 в противном случае. Переменная Админ\_кв – квадрат доли собственности администрации данного предприятия за вычетом средней доли собственности администрации по всей выборке (т.е. Админ\_кв = (Админ-0.19)²); поправка на среднее сделана для уменьшения корреляции с Админ.

Таблица 3.3.2а Факторы, определяющие корпоративное управление в 2003 году. Зависимая переменная – индекс корпоративного управления.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Лог.продаж 2001	0.320**	0.109	0.310**	0.316**	0.283**	0.285**
Админ03	0.152	-0.414	2.863**			
Кр.внеш03	-0.100	-0.021	0.037			
Мелкие03		-0.410	0.205			
Ликвидность02		0.711				
Админ03_кв			-3.564**			
Кр.внеш03_кв			-0.086			
Крупнейший_03				1.759*		
Крупнейший03_кв				-2.062*		
Админ02					1.752	
Кр.внеш02					2.431*	
Мелкие02					0.072	
Админ02_кв					-2.158	
Кр.внеш02_кв					-2.899*	
Крупнейший02						3.081**
Крупнейший02_кв						-3.658**
ЗАО	-0.151	-0.332	-0.139	-0.044	-0.176	-0.191
отрасли	**	*	**	*	*	*
ДВФО	0.078	-0.195	0.224	0.129	0.368	0.240
СЗФО	0.146	-0.331	0.305	0.143	-0.014	-0.148
СФО	-0.562+	-0.638+	-0.393	-0.503+	-0.105	-0.220
ЮФО	0.274	-0.136	0.261	0.264	0.378	0.314
УФО	-0.101	-0.637	-0.087	-0.122	-0.228	-0.296
ПФО	-0.068	-0.152	0.032	-0.032	0.305	0.138
Кол-во набл.	241	127	228	241	178	197
R <sup>2</sup>	0.25	0.19	0.30	0.27	0.32	0.29

+коэффициент. значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Приведены результаты регрессий МНК с робастными стандартными ошибками. Полное описание переменных и таблицу корреляций см. в Приложении. Отраслевые и региональные переменные, переменные ЗАО принимают значения 1, если соответствующее условие выполнено и 0 в противном случае. Крупнейший 03(02) – доля самого крупного собственника (менеджер или крупнейший внешний собственник) в 2003 (2002) году.

Чем обусловлена данная нелинейность? Когда один акционер владеет крупным, но не контролирующим пакетом акций, а остальная собственность расплылена, то существует угроза враждебного захвата компании. В этом случае крупному собственнику выгодно повышать стандарты корпоративного управления с целью более справедливого распределения доходов между акционерами, тем самым предотвращая угрозу недружественного поглощения.<sup>21</sup> Если же в руках одного акционера сосредоточен слишком большой пакет акций, то добровольные институты корпоративного управления теряют ценность, поэтому внедрять их не имеет смысла. Единственное решение в данном случае – выкуп крупным акционером акций у мелких инвесторов. Более сильная нелинейность зависимости уровня корпоративного управления от доли крупнейшего собственника в предыдущем году, чем в текущем, может означать, что собственнику необходимо время, чтобы осознать угрозу и провести необходимые улучшения в корпоративном управлении.

Остальные переменные играют менее важную роль. Во всех спецификациях наблюдается вышеупомянутый эффект размера. Наличие денежных средств на счету предприятия (переменная Ликвидность, равна ликвидным средствам на конец года/годовой объем продаж) ухудшает корпоративное управление – предприятия, располагающие свободными средствами, не нуждаются в привлечении внешних инвесторов (данный эффект не сохраняется в 2003 году). Мы также добавляли такие финансовые показатели, как отношение ликвидных средств к краткосрочным пассивам и производительность труда относительно среднеотраслевого уровня (по пятизначным отраслям ОКОНХ). Эти переменные оказались незначимыми (при этом относительная производительность положительно коррелирована с размером предприятия). Эффект доли экспорта в выручке незначим, по-видимому, этот фактор автоматически учитывается в отраслевых различиях. В закрытых акционерных обществах уровень корпоративного управления хуже, но в большинстве спецификаций отличия не значимы (регрессии по подвыборке с исключенными ЗАО также давали похожие результаты).

Отраслевые различия в уровне корпоративного управления в 2002 году приведены в Таблице 3.3.3. Как можно видеть, средние значения индекса корпоративного управления по отраслям различаются значительно. Предприятия отраслей тяжелой промышленности имеют в среднем более высокий уровень корпоративного управления по сравнению с другими отраслями. Однако, когда мы принимаем во внимание остальные факторы, включая размер предприятия и экспортную ориентацию, отраслевые отличия статистически значимы лишь в лесной, пищевой промышленности и промышленности стройматериалов, где уровень корпоративного управления ниже по сравнению с машиностроением и другими отраслями.

---

<sup>21</sup> См. модель недружественного поглощения в работе Guriev, Lazareva, Rachinsky, Tsukhlo, 2003, “Concentrated Ownership, Market for Corporate Control, and Corporate Governance.”

**Таблица 3.3.3. Корпоративное управление существенно хуже в лесной, пищевой промышленности и промышленности стройматериалов (как в среднем, так и по результатам регрессионного анализа) в 2002 году.**

Отрасли	Индекс КУ (средний по отрасли), в скобках – среднекв. отклонение	Коэффициент регрессии (отличие от машиностроения), в скобках – стандартная ошибка
11 Электроэнергетика и топливная	0.77 (1.46)	-0.56 (0.40)
12 Металлургия	0.65 (1.38)	0.18 (0.34)
13 Химия и нефтехимия	0.26 (1.54)	0.24 (0.31)
14 Машиностроение и металлообработка	0.12 (1.58)	0
15 Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная	-0.49 (1.40)	-0.62** (0.23)
16 Промышленность стройматериалов	-0.38 (1.15)	-0.49* (0.22)
17 Легкая	-0.04 (1.29)	-0.07 (0.21)
18 Пищевая	-0.07 (1.21)	-0.39* (0.20)
19 Прочие	-0.43 (1.29)	-0.94 (0.57)

\* значим на 5%; \*\* значим на 1%. В последнем столбце приведены коэффициенты и их стандартные ошибки при отраслевых фиктивных переменных из регрессии для индекса корпоративного управления (Таблица 3.3.2., спецификация (5)). Базовая отрасль в регрессии – машиностроение и металлообработка.

Отдельный интерес представляет вопрос о факторах, определяющих изменения в уровне корпоративного управления. Какие предприятия вводят новые стандарты корпоративного управления? Что заставляет предприятия отказываться от уже введенных норм? Хотя год – это не слишком большой период для изменений в корпоративном управлении, которое входит в долгосрочную стратегию предприятия, в российских условиях изменения в этой области происходят достаточно быстро. Мы пытаемся оценить факторы изменения корпоративного управления с помощью регрессионного анализа, результаты которого представлены в таблице 3.3.3а. В качестве объясняемой переменной выступает абсолютное изменение ИКУ. Как показывают данные, структура собственности в 2002 году не оказывает существенного влияния на последующие изменения в корпоративном управлении. В то же время, рост доли собственности мелких собственников связан с увеличением индекса корпоративного управления. Трудно сказать, что здесь являлось причиной, а что следствием: улучшалось ли корпоративное управление вследствие роста числа мелких собственников, или после повышения качества корпоративного управления повышалась привлекательность компании для мелких инвесторов.

Мы также оценили модель с фиксированными эффектами для каждого предприятия и получили аналогичные результаты.

К сожалению, размер подвыборки предприятий, по которым имеются данные по уровню корпоративного управления и структуре собственности в обоих раундах опросов, невелик, поэтому отсутствие статистически значимых зависимостей может быть обусловлено недостаточным количеством наблюдений.

Таблица 3.3.3а. Факторы изменения уровня корпоративного управления

	(1) (ИКУ2003 – ИКУ2002)	(2)	(3)	(4) (ИКУ2003 – ИКУ2002) (исключая выбросы)	(5)	(6)
Лог. занятость01	0.134	0.156	0.153	-0.013	-0.088	-0.081
Админ02	0.010			-0.266		
Кр.внеш02	-0.327			-0.373		
Мелкие02	0.306			0.151		
Админ_изм		-0.162			-0.340	
Кр.внеш_изм		-0.511			-0.553	
Мелкие_изм.		0.702+	0.606		0.702+	0.619
Крупнейш_изм						-0.338
Отрасли	Незнач.	**	**	*	+	Незнач.
ЗАО	-0.464+	-0.459	-0.527+	-0.536*	-0.548+	-0.529+
ДВФО	-0.031	0.076	0.205	-1.205	-2.300*	-2.137*
СЗФО	-0.460	-0.336	-0.405	-1.041	-0.824	-0.723
СФО	-0.313	-0.252	-0.261	-0.897	-0.586	-0.515
ЮФО	-0.163	-0.361	-0.261	-1.148+	-1.426*	-1.324*
УФО	0.218	0.601	0.476	-0.465	-0.454	-0.377
ПФО	-0.158	-0.161	-0.132	-1.050	-0.987+	-0.923
Кол-во набл.	143	104	110	142	103	103
Коэф. детерминации	0.15	0.20	0.20	0.16	0.24	0.23

+ коэффициент. значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Приведены результаты регрессий МНК с робастными стандартными ошибками.

## 4. Инвестиции

Главная цель любой реформы корпоративного управления – улучшение инвестиционного климата, создание условий для привлечения внешних инвестиций. Насколько эту проблему можно решить при помощи улучшения качества корпоративного поведения? Для ответа на этот вопрос мы постараемся оценить зависимость наличия и источников финансирования инвестиций от индекса корпоративного управления, построенного в предыдущем разделе. Полученные выше результаты позволяют усомниться в том, что корпоративное управление напрямую влияет на инвестиционную привлекательность. Российские предприятия (по крайней мере, входящие в нашу выборку) серьезно отличаются от модели «разделения собственности и контроля» Берле и Минса (Berle and Means, 1932) – многие из них контролируются одним внешним или внутренним собственником, поэтому для инвестиций необязательно должны быть обусловлены защитой прав мелких акционеров. Более того, обнаруженные нелинейные эффекты не позволяют надеяться на наличие простой связи между корпоративным управлением и инвестициями.

### 4.1 Наличие инвестиций и источники финансирования

В таблице 4.1.1 представлены ответы предприятий на вопрос о наличии инвестиций и источниках их финансирования. Большинство предприятий (77.6%) осуществляли инвестиции. В основном инвестиции финансировались из собственных средств. Лишь двадцать процентов предприятий использовали банковские кредиты, и менее одного процента – выпуск новых акций. Всего семь предприятий в выборке когда-либо выпускали облигации. Эти данные соответствуют данным Госкомстата о ситуации в российской промышленности в целом (см. Приложение). Отметим, что полученные результаты не сильно отличаются и от данных по другим странам, как по переходным (Bergloef and Bolton, 2002), так и по развитым (Myers, 2000).

*Таблица 4.1.1. Наличие инвестиций и источники финансирования*

	Кол-во предприятий, %
Инвестиций не было	22.4
Инвестиции за счет собственных средств	66.1
в том числе только за счет собственных средств	49.3
Банковские кредиты	21.3
Размещение новой эмиссии акций	0.7
Другие источники	6.2
Количество предприятий	947

Распределение ответов на вопрос «За счет каких средств Ваше предприятие производило инвестиции в истекшем (2001) году?». Сумма превышает 100%, так как респонденты могли выбрать более одного ответа.

В Таблице 4.1.1а представлены данные о структуре инвестиций для двух раундов опроса. Как показывают данные в таблице, структура инвестиций изменилась незначительно. Лишь доля предприятий, привлекавших кредиты, выросла на 7 процентов, однако доля кредитов в общем объеме финансирования составила всего около 16 процентов. Несмотря на рост рынка облигаций, лишь одно из опрошенных предприятий использовало этот инструмент в 2003 году.

Таблица 4.1.1а Изменения в структуре инвестиций

За счет каких средств Ваше предприятие производило инвестиции в истекшем году?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос, для предприятий, участвовавших в обоих раундах		Доли инвестиций (если их сумма равна 100%)
	2002 год	2003 год	2003 год
инвестиций не было	18.83	22.91	
собственные средства	71.67	71.09	75.59
банковские кредиты	21.50	28.48	15.83
облигации	-	0.21	0.00
размещение новой эмиссии акций	1.00	0.86	0.48
Ср-ва собственника/инвестора	-	7.71	5.07
Бюджет и внебюджет.фонды	-	4.71	1.87
другое	6.00	3.85	1.16
Количество ответивших	600	467	324

В Таблице 4.1.2 представлены различные характеристики предприятий по источникам финансирования инвестиций в 2002 году. Структура собственности не играет большой роли, за исключением доли мелких акционеров. Чем большее количество акций контролируют мелкие акционеры, тем меньше предприятие привлекает внешних инвестиций.<sup>22</sup>

Существенна и отраслевая специфика. Экспортные отрасли инвестируют больше, но в основном за счет собственных средств. Отрасли, работающие на внутренний рынок, инвестируют меньше и вынуждены привлекать внешние средства

Вопрос о ставке процента, под которую предприятие согласно привлекать заемные средства, дает представление о доходности инвестиционных проектов, по крайней мере, о том, как доходность воспринимается руководством предприятия. Приведенные в Таблице ответы показывают, что предприятия с низкой ставкой доходности скорее не инвестируют, или (реже) инвестируют из собственных средств, в то время как предприятия с более высокой ставкой доходности инвестируют, причем относительно чаще – за счет внешних источников.

Самым интересным результатом является отсутствие корреляции инвестиций и корпоративного управления. Хотя между наличием инвестиций и индексом корпоративного управления и имеется положительная связь, величина эффекта мала. Кроме того, корпоративное управление не влияет на возможность привлечения кредитов. Конечно, корпоративное управление существенно увеличивает шансы привлечь инвестиции путем эмиссии акций (этот эффект статистически значим), однако, количество таких предприятий в нашей выборке настолько мало, что вряд ли можно с уверенностью говорить о наличии такой взаимосвязи.

<sup>22</sup> Эта контринтуитивная связь исчезает в регрессиях (см. ниже). Впрочем, и отрицательная связь между количеством мелких акционеров и привлечением инвестиций может быть объяснена повышением издержек управления компанией при наличии мелких акционеров.

Таблица. 4.1.2. Характеристики предприятий по источникам инвестиций в 2002 году

	источники инвестиций					
	Всего	Нет	Собств.	Кредиты	Эмиссия	Другое
Средняя доля крупного внешнего собственника	23.9	22.8	23.8	26.8	30.4	29.5
Средняя доля собственности администрации	19.3	17.2	20.4	19.7	6.0	13.6
Средняя доля мелких собственников	23.6	24.8	24.6	18.6	36.4	26.5
Индекс корпоративного управления	0	-0.2	0.2	0.2	1.9	-0.2
<b>Под какой МАКСИМАЛЬНЫЙ процент В ВАЛЮТЕ Вы готовы привлечь ДОЛГОСРОЧНЫЙ банковский кредит?</b>						
1) нет потребности	25.8	36.0	29.1	19.8	14.3	33.3
2) 5-10%	52.3	55.6	64.3	70.9	85.7	62.8
3) 11-20%	5.7	7.4	6.1	9.3	0.0	2.0
4) >20%	0.5	1.1	0.5	0.0	0.0	2.0
<b>Отрасли</b>						
11. Электроэнергетика и топливная	3.9	0.9	4.8	2.4	0.0	6.8
12. Metallургическая	4.4	3.1	5.3	7.3	0.0	0.0
13. Химическая	4.5	4.4	4.4	4.4	33.3	6.8
14. Машиностроительная	38.5	38.3	42.4	35.4	44.4	32.2
15. Деревообрабатывающая	10.9	13.7	9.5	8.3	11.1	15.3
16. Стройматериалов	9.5	11.0	9.1	7.8	0.0	10.2
17. Легкая	13.2	18.5	10.1	13.1	11.1	11.9
18. Пищевая	13.4	8.4	13.1	18.0	0.0	13.6
19. Другие	1.8	1.8	1.3	3.4	0.0	3.4
<b>Размер</b>						
1-500 человек	34.3	49.3	28.0	30.1	22.2	25.4
500-1000 человек	25.7	27.3	25.0	19.9	0.0	33.9
1000-5000 человек	32.0	21.2	35.5	38.4	66.7	33.9
более 5000 человек	8.0	2.2	11.6	11.7	11.1	6.8
количество предприятий	1261	227	640	206	9	59

Для каждой категории наличия и источника финансирования инвестиций приведены средние значения показателей, приведенных в левом столбце.

## 4.2 Факторы, определяющие наличие инвестиций

В Таблице 4.2.1 представлены результаты оценок зависимости наличия инвестиции от различных переменных, таких как структура собственности, размер, рентабельность, отраслевая и региональная специфика, доля экспорта в продажах и т.д., в 2002 году.

Оказывается, что, если учитывать размер, отраслевую принадлежность и структуру собственности, наличие инвестиций не зависит от корпоративного управления. Как показано выше, корпоративное управление и структура собственности коррелированы, поэтому особенно интересно, что коэффициенты именно при переменных структуры собственности значимы, а при корпоративном управлении – нет. Консолидация собственности в руках администрации и крупного внешнего собственника увеличивает вероятность инвестиций (при заданном уровне корпоративного управления), а эффект корпоративного управления при заданной структуре собственности – не значим.

Это можно объяснить тем, что собственность слишком концентрирована. Для того чтобы проверить эту гипотезу, мы включили в регрессию переменную Мелкие\*ИКУ, (произведение доли акций мелких акционеров и индекса корпоративного управления). Коэффициент положителен и значим – доля мелких акционеров и уровень корпоративного управления взаимно дополняют друг друга с точки зрения инвестиций. Чем выше доля акций в распоряжении мелких собственников, тем больше влияние корпоративного управления на инвестиции.<sup>23</sup>

Мы также включили в регрессию член Админ\*ИКУ, чтобы понять, являются ли консолидация собственности в руках администрации и корпоративное управление взаимозаменяемыми или взаимодополняющими факторами. Коэффициент при Админ\*ИКУ отрицателен и значим, что означает, что корпоративное управление (понимаемое как уровень защиты внешних инвесторов) и концентрация собственности являются субститутами. Хотя уровень корпоративного управления не влияет на инвестиции сам по себе, он ослабляет положительный эффект консолидации собственности в руках администрации. Чем выше уровень защиты внешних акционеров, тем меньше контроля дает администрации каждый дополнительный процент акций, и, следовательно, тем меньше инвестиций. Наконец, мы пытались включить в регрессию *Кр.внеш\*ИКУ*; коэффициент при этом члене оказался незначим, остальные коэффициенты не изменились

Эффект других факторов предсказуем: размер и рентабельность предприятия увеличивают вероятность инвестиций. Отрасли ТЭК инвестируют гораздо больше, чем остальные. Впрочем, предприятия лесной и пищевой промышленности инвестируют на 10-14% чаще, чем предприятия в других неэнергетических отраслях. Отраслевые переменные поглощают эффект доли экспорта в продажах, так что последний оказывается незначимым.

<sup>23</sup> В спецификации (3) величина эффекта ИКУ равна  $-0.016+0.129*\text{Мелкие}$ . Таким образом, в отсутствие мелких акционеров эффект корпоративного управления незначим (и даже отрицателен). Если же доля мелких акционеров составляет, например, 50%, то эффект корпоративного управления положителен и достаточно велик ( $-0.016+0.129*0.5=0.049$ ).

Таблица 4.2.1. Наличие инвестиций не зависит от корпоративного управления

	(1)	(2)	(3)	(4)
Лог продаж	0.088**	0.068**	0.065**	0.095**
Рентабельность	0.681**	0.829**	0.787**	1.035**
Спрос на кредит	0.039	0.033	0.056	
Админ	0.137	0.077	0.171*	0.266*
Кр.внеш.	0.220*	0.199*	0.178+	0.180+
Мелкие	0.084	0.208+	0.050	
ИКУ	-0.016	0.025	-0.024	0.008
Админ*ИКУ		-0.223**	-0.172*	-0.203*
Мелкие*ИКУ			0.198**	
Экспорт	-0.078	-0.042	-0.076	0.037
Металлургия	-0.178	-0.066	-0.027	-0.137
Химия и нефтехимия	-0.133	-0.087	-0.040	-0.161
Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная	0.133*	0.116*	0.091*	0.098
Промышленность стройматериалов	0.034	0.046	0.029	0.012
Легкая	-0.024	0.011	-0.023	-0.050
Пищевая	0.137*	0.131*	0.140**	0.112+
Наличие плана реконструкции				0.040
<i>Количество наблюдений</i>	181	181	181	222
<i>Псевдо R<sup>2</sup></i>	0.29	0.34	0.39	0.29

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Зависимая переменная принимает значение 0, если инвестиций в прошлом году не было, и значение 1, если инвестиции были. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи регрессии пробит. Региональные переменные (не показаны) не значимы. ИКУ – индекс корпоративного управления. Базовая отрасль – машиностроение и металлообработка. Так как в энергетике все предприятия осуществляли инвестиции, эта отрасль исключена из регрессии.

Факторы, определявшие наличие инвестиций в 2003 году представлены в Таблице 4.2.1а. В отличие от 2002 года, структура собственности и качество корпоративного управления, а также их взаимодействие в 2003 году не влияют на наличие инвестиций. Возможно, что инвесторы не сразу могут оценить нововведения в корпоративном управлении. Влияет ли качество корпоративного управления в 2002 году на наличие и источники инвестиций в 2003 году? Как ни странно, прошлогодний уровень корпоративного управления показывает отрицательный эффект на инвестиции в 2003 году. Возможное объяснение эффекта – косвенный эффект концентрации собственности, которая влияет на инвестиции и нелинейно связана с уровнем корпоративного управления. В то же время, рост уровня ИКУ положительно связан с наличием инвестиций.

Таблица 4.2.1а. Факторы, определяющие наличие инвестиций в 2003 году.

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Лог.продаж01	0.063**	0.063**	0.192**	0.207**	0.062**
Рентабельность_02	0.078	0.080	-0.012	-0.035	0.031
Админ03	0.036	0.034			
Кр.внеш03	-0.043	-0.042			
Мелкие03	-0.052	-0.051			
ИКУ2003	0.009	0.001			
ИКУ*Админ03		0.009			
ИКУ*Мелкие03		0.038			
(ИКУ2003-ИКУ2002)					0.036+
Админ02			0.065	0.008	
Кр.внеш02			-0.039	-0.051	
Мелкие02			0.074	0.089	
ИКУ2002			-0.053	-0.116+	
ИКУ*Админ02				0.338*	
ИКУ*Мелкие02				-0.004	
Отрасли	**	**	**	**	**
Кол-во набл.	203	203	118	118	186

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Зависимая переменная принимает значение 0, если инвестиций в прошлом году не было, и значение 1, если инвестиции были. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи регрессии пробит.

### 4.3 Факторы, определяющие источники инвестиций

Корпоративное управление может оказывать влияние не только на наличие инвестиций, но и на источники их финансирования. В Таблице 4.3.1 представлены оценки зависимости вероятности внешних инвестиций (при условии, что инвестиции имели место) от различных характеристик предприятия в 2002 году. Большинство факторов не значимы, в том числе и размер, и структура собственности, и корпоративное управление. Главным образом внешнее финансирование объясняется всего двумя переменными – наличием свободных ликвидных активов и наличием плана реконструкции. Чем больше у предприятия ликвидных средств, тем более вероятно, что оно воспользуется собственными средствами для осуществления инвестиций. Это вполне согласуется с современными представлениями об издержках внешнего финансирования. Заметим, что добавление переменной Ликвидность в регрессию удваивает объясняющую силу регрессии.

Наличие плана реконструкции увеличивает вероятность внешнего финансирования. Это также вполне предсказуемый результат, однако, возникает новый вопрос – что определяет наличие самого плана? В Приложении приведены результаты регрессий, которые показывают, что вероятность наличия плана реконструкции положительно связана с размером предприятий и долей акций у крупнейшего внешнего собственника.

Еще один интересный результат – доля акций в распоряжении мелких акционеров в некоторых спецификациях отрицательно влияет на вероятность внешних инвестиций. Это, впрочем, не так странно, если учесть, что подавляющее большинство внешних инвестиций – это банковские кредиты, а не эмиссия акций.

Результаты для второго раунда, представленные в Таблице 4.3.1а, различаются незначительно. Наличие ликвидных средств становится незначимым, в то же время наличие плана реконструкции сохраняет свою значимость. Уровень корпоративного управления в 2002 и 2003 году по-прежнему незначим, однако рост индекса корпоративного управления положительно связан с наличием внешних инвестиций в 2003 году. Этот эффект становится незначимым при добавлении переменной о наличии плана реконструкции, однако наличие плана реконструкции в свою очередь определяется структурой собственности, а значит, косвенно связано с уровнем корпоративного

**Таблица 4.3.1. Внешнее финансирование более вероятно на предприятиях, которые не располагают свободными финансовыми ресурсами, но имеют план реконструкции и развития. Структура собственности и корпоративное управление не влияют на источники финансирования.**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)
Лог продаж	-0.006	-0.004	-0.022	0.031	-0.042	-0.011
Ликвидность	-3.476**	-3.028*		-0.892	-2.593**	-3.676**
Наличие плана реконструкции	0.180*		0.067	0.177*	0.186*	0.189*
Админ	-0.204	-0.244	-0.099	-0.140	-0.053	-0.224
Кр.внеш.	0.063	0.136	0.193	0.069	0.102	
Мелкие	-0.279+	-0.314*	-0.196	-0.170		-0.288+
ИКУ	0.003	0.017	0.018		0.012	0.004
Экспорт	0.026	-0.007	-0.095	-0.042	-0.049	0.035
ДВФО	0.126	0.098	-0.103	0.079	0.093	0.132
СЗФО	-0.063	-0.069	-0.088	-0.053	-0.111	-0.085
СФО	0.214	0.232	0.127	0.266+	0.049	0.206
ЮФО	-0.220	-0.192	-0.159	-0.209+	-0.241+	-0.220
УФО	0.199	0.186	0.191	0.060	0.173	0.204
ПФО	0.222*	0.232*	0.093	0.219*	0.237*	0.230*
<i>Количество наблюдений</i>	<i>157</i>	<i>158</i>	<i>201</i>	<i>203</i>	<i>176</i>	<i>159</i>
<i>Псевдо R<sup>2</sup></i>	<i>0.20</i>	<i>0.18</i>	<i>0.10</i>	<i>0.14</i>	<i>0.16</i>	<i>0.20</i>

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи регрессии пробит. Зависимая переменная принимает значение 0, если предприятие инвестировало только из внутренних средств, и значение 1 в обратном случае (только для тех предприятий, которые инвестировали). Отраслевые переменные включены в регрессию, но не показаны (не значимы).

управления. Доля собственности в руках мелких акционеров еще более значимо отрицательно влияет на возможность привлечения внешнего финансирования – результат, который требует дальнейшего объяснения. Возможно, он связан с риском корпоративного шантажа или враждебного захвата, который увеличивается при наличии мелких акционеров и отпугивает инвесторов.

**Примечание.** В разделах 4.2 и 4.3 мы по отдельности оценили зависимости наличия инвестиций и источников инвестиций от различных переменных. Эти величины, безусловно, не являются независимыми, и оценивать их, вообще говоря, необходимо совместно. В Приложении приводятся результаты мультиномиальных логит-оценок, которые показывают, что результаты не отличаются от приведенных в разделах 4.2 и 4.3 пробит-оценок.

Таблица 4.3.1а Факторы, определяющие внешнее финансирование в 2003 году.

	1	2	3	4	5	6
Лог продаж 01	0.057+	0.125*	0.062+	0.038	0.067+	0.057
Админ03	0.236	0.173	0.300		0.190	0.253
Кр.внеш03	0.027	0.277	0.174		0.067	0.194
Мелкие03	-0.510**	-0.496*	-0.573**	-0.513**	-0.534*	-0.569*
Крупнейш03				0.251+		
ИКУ2003	0.026	0.005		0.027		
ИКУ2002			-0.005			
(ИКУ2003- ИКУ2002)					0.068+	0.056
План реконстр		0.306**	0.320**	0.267**		0.303**
Ликвидность02		-1.605				
Отрасли	**	**	**	**	**	**
Кол-во набл.	172	101	131	164	121	116
Псевдо $-R^2$	0.13	0.27	0.18	0.17	0.13	0.19

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи регрессии пробит. Зависимая переменная принимает значение 0, если предприятие инвестировало только из внутренних средств, и значение 1 в обратном случае (только для тех предприятий, которые инвестировали).

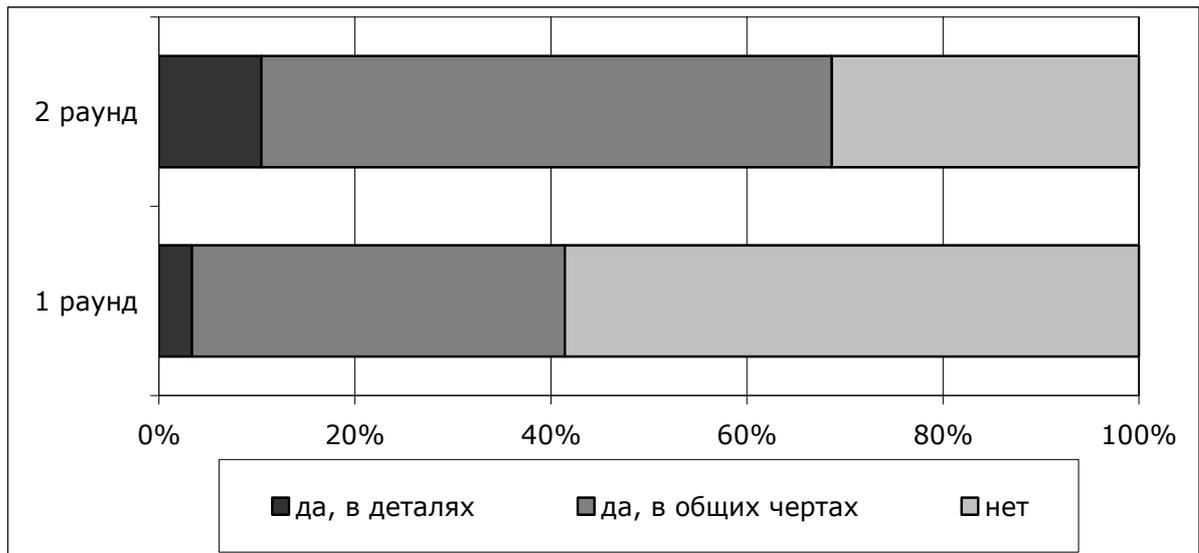
## 5. Кодекс корпоративного поведения и спрос на корпоративное управление

В предыдущих разделах мы рассматривали фактически реализованные на предприятиях меры по улучшению корпоративного управления и имевшие место внутренние и внешние инвестиции. В данном разделе нас будет интересовать отношение к Кодексу корпоративного поведения и намерения руководителей предприятий внедрить отдельные положения.

### 5.1 Осведомленность о Кодексе

Исследование отношения к Кодексу необходимо начать с определения осведомленности руководителей о нем и его отдельных положениях. На рисунке 5.1.1 показана осведомленность предприятий о кодексе летом 2002 года, то есть вскоре после его опубликования, и летом 2003 года. Треть ответивших на данную анкету в 2002 году руководителей сказали, что знакомы с Кодексом в деталях или общих чертах, и лишь 4 процента были знакомы с ним в деталях. Впрочем, около половины предприятия, не знавших о Кодексе летом 2002 года, ознакомились с ним хотя бы в общих чертах в течение года (видимо, не последнюю роль в этом сыграл и сам опрос).

*Рис. 5.1.1. Осведомленность о Кодексе (для 268 предприятий, ответивших на вопрос в обоих раундах).*



Семь вопросов анкеты относились к приемлемости отдельных положений кодекса и имели три возможных ответа (приемлемо, неприемлемо, сложно оценить). Компании, знакомые с Кодексом, реже выбирали в качестве ответа последний, что отчасти свидетельствует об образовательной роли Кодекса.

*Таблица 5.1.2. Предприятия, знакомые с Кодексом, более определенно отвечают на вопросы о приемлемости отдельных его положений*

	затруднились ответить на все 7 вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса	ответили определенно хоть на один вопрос о приемлемости отдельных положений Кодекса	всего
Не знакомы с Кодексом	123	280	403
Знакомы с Кодексом	24	244	268
Всего	147	524	671

## 5.2 Востребованность Кодекса

В таблице 5.2.1 представлена статистика ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений кодекса и кодекса в целом по 886 предприятиям в процентах от числа ответивших на данную анкету в 2002 году.

Как видно из Таблицы, приемлемость различных положений кодекса сильно варьируется, а на вопрос о приемлемости кодекса в целом ответило заметно меньшее количество компаний. Среди компаний, не ответивших на вопрос о приемлемости кодекса в целом, больше тех, кто не знаком с кодексом, или затруднился с оценкой приемлемости всех семи вопросов об отдельных положениях кодекса.

На рисунке 5.2.2 представлено распределение ответов на семь вопросов анкеты относительно приемлемости отдельных положений кодекса. Пик в верхнем углу соответствует 159 компаниям, выбравшим в качестве ответа «сложно оценить» на все семь вопросов. Шесть компаний ответили, что для них все положения кодекса неприемлемы (правый нижний угол). Наибольшее число компаний находится ближе к левому нижнему углу. Такие компании ответили, что большинство положений кодекса для них приемлемо.

**Таблица 5.2.1. Руководители предприятий считают большинство положений Кодекса скорее приемлемыми, чем неприемлемыми (за исключением требований раскрытия информации и избрания независимых директоров)**

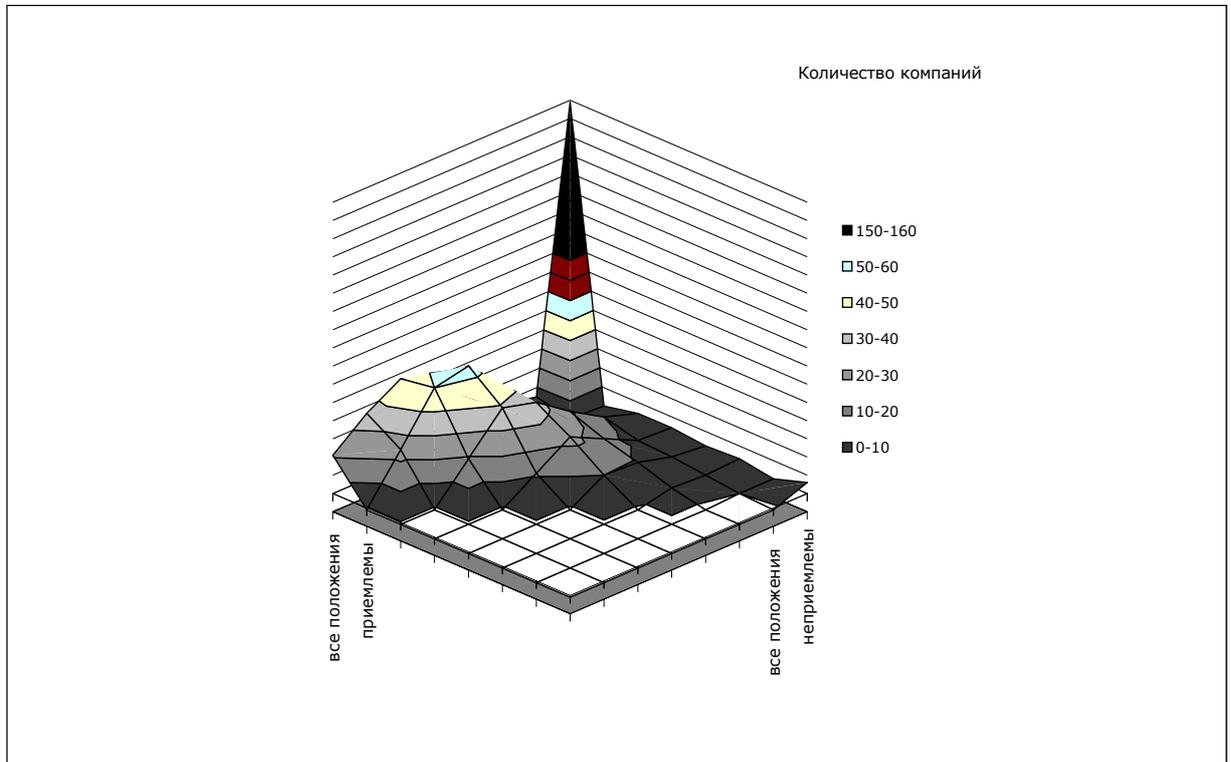
	да, все АО с числом акционеров более 1000 обязаны это делать	да, мы готовы делать это добровольно	Нет	Всего
В процентах от всех опрошенных:				
Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?	14	33	20	67
<b>Как Вы оцениваете приемлемость внедрения для Вашего предприятия ключевых положений проекта Кодекса корпоративного управления (в том числе с учетом необходимых "денежных" издержек)</b>	<b>приемлемо</b>	<b>неприемлемо</b>	<b>сложно оценить</b>	<b>Всего</b>
предоставление полного, равного и своевременного доступа к информации об АО для всех акционеров (в частности, при проведении общего собрания)	49	8	28	85
раскрытие информации для широкой публики (в проспекте эмиссии, ежеквартальных и годовых отчетах)	28	23	33	84
контроль за инсайдерской информацией, неиспользование в личных целях конфиденциальной информации об обществе	24	7	52	84
избрание независимых директоров в состав совета директоров	27	22	35	84
обеспечение прав мелких акционеров при проведении крупных сделок, реорганизаций (преимущественное право, одобрение общим собранием)	28	17	39	84
привлечение независимого оценщика при проведении крупных сделок, реорганизаций, независимые аудиторские проверки	48	7	29	84
установление четкого порядка выплаты дивидендов	49	5	30	84

Чем большее число положений Кодекса приемлемо для компаний, тем выше вероятность того, что Кодекс приемлем в целом. Данная зависимость представлена на рисунке 5.2.3.

Ответы на семь вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса коррелированы друг с другом (Таблица 5.2.4). Чтобы построить скалярный индекс спроса на Кодекс, мы воспользовались методом главных компонент. Результаты

представлены в Таблице 5.2.5. Первая компонента объясняет 30 процентов общей вариации, что заметно больше объясняющей силы второй и третьей компонент (по 14 процентов), а также имеет вдвое большее собственное значение. Вес семи вопросов в первой главной компоненте примерно одинаков.<sup>24</sup>

**Рис. 5.2.2. Большинство компаний, осведомленных об отдельных положениях Кодекса, считают их приемлемыми.**

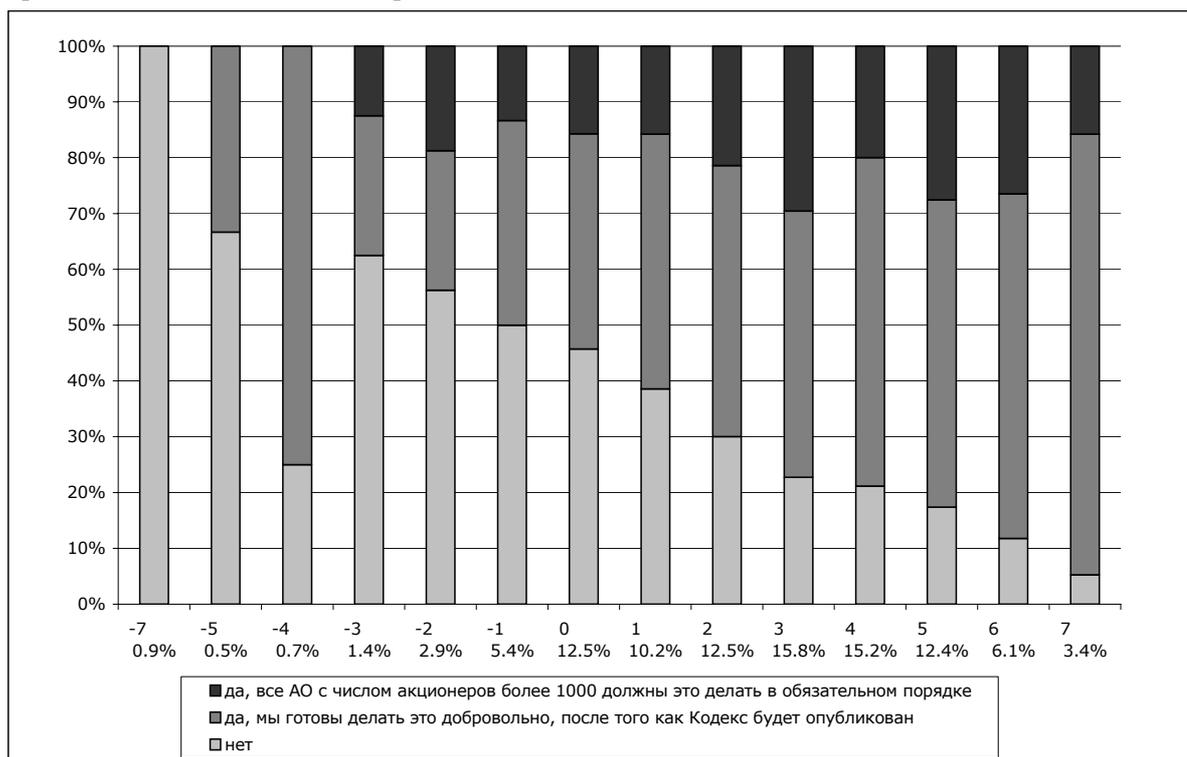


Распределение суммы ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса в 2002 году. По горизонтальным осям отложены количество положений Кодекса, которые данное предприятие считает приемлемыми (левая ось) и неприемлемыми (правая ось). По вертикальной оси отложено количество предприятий (также выделено цветом). Распределение имеет два пика. Во-первых, это пик в дальнем углу, где находятся предприятия, которые затруднились оценить приемлемость всех семи положений. Второй пик расположен слева, то есть включает предприятия, которые считают большинство положений приемлемыми. В правой части диаграммы предприятий практически нет. Таким образом, те предприятия, которые готовы оценить приемлемость отдельных положений, считают их скорее приемлемыми, чем неприемлемыми.

Таким образом, в дополнение к информации о приемлемости Кодекса в целом, мы построили индекс спроса на отдельные положения Кодекса.

<sup>24</sup> Корреляция между первой главной компонентой и невзвешенной суммой положительных ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений минус сумма отрицательных ответов составляет 97%.

**Рис.5.2.3. Чем большее число положений кодекса приемлемо для компаний, тем выше вероятность того, что Кодекс приемлем в целом.**



На рисунке представлено распределение ответов по отношению к отдельным положениям Кодекса. По горизонтальной оси отложена алгебраическая сумма ответов на семь вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса (положительные ответы учитываются со знаком «плюс», отрицательные – со знаком «минус»), а также доля данной категории в выборке в процентах.

**Таблица 5.2.4. Ответы на вопросы о приемлемости отдельных положений коррелированы друг с другом.**

	B1	B2	B3	B4	B5	B6	B7
B1	1						
B2	0.21**	1					
B3	0.20**	0.17**	1				
B4	0.03	0.08*	0.07 <sup>+</sup>	1			
B5	0.23**	0.10**	0.17**	0.12**	1		
B6	0.35**	0.12**	0.22**	0.15**	0.28**	1	
B7	0.24**	0.05	0.22**	0.13**	0.14**	0.35**	1

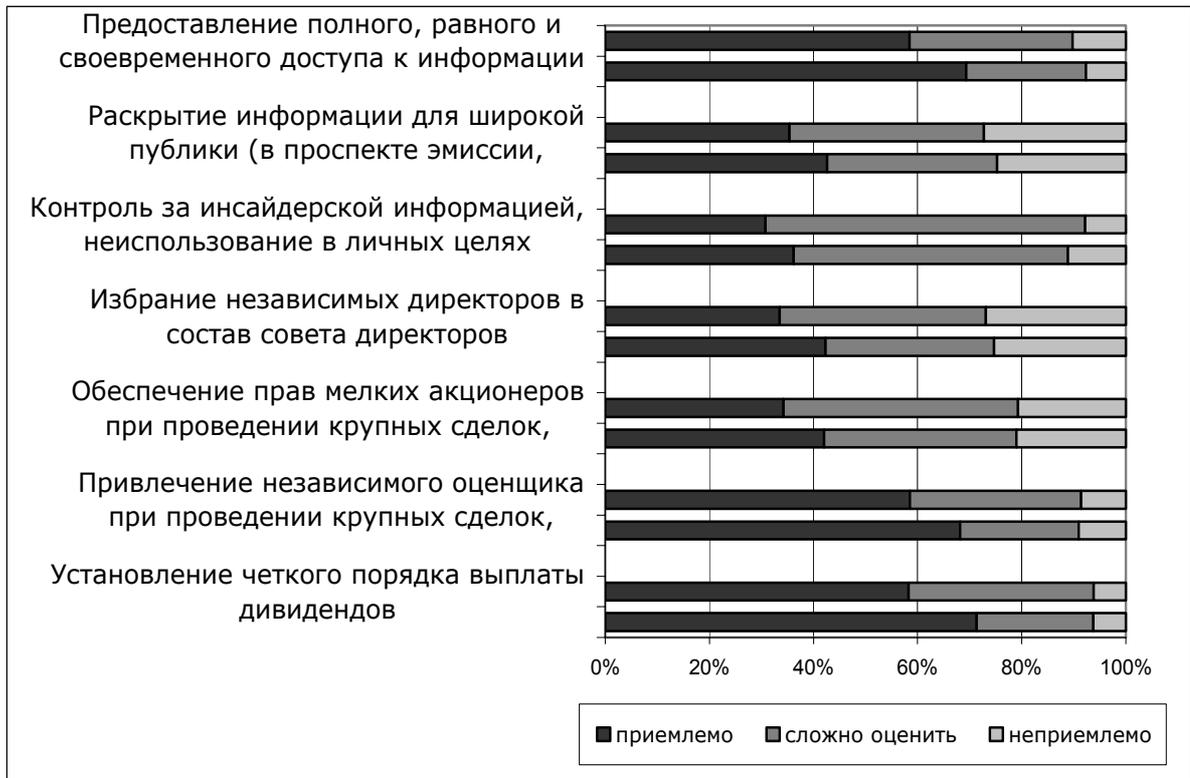
+ значима на 10%; \* значима на 5%; \*\* значима на 1%

**Таблица 5.2.5. Результат анализа ответов на семь вопросов о спросе на отдельные положения Кодекса проведенного методом главных компонент.**

Компонента	Собственное значение	Доля объясненной вариации		Собственные векторы		
				1	2	3
1	2.10	0.30	Вопрос1	0.45	0.25	-0.24
2	1.01	0.45	Вопрос2	0.26	0.67	0.48
3	0.97	0.58	Вопрос3	0.37	0.22	-0.04
4	0.87	0.71	Вопрос4	0.21	-0.51	0.78
5	0.81	0.82	Вопрос5	0.37	-0.03	0.07
6	0.65	0.92	Вопрос6	0.50	-0.19	-0.17
7	0.59	1.00	Вопрос7	0.41	-0.38	-0.28

Как изменилось отношение предприятий к Кодексу в течение года после первого опроса? Рисунок 5.2.3а представляет сравнительные результаты двух раундов. Для каждого из положений Кодекса доля предприятий, считающих это положение приемлемым, возросло. Однако этот рост произошел в основном за счет предприятий, которые в первом раунде затруднились с ответом, то есть не имели достаточной информации о Кодексе. Доля давших отрицательный ответ практически не изменилась. По-прежнему самыми затратными положениями Кодекса для предприятий являются раскрытие информации, избрание независимых директоров и обеспечение прав мелких акционеров.

**Рис.5.2.3а. Приемлемость элементов корпоративного управления в первом (верхняя строка) и во втором раунде (нижняя строка). В процентах от числа ответивших на данный вопрос, из участвовавших в обоих раундах (в первом раунде около 500 ответов, во втором около 350)**



### 5.3 Факторы, определяющие спрос на стандарты корпоративного управления

Под спросом на корпоративное управление мы будем понимать готовность предприятий раскрывать информацию о соответствии практики поведения на предприятии рекомендациям Кодекса. Отсутствие ответа на вопрос о приемлемости кодекса в целом при условии, что предприятие ответило на другие вопросы анкеты, связанные с кодексом, мы рассматриваем как неготовность предприятия к раскрытию информации о соответствии практики поведения на предприятии рекомендациям кодекса.

Таблица 5.3.1. Половина предприятий положительно относятся к Кодексу (2002 год).

Независимая переменная	Количество наблюдений	Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса	Количество наблюдений
Спрос=0	474	Нет ответа	295
		Нет	179
Спрос=1	413	Да, мы готовы делать это добровольно, после того как Кодекс будет опубликован	289
		Да, все АО с числом акционеров более 1000 должны это делать в обязательном порядке	124
Всего	887		887

Спрос на Кодекс определяется следующим образом: Спрос=0, если предприятия отвечают отрицательно или не отвечают на вопрос о следовании рекомендациям Кодекса, Спрос=1, если предприятия готовы следовать рекомендациям Кодекса добровольно или считают необходимым его внедрение в обязательном порядке.

Во втором раунде вопросы о готовности раскрывать информацию о соблюдении Кодекса и о том, должен ли Кодекс принять статус закона, были заданы отдельно. Интересно, что 61 процент предприятий считают, что Кодекс должен принять статус закона, но лишь чуть больше половины из них готовы раскрывать информацию о своем соблюдении положений Кодекса.

В таблице 5.3.2 приведены результаты оценки зависимости спроса на Кодекс в целом от различных факторов в 2002 году. Оказывается, что спрос на Кодекс в первую очередь определяется осведомленностью о нем, его отдельных положениях и спросом на отдельные положения. В таблице 5.3.3 добавлены переменные, более подробно описывающие структуру собственности. Чем больше доля крупных и мелких внешних акционеров, тем больше спрос на Кодекс. При этом влияние доли мелких собственников приблизительно в два раза больше, чем влияние доли акций самого крупного внешнего инвестора.

Мы также включали в регрессии информацию о ставке процента, под которую предприятие готово взять долгосрочный кредит, наличие ликвидных активов. Ни эти, ни другие переменные не оказывают значимого влияния на спрос на Кодекс. Из вопросов, связанных с инвестициями, наибольшее влияние на спрос на кодекс оказывает наличие плана реконструкции и развития.

Таким образом, спрос на Кодекс в целом, определяется отношением к отдельным его положениям. От чего зависит приемлемость отдельных положений Кодекса? В Таблице 5.3.4 представлены факторы, определяющие Спрос<sub>7</sub> – первую главную компоненту, построенную по 7 вопросам о приемлемости отдельных положений кодекса. Спрос на отдельные положения определяется, в первую очередь, долей мелких акционеров и индексом корпоративного управления, то есть фактически тем, насколько положения Кодекса уже реализованы на предприятии. Интересно, что спрос на отдельные положения Кодекса убывает по доле экспорта в продажах (при прочих равных).

Интересно, что спрос на корпоративное управление зависит от текущего уровня корпоративного управления не только и не столько на данном предприятии, а на других предприятиях данной отрасли. Как видно из Таблицы 5.3.4, средний уровень корпоративного управления на других предприятиях отрасли положительно влияет на спрос на корпоративное управление на данном предприятии. Этот результат может объясняться тем, что, если прочие предприятия отрасли имеют высокий уровень корпоративного управления, то и данное предприятие вынуждено внедрять стандарты

корпоративного управления, чтобы привлечь инвесторов, которые в противном случае уйдут к конкурентам. По-видимому, и издержки раскрытия информации гораздо выше, если другие предприятия в отрасли остаются непрозрачными. В любом случае, стимулы предприятия к внедрению норм корпоративного управления очень сильно зависят от поведения других предприятий. Коэффициенты при отраслевом индексе корпоративного управления существенно больше, чем при уровне корпоративного управления на данном предприятии (Таблица 5.3.4). Более того, более половины отраслевых различий в спросе на положения Кодекса объясняются среднеотраслевым уровнем корпоративного управления (Рисунок 5.3.5).

**Таблица 5.3.2. Спрос на Кодекс определяется осведомленностью о нем, его отдельных положениях, спросом на отдельные положения и наличием мелких акционеров.**

	(1)	(2)	Комментарии
Нет_ответа7	-0.554**	-0.609**	Предприятия, затруднившиеся с ответом на вопросы о приемлемости отдельных положений кодекса, менее готовы принимать кодекс в целом.
Спрос7	0.104**		Чем большее число положений Кодекса приемлемо для предприятий, тем вероятнее, что и Кодекс в целом будет приемлем.
Нет_ответа_Кодекс	-0.146*	-0.146**	Предприятия, не знакомые с кодексом, предъявляют меньший спрос на кодекс
Наличие плана реконструкции	0.187**	0.193**	Предприятия, имеющие план реконструкции и развития, предъявляют более высокий спрос на кодекс
Мелкие	0.137	0.171+	Предприятия с большей долей мелких акционеров предъявляют более высокий спрос на кодекс
Экспорт	-0.044	-0.149	Доля экспорта в выручке предприятия не влияет на спрос на кодекс
Лог продаж	0.011	0.012	Размер предприятия (объем продаж) не влияет на спрос на Кодекс
<i>Количество наблюдений</i>	472	472	

**Таблица 5.3.3 Спрос на Кодекс в целом больше в акционерных обществах с большей долей собственности у мелких и крупных внешних акционеров.**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Нет_ответа7	-0.554**	-0.530**	-0.512**	-0.611**	-0.556**
Спрос7	0.104**	0.115**	0.101**		0.104**
Нет_ответа_Кодекс	-0.146*	-0.177**	-0.163**	-0.146*	-0.150**
Наличие плана реконструкции	0.187**	0.164**	0.157**	0.195**	0.189**
Админ		-0.129		-0.083	-0.067
Кр.внеш				0.067	0.068
Мелкие	0.137			0.141	0.105
Экспорт	-0.044	-0.091	0.014	-0.167	-0.066
Лог продаж	0.011	0.019	-0.002	0.021	0.022
<i>Количество наблюдений</i>	472	523	519	461	461
<i>Псевдо R<sup>2</sup></i>	0.32	0.32	0.29	0.29	0.32

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи регрессии пробит. Зависимая переменная – Спрос. Региональные отличия не значимы, отраслевые значимы и аналогичны отраслевым различиям в Таблице 5.3.2.

**Таблица 5.3.4. Спрос на отдельные положения Кодекса определяется текущим уровнем корпоративного управления на предприятии, средним уровнем по отрасли и наличием мелких акционеров.**

	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)
Нет_ответа_Кодекс	-0.193	-0.243+	-0.242+	-0.246+	-0.214
ИКУ	0.148*	0.145*	0.148*	0.144*	0.136+
Средний ИКУ по отрасли		0.832*	0.823*	0.835*	0.716+
Наличие плана реконструкции	0.12	0.102		0.107	0.109
Спрос на кредит			-0.001		
Админ					-0.332
Кр.внеш					0.27
Мелкие	0.540*	0.477+	0.454+	0.482+	0.455+
Экспорт	-0.919+	-0.866+	-0.871+	-0.871+	-0.881+
Лог продаж	-0.032	-0.01	-0.006	-0.008	-0.012
Ликвидность				-0.766	
<i>Количество наблюдений</i>	400	400	400	400	391
<i>Псевдо R<sup>2</sup></i>	0.11	0.09	0.09	0.09	0.09

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Представлены оценки МНК. Зависимая переменная – Спрос7 (главная компонента ответов на семь вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса). Региональные переменные включены в регрессию (незначимы). Отраслевые переменные включены только в регрессию (1). Переменная Средний ИКУ по отрасли посчитана по всем предприятиям отрасли за исключением данного.

**Рис. 5.3.5. Средний по отрасли спрос на корпоративное управление (с учетом остальных факторов определяющих спрос) Отраслевые переменные в регрессии Спроса (Таблица 5.3.4) на 54 процента объясняются состоянием корпоративного управления в среднем по отрасли.**

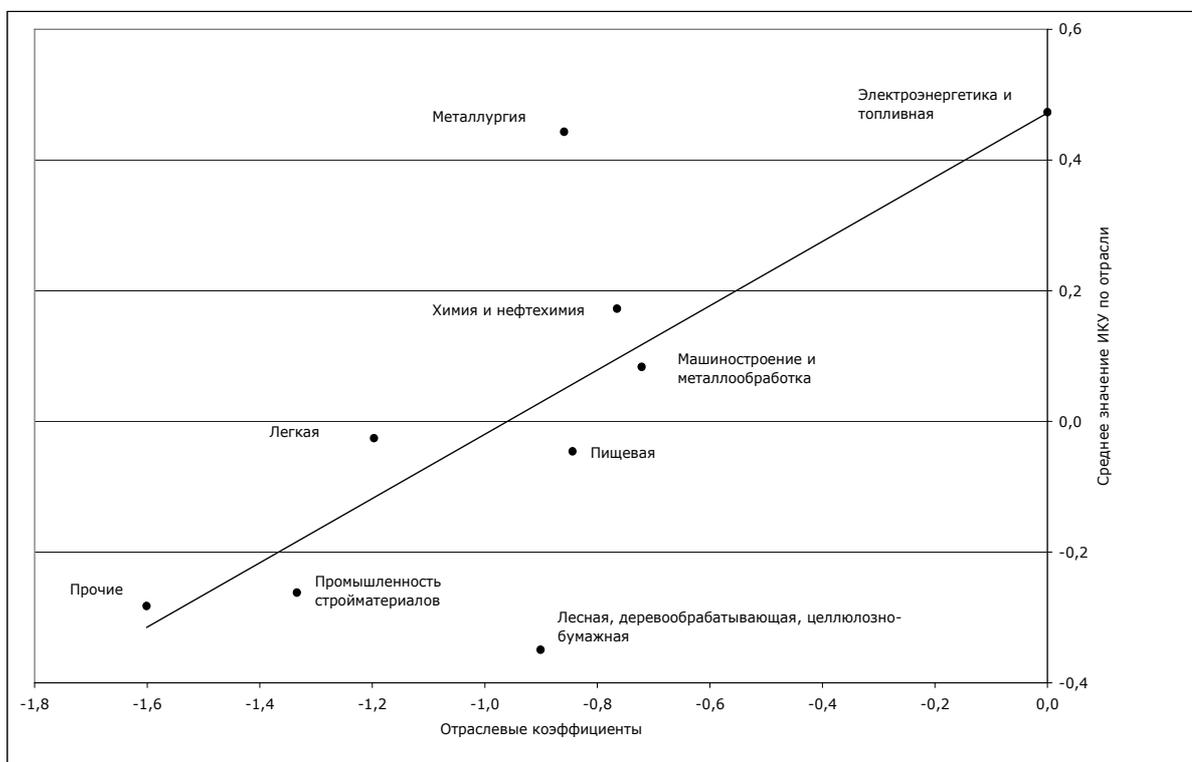


Рисунок показывает зависимость между среднеотраслевым уровнем корпоративного управления и коэффициентами отраслевых фиктивных переменных, полученных из регрессии (1) в Таблице 5.3.4. Значение R<sup>2</sup> в линейной регрессии составляет 0.54.

## 6. Заключение

Через десять лет после начала приватизации и акционирования повышение уровня корпоративного управления в России по-прежнему остается серьезной проблемой.<sup>25</sup> Пути ее решения неочевидны. Отсутствие прозрачной и компетентной судебной системы делает формальное внедрение институтов корпоративного управления невозможным, поэтому приходится опираться на добровольное принятие механизмов защиты прав инвесторов. В связи с этим нельзя не согласиться с ФКЦБ, которая предпочла рекомендательный характер внедрения разработанного ей Кодекса корпоративного поведения.

Обеспечение добровольного внедрения неформальных институтов представляет собой непростую задачу. Необходимо создать стимулы для менеджеров и контролирующих собственников, а это порой невозможно без консолидации в их руках достаточно большого пакета акций. Как показывает наше исследование, увеличение доли акций в распоряжении администрации предприятий до определенного предела положительно влияет на корпоративное управление. С другой стороны, этот эффект является нелинейным. Как только менеджмент или крупный внешний собственник консолидируют слишком большой пакет акций, дальнейшее увеличение их доли снижает уровень корпоративного управления. По всей видимости, те механизмы корпоративного управления, которые рассматриваются в нашем исследовании (и которые содержатся в Кодексе), обеспечивают права мелких внешних акционеров только тогда, когда менеджмент или крупный собственник не имеют большинства голосов. В противном случае добровольные институты корпоративного управления теряют свою ценность. Поэтому необходимы механизмы, позволяющие снизить трансакционные издержки «закрытия» акционерных обществ (перехода от ОАО к ЗАО), то есть возможности выкупа акций у миноритарных акционеров в тех случаях, когда крупный собственник контролирует, например, 76% или 90% акций. Во многих европейских странах существует подобная законодательная норма, позволяющая собственнику более 90% акций выкупить оставшиеся акции у мелких собственников по «разумной» цене, которая должна определяться независимым оценщиком.<sup>26</sup>

Как структура собственности и корпоративное управление влияют на инвестиции? Как и следовало ожидать, консолидация собственности увеличивает вероятность инвестиций; чем выше доля акций в руках менеджеров или крупных собственников, тем больше они заинтересованы в инвестициях. Влияние корпоративного управления незначимо само по себе; с другой стороны, оказывается, что уровень корпоративного управления и доля акций в распоряжении мелких внешних акционеров взаимно дополняют друг друга с точки зрения влияния на инвестиции. Это означает, что корпоративное управление положительно влияет (или влияло бы) на инвестиции в тех компаниях, где доля мелких акционеров достаточно высока. Так как таких компаний в нашей выборке (как и в

---

<sup>25</sup> Наш опрос показывает, что средний уровень внедрения шести норм корпоративного управления (см. Раздел 3.1) составляет 42%, все шесть норм внедрены лишь на 1.3% предприятий.

<sup>26</sup> Попытка внести подобную норму в российское законодательство была предпринята летом 2004 года, когда Госдума приняла в первом чтении поправку в закон об АО, предусматривающую возможность выкупа акционером, владеющим более 90 процентов акций, оставшихся акций у миноритариев по цене, определяемой независимым оценщиком. Так как институт независимых оценщиков в России пока не развит, да и определить цену акций для многих российских компаний представляется затруднительным, эта норма вызвала серьезные возражения со стороны российских и зарубежных миноритариев крупных компаний. В результате обсуждения ко второму чтению законопроекта в Госдуме Минэкономразвития предлагает повысить размер пакета, позволяющего выкупить оставшиеся акции, до 98 процентов.

российской промышленности в целом) очень мало, в среднем эффект корпоративного управления отсутствует. В то же время, улучшения в уровне корпоративного управления положительно связаны с наличием инвестиций.

Еще один результат заключается в ключевой роли размера предприятия. Удельные издержки внедрения норм корпоративного управления на больших предприятиях меньше. Поэтому неудивительно, что уровень корпоративного управления на больших предприятиях при прочих равных выше, и инвестиций на больших предприятиях больше. Отметим, что в нашей выборке доля акций мелких акционеров практически не зависит от размера предприятия. На больших предприятиях доля акций в распоряжении менеджмента действительно ниже, но это компенсируется большей долей акций крупного внешнего собственника.

В связи с внедрением Кодекса возникает и вопрос о том, зачем он нужен, если можно добровольно внедрить содержащиеся в нем механизмы уже сейчас. Наше исследование показывает, что, действительно, спрос на Кодекс в целом и отдельные его положения в первую очередь определяется текущим уровнем корпоративного управления на предприятии и на других предприятиях в отрасли. Те предприятия, которые уже внедрили отдельные нормы Кодекса, считают их приемлемыми; кроме того, внедрение положений Кодекса побуждает конкурентов задуматься об их необходимости.

Оказывается, что положительное отношение к Кодексу определяется и осведомленностью о нем. Это означает, что Кодекс играет в основном информационную и образовательную роль, и необходимо всячески поддерживать усилия по распространению его содержания. Нужно отметить, что осведомленность предприятий о Кодексе значительно выросла в течение года с момента его опубликования – летом 2003 года около 70 процентов опрошенных предприятий были знакомы с Кодексом хотя бы в общих чертах. Таким образом, Кодекс все в большей степени становится единым стандартом корпоративного управления, помогая предприятиям раскрывать информацию на языке, понятном инвесторам.

## 7. Список литературы

Ассоциация менеджеров России, Российский институт директоров, 2001. Исследование готовности российских предприятий к внедрению Кодекса корпоративного поведения (аналитический отчет), АМР и РИД, Москва.

Долгопятова Т. Г. , 2003, «Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности», препринт WP1/2003/03, Высшая школа экономики

Капелюшников Р.И., 2001, «Собственность и контроль в российской промышленности», Вопросы экономики, 2001, # 12

Клейнер Г.Б., Качалов Р.М., Нагрудная Н.Б., Данилина Я.В., 2000, Влияние конкуренции в структуре корпоративного управления на эффективность деятельности корпорации//Экономическая наука современной России. / Материалы Всероссийской конференции. Москва, 28-30 ноября 2000 г. Под ред. проф. Г.Б. Клейнера. Часть II. – М.: ЦЭМИ РАН, 2000.

Клейнер Г.Б., 2002, «Системная парадигма и теория предприятия», Вопросы экономики, 2002, № 10

Клейнер Г.Б., 2004, *Эволюция институциональных систем*. М.: Наука.

Кодекс корпоративного поведения, ФКЦБ, апрель 2002. <http://www.rid.ru/>

Пресс-релизы института корпоративного управления и права <http://www.iclg.ru/default.asp>

Радыгин А., Энтов Р., 1999, Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг, Москва

Радыгин А., Архипов С., 2001, Тенденции в структуре собственности, интенсивность корпоративных конфликтов и финансовое состояние предприятий: эмпирический анализ и проблемы государственного регулирования, РЕЦЕП

Радыгин А., 2002, «Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы», Вопросы экономики, 2002, # 1

Российский институт директоров, 2003, «Раскрытие российскими акционерными обществами информации о практике своего корпоративного управления и соблюдение рекомендаций кодекса корпоративного поведения », М.: РИД

Яковлев А., 2003, «Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников», Экономический журнал Высшей школы экономики, том VI, 2003, # 2.

Ясин Е.Г.(ред.) и др., 2004, *Структурные изменения в российской промышленности*, М.: Издательский дом ГУ-ВШЭ.

*Assessing Aid. A World Bank Policy Research Report*, Oxford University Press, 1998

Becht, Marco, Patrick Bolton, and Ailsa Roell, 2002. Corporate Governance and Control. In George Constantinides, Milton Harris, and Rene Stulz, ed. *Handbook of Economics of Finance*, North-Holland.

Berglof, Erik and Patrick Bolton, 2002, The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 1

Berglof, Erik and Ernst-Ludwig von Thadden, 1999, The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. ABCDE Conference, World bank, Washington, DC.

- Berle, Adolf, and Gardiner Means, 1932, *The Modern Corporation and Private Property* (MacMillan, New York, N.Y.)
- Black, Bernard S., 2001, *The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms*, *Emerging Markets Review*, Vol. 2, pp. 89-108
- Glaeser, E., Johnson, S., Shleifer, A., 2001, "Coase v. the Coasians", *Quarterly Journal of Economics*, 116(3), 853-899.
- Guriev, Sergei, Olga Lazareva, Andrei Rachinsky, and Serguei Tsukhlo, 2003, "Concentrated Ownership, Market for Corporate Control, and Corporate Governance." Mimeo, New Economic School.
- Guriev, Sergei, and Andrei Rachinsky, "The role of oligarchs in Russian capitalism" *Journal of Economic Perspectives*, Winter 2005
- Hart, Oliver, 1995, *Firms, Contracts, and Financial Structure* (Oxford University Press, London)
- Johnson S., R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, Shleifer A., 2000, *Tunneling*, *American Economic Review Papers and Proceedings*, May 2000
- Keefer, Philip and Mary Shirley, 2000, *Formal Versus Informal Institutions in Economic Development, Institutions, Contracts and Organizations, Perspectives from New Institutional Economics*, Edward Elgar, pp. 88-108
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., 1999, *Corporate Ownership Around the World*, *The Journal of Finance*, Vol. LIV, No.2
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., 2005, *What Works in Securities Laws*, *The Journal of Finance*. [в печати]
- Morck, Randall, Shleifer, Andrei, and Vishny, Robert, 1988, *Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis*, *Journal of Financial Economics*, 20, 293-315
- Myers, Stewart C., 2001. *Capital Structure*. *Journal of Economic Perspectives*, 15(2), pp. 81–102
- North, Douglass, 1990, *Institutions, Institutional Change and Economic Performance*, Cambridge University Press.
- Rachinsky, Andrei, 2003. *Corporate Governance and Valuation of Russian Firms*. CEFIR.
- Shleifer A. and R.Vishny, 1997, *A Survey of Corporate Governance*, *Journal of Finance*, LII (2).
- Tirole, Jean (2001) "Corporate Governance." *Econometrica*, 69(1), 1-35.
- World Bank, 1998, *Dividends and Disappointments: Learning from the Success and Failure of Foreign Aid*, Discussion Draft, July 24
- Zingales L., 1997, *Corporate Governance* (for *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*).

## 8 Приложение

### 8.1 Распределение ответов на вопросы анкет в 2002 году.

Анкета 1. Корпоративное управление - статус кво

	В процентах от числа ответивших на данную анкету*		
	да	нет	всего
Используются ли у Вас МЕЖДУНАРОДНЫЕ СТАНДАРТЫ бухгалтерской отчетности (US GAAP/IAS)?	9	84	93
Существует ли на Вашем предприятии (АО) ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ С АКЦИОНЕРАМИ?	40	58	97
Предоставляете ли Вы всем своим акционерам ПОВЕСТКИ ДНЯ общих собраний акционеров?	76	20	97
Есть ли в составе совета директоров Вашего предприятия (АО) НЕЗАВИСИМЫЕ ДИРЕКТОРА?	31	63	94
Есть ли в составе совета директоров ПРЕДСТАВИТЕЛИ МИНОРИТАРНЫХ АКЦИОНЕРОВ?	15	74	90
Ведет ли реестр акционеров Вашего предприятия (АО) НЕЗАВИСИМЫЙ РЕЕСТРОДЕРЖАТЕЛЬ?	60	34	95
*Всего на данную анкету ответило 1033 предприятия			

Анкета 2. Инвестиции и собственность

За счет каких средств Ваше предприятие производило инвестиции в истекшем (2001) году?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос*
инвестиций не было	24
собственные средства	67
банковские кредиты	21
размещение новой эмиссии акций	1
другое	6
*Всего на данный вопрос ответило 962 предприятия	

	В процентах от числа ответивших на данную анкету*		
	да	нет	всего
Существует ли у Вас план реконструкции и развития, требующий значительных инвестиций?	67	31	98
Есть ли у Вас крупная налоговая задолженность или просроченная кредиторская	48	50	97
*Всего на данную анкету ответило 992 предприятия			

	В процентах от числа ответивших на данную анкету*			
	более чем достаточно	достаточно	недостаточно	всего
Как Вы оцениваете в связи с ОЖИДАЕМЫМ СПРОСОМ объем капвложений на предприятии в истекшем (2001) году:	1	19	66	86

\*Всего на данную анкету ответило 992 предприятия

Под какой МАКСИМАЛЬНЫЙ процент В ВАЛЮТЕ Вы готовы привлечь ДОЛГОСРОЧНЫЙ банковский кредит?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос*
нет потребности	31
5-10%	62
11-20%	7
Более 20%	1
*Всего на данный вопрос ответило 836 предприятий	

Сколько, по Вашему мнению, процентов акций Вашего предприятия (АО) реально принадлежит	В процентах от числа ответивших на данную анкету*					
	0	1-24	25 - 49	50-74	75-100	всего
администрации предприятия	28	38	10	8	3	87
самому крупному внешнему инвестору	38	20	13	13	4	88
всем мелким инвесторам (каждый из которых владеет не более 5%)	31	23	15	6	5	80

\*Всего на данную анкету ответило 681 предприятие

## Анкета 3. Кодекс корпоративного поведения

	В процентах от числа ответивших на данную анкету*
<b>Знакомы ли Вы с Кодексом корпоративного управления, проект которого подготовлен Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ)?</b>	<b>90</b>
да, в деталях	4
да, в общих чертах	29
нет	57
<b>Существуют ли на Вашем предприятии (АО) ограничения на приобретение, владение и голосование для миноритарных и иностранных акционеров?</b>	<b>75</b>
да	22
нет	53
<b>Как Вы считаете, нужен ли подобный Кодекс, устанавливающий стандарты наилучшей практики корпоративного управления?</b>	<b>86</b>
да	44
нет	4
сложно оценить	38

<b>Поможет ли, по Вашему мнению, внедрение стандартов корпоративного управления привлечению инвестиций в российскую промышленность?</b>	<b>86</b>
определенно да	5
скорее всего, да	22
сложно оценить	41
скорее всего, нет	15
определенно нет	3
<b>Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?</b>	<b>67</b>
нет	20
да, мы готовы делать это добровольно, после того как Кодекс будет опубликован	33
да, все АО с числом акционеров более 1000 должны это делать в обязательном порядке	14
<b>*Всего на данную анкету ответило 886 предприятий</b>	

Какие, на Ваш взгляд, проблемы корпоративного управления наиболее болезненны в данный момент в российской промышленности?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос*
слабая защищенность мелких акционеров	38
недостаточный контроль за действиями менеджеров компании	27
невыполнение компаниями требований по раскрытию информации	13
недостаточная квалификация членов совета директоров	24
недостаточная защита прав кредиторов	18
несовершенство существующего законодательства (Законов об АО, о банкротстве и др.)	51
слабость судебной системы в разрешении корпоративных конфликтов	29
другие проблемы корпоративного управления	4
основные проблемы российской промышленности лежат вне сферы корпоративного управления	40
*Всего на данный вопрос ответило 612 предприятий	

Как Вы оцениваете приемлемость внедрения для Вашего предприятия ключевых положений проекта Кодекса корпоративного управления (в том числе с учетом необходимых "денежных" издержек)	В процентах от числа ответивших на данную анкету *			
	приемлемо	неприемлемо	сложно оценить	Всего
предоставление полного, равного и своевременного доступа к информации об АО для всех акционеров (в частности, при проведении общего собрания)	49	8	28	85
раскрытие информации для широкой публики (в проспекте эмиссии, ежеквартальных и годовых отчетах)	28	23	33	84
контроль за инсайдерской информацией, неиспользование в личных целях конфиденциальной информации об обществе	24	7	52	84
избрание независимых директоров в состав совета директоров	27	22	35	84
обеспечение прав мелких акционеров при проведении крупных сделок, реорганизаций (преимущественное право, одобрение общим собранием)	28	17	39	84
привлечение независимого оценщика при проведении крупных сделок, реорганизаций, независимые аудиторские проверки	48	7	29	84
установление четкого порядка выплаты дивидендов	49	5	30	84
*Всего на данную анкету ответило 886 предприятий				

## Анкета 4. Капиталовложения.

Что МЕШАЕТ Вашему предприятию привлечь СТОРОННЕГО инвестора(ов)?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос*
1) нет потребности	22
2) таких попыток не было	14
3) отсутствие информации об инвесторах	17
4) отсутствие на предприятии опыта	11
5) сложность процедуры инвестирования	20
6) закрытость финансовой информации	7
7) риск нерезультативности предынвестиционной стадии	10
8) требование продать слишком большой пакет акций	13
9) требование допустить к оперативному управлению	7
10) требование изменить структуру производства	4
11) сомнения в реальности привлечения инвестиций	20
12) сомнения в надежности инвестора	18
13) нерешительность инвестора	17
*Всего на данный вопрос ответило 590 предприятий	

Удовлетворены ли Вы ОБЪЕМОМ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ на Вашем предприятии в 2001 г.?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос*
да	20
нет	80
*Всего на данный вопрос ответило 854 предприятия	

Что больше всего СДЕРЖИВАЕТ КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯ на предприятии в текущем, 2002 г.?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос*
1) ничего не сдерживает	2
2) нехватка собственных финансовых средств	86
3) высокий процент по кредитам	27
4) трудности получения долгосрочного кредита	22
5) низкая прибыльность инвестиций	9
6) высокие цены на оборудование и СМР	40
7) избыток имеющихся мощностей	7
8) что-то еще	2
*Всего на данный вопрос ответило 881 предприятие	

Какие КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯ осуществлялись на Вашем предприятии в истекшем, 2001 г.?	В процентах от числа ответивших на данный вопрос*
1) капвложений не было	24
2) на обновление изношенных мощностей	57
3) на расширение мощностей с прежней производительностью	9
4) на новые мощности с увеличенной производительностью	25
5) на снижение трудовых издержек	8
6) на снижение затрат энергии и материалов	19
7) на снижение вредных выбросов	9
8) на повышение безопасности труда	11
9) другое	4
*Всего на данный вопрос ответило 891 предприятие	

## 8.2 Описание переменных

Админ	Доля акций в распоряжении администрации предприятия
Кр.внеш.	Доля акций в распоряжении самого крупного внешнего акционера
Мелкие	Доля акций в распоряжении всех мелких (до 5%) акционеров предприятия
Лог продаж	Логарифм годовой выручки предприятия
Ликвидность	Ликвидные активы на конец года / годовая выручка
Экспорт	Доля экспорта в выручке
ЗАО	1, если ЗАО, 0 если ОАО
Рентабельность	Валовая прибыль/выручка
ИКУ	Индекс корпоративного управления, главная компонента по 6 вопросам о текущем состоянии корпоративного управления на предприятии
Спрос	Спрос на Кодекс в целом
Спрос7	Индекс спроса на отдельные положения Кодекса, главная компонента по 7 вопросам о приемлемости отдельных положений Кодекса
Нет_ответа7	1, если предприятие не ответило на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса, 0, если ответило
Нет_ответа_Кодекс	1, если предприятие не ответило на вопрос о знакомстве с Кодексом, 0, если ответило
Спрос на кредит	Ставка процента (годовых, в валюте), под которую предприятие готово привлекать долгосрочный кредит. Категории: нет потребности, 5-10%, 10-20%, >20%
Наличие плана реконструкции	1, если у предприятия есть план реконструкции и развития, 0, если нет
<b>Отрасли</b>	
11	Электроэнергетика и топливная
12	Металлургия
13	Химия и нефтехимия
14	Машиностроение и металлообработка
15	Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная
16	Промышленность стройматериалов
17	Легкая
18	Пищевая
19	Прочие

## 8.3 Таблицы

Таблица III. Структура Регистра Госкомстата РФ и панели ИЭПП

ОТРАСЛИ И ПОДОТРАСЛИ	КОЛИЧЕСТВО ПРЕДПРИЯТИЙ, ШТ.		КОЛИЧЕСТВО ЗАНЯТЫХ, ЧЕЛ		ДОЛЯ ЗАНЯТЫХ, %		РЕПРЕЗЕНТАТИВНОСТЬ ПАНЕЛИ ПО ЗАНЯТЫМ, %
	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	РЕГИСТР	ПАНЕЛЬ	
1 <b>ЭЛЕКТРОЭНЕРГЕТИКА</b>	841	20	708310	114156	5.26	3.86	16.12
<b>ТОПЛИВНАЯ</b>							
2 НЕФТЯНАЯ	110	11	308536	18304	2.29	0.62	5.93
3 ГАЗОВАЯ	32	1	37754	1407	0.28	0.05	3.73
4 УГОЛЬ СЛАНЦЫ ТОРФ	352	31	456519	106950	3.39	3.62	23.43
5 <b>ЧЕРНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ</b>	275	44	718041	226024	5.33	7.64	31.06
6 <b>ЦВЕТНАЯ МЕТАЛЛУРГИЯ</b>	417	34	523400	199502	3.89	6.75	38.12
<b>ХИМИЯ И НЕФТЕХИМИЯ</b>							
7 ХИМИЯ	471	39	620781	117944	4.61	3.99	19.00
8 НЕФТЕХИМИЯ	163	22	224883	51183	1.67	1.73	22.76
<b>МАШИНОСТРОЕНИЕ</b>							
9 ЭНЕРГОМАШИНОСТРЕ	42	10	95013	49570	0.71	1.68	52.17
10 ПОД-ТРАНСПОРТНОЕ	78	20	64839	29818	0.48	1.01	45.99
11 Ж/Д МАШИНОСТР.	48	13	112939	50353	0.84	1.70	44.58
12 ЭЛЕКТРОТЕХ.МАШИН	463	40	333890	50268	2.48	1.70	31.83
13 ХИМ.НЕФТ.МАШИНОС	214	34	185713	51652	1.38	1.75	27.81
14 СТАНКОСТРОЕНИЕ	301	24	154955	33869	1.15	1.15	21.86
15 ПРИБОРОСТРОЕНИЕ	291	47	350349	111509	2.60	3.77	31.83
16 АВТОМОБИЛЬНАЯ	240	30	699055	271567	5.19	9.18	38.85
17 ТРАКТОРНОЕ И С/Х	241	28	302009	91314	2.24	3.09	30.24
18 СТРОЙДОРМАШ	197	33	99771	35126	0.74	1.19	35.21
19 ЛЕГПИЩЕМАШ	268	6	119694	2703	0.89	0.09	2.26
20 САНТЕХПРОМ	102	6	54107	3840	0.40	0.13	7.10
21 АВИАСТРОЕНИЕ	89	22	442808	132973	3.29	4.50	30.03
22 ПР-ТЬ ВООРУЖЕНИЙ	131	33	600421	207084	4.46	7.00	34.49
23 СУДОСТРОЕНИЕ	99	15	164217	31005	1.22	1.05	18.88
24 РАДИОПРОМЫШЛЕННО	126	22	230844	44546	1.71	1.51	19.30
25 ПР-ТЬ СРЕДСТВ СВ	117	21	157190	57645	1.17	1.95	36.67
26 ЭЛЕКТРОННАЯ ПРОМ	274	35	268239	84091	1.99	2.84	31.35
27 ПРОЧЕЕ МАШИНОСТРОЕ	330	29	340439	101842	2.53	3.44	29.91
28 ПР-ТЬ МЕТОЛЛОКОНСТ	669	10	198168	7271	1.47	0.25	3.67
29 РЕМОУТ МАШИН И ОБО	1822	15	431690	7432	3.20	0.25	1.72
<b>ЛЕСНАЯ, ДЕРЕВООБРАБАТЫВАЮЩАЯ И ЦЕЛЛЮЛОЗНО-БУМАЖНАЯ</b>							
30 ЛЕСОЗАГОТОВИТЕЛЬНА	1463	49	433657	49833	3.22	1.69	11.49
31 ЛЕСОПИЛЬНАЯ	309	15	93149	18511	0.69	0.63	19.87
32 ПР-ВО ДЕТАЛЕЙ ПЛ	367	30	124627	31670	0.93	1.07	25.41
33 МЕБЕЛЬНОЕ	639	55	194198	43312	1.44	1.46	22.30
34 ПРОЧАЯ ДЕРЕВООБРАБ	111	10	26594	7172	0.20	0.24	26.97
35 ЦЕЛЛЮЛОЗНО-БУМАЖНА	187	20	170941	34866	1.27	1.18	20.40
<b>ПРОМЫШЛЕННОСТЬ СТРОИТЕЛЬНЫХ МАТЕРИАЛОВ</b>							
36 ЦЕМЕНТНАЯ И АСБОЦЕ	73	20	57979	20838	0.43	0.70	35.94
37 ПР-ТЬ ЖБК И ЖБИ	1013	14	276386	5252	2.05	0.18	1.90
38 СТЕНОВЫЕ МАТЕРИАЛЫ	643	20	151951	11058	1.13	0.37	7.28
39 СТРОЙКЕРАМИКА	42	3	23898	2156	0.18	0.07	9.02
40 ПР-ТЬ НЕРУДНЫХ МАТ	288	8	56247	2729	0.42	0.09	4.85
41 ПРОЧАЯ СТРОЙИНДУСТРИ	349	14	104784	5421	0.78	0.18	5.17
42 СТЕКОЛЬНО-ФАЯНСОВАЯ	167	5	108808	12929	0.81	0.44	11.88
<b>ЛЕГКАЯ</b>							
43 ХЛ/БУМАЖНАЯ	190	44	207752	90750	1.54	3.07	43.68
44 ШЕРСТЯНАЯ	105	27	87575	35619	0.65	1.20	40.67
45 ТРИКОТАЖНАЯ	314	28	107945	24391	0.80	0.82	22.60
46 ПРОЧ.ТЕКСТИЛЬНАЯ	404	38	127385	33971	0.95	1.15	26.67
47 ШВЕЙНАЯ	1425	65	335226	53375	2.49	1.80	15.92
48 КОЖЕВЕННО-ОБУВНАЯ	538	23	184676	24270	1.37	0.82	13.14
<b>ПИЩЕВАЯ</b>							
49 САХАРНАЯ	97	16	53930	9523	0.40	0.32	17.66
50 ХЛЕБОПЕКАРНАЯ	1504	19	234636	5339	1.74	0.18	2.28
51 КОНДИТЕРСКАЯ	360	18	89216	14265	0.66	0.48	15.99
52 СПИРТ-ВОДКА-ВИНО	551	41	117306	20729	0.87	0.70	17.67
53 ПРОЧАЯ ПИЩЕВКУSOBA	670	9	146500	5749	1.09	1.09	3.92
54 МЯСНАЯ	702	24	186698	16454	1.39	0.56	8.81
55 МОЛОЧНАЯ-МАСЛОСЫ	1492	53	188423	20797	1.40	0.70	11.04
56 РЫБНАЯ	391	2	167382	879	1.24	0.03	0.53
57 МИКРОБИОЛОГИЧЕСКАЯ	40	0	23832	0	0.18	0.00	0.00
58 МУКОМОЛЬНО-КРУПЯНАЯ	494	19	97392	8693	0.72	0.29	8.93
59 МЕДИЦИНСКАЯ	152	3	104514	2081	0.78	0.07	1.99
60 ПОЛИГРАФИЧЕСКАЯ	422	4	77510	1132	0.58	0.04	1.46
61 ПРОЧИЕ	484	2	106306	1358	0.79	0.05	1.28
<b>ИТОГО</b>	<b>24789</b>	<b>1428</b>	<b>13471997</b>	<b>2957363</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>21.95</b>

**Таблица П2. Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования, в % от инвестиций в основной капитал. Источник: Госкомстат РФ**

Источники финансирования инвестиций в основной капитал	По всем отраслям экономики			По промышленности
	1998	1999	2000	1999
Собственные	53.2	52.4	46.1	72.0
Внешние	46.8	47.6	53.9	28.0
В т.ч. бюджетные	19.1	17.0	21.2	4.7

**Таблица П3. Факторы, объясняющие наличие плана реконструкции и развития**

	(1)	(2)
ИКУ	0.056*	0.026
Админ	-0.063	-0.121
Кр.внеш.	0.222+	0.287*
Мелкие	-0.260**	-0.255*
Лог продаж	0.044*	0.066*
Металлургия	0.138	0.169
Химия и нефтехимия	0.067	0.103
Машиностроение и металло-обработка	-0.013	0.079
Лесная, деревообр., целлюлозно-бумажная	0.035	0.077
Промышленность стройматериалов	0.180	0.194
Легкая	0.089	0.186
Пищевая	0.166	0.179
Прочие	0.238	
Ликвидность		1.591+
Количество наблюдений	323	231
Псевдо R <sup>2</sup>	0.09	0.09

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%. Зависимая переменная принимает значение 0, если предприятие не имело плана реконструкции и развития, требующего значительных инвестиций, и значение 1, если план был.

Таблица П4. Наличие и источники инвестиций. Мультиномиальный логит. Базовая категория – инвестиций нет.

	(1)	(2)
	Только внутренние инвестиции	Внешние инвестиции
Лог продаж	1.023**	0.963**
Ликвидность	18.564*	3.031
Наличие плана реконструкции	0.062	0.975+
Админ	1.974*	0.912
Кр.внеш.	1.010	1.370
Мелкие	1.691*	0.486
ИКУ	-0.214	-0.143
Экспорт	0.361	0.482
Металлургия	-17.525**	-19.110**
Химия и нефтехимия	-18.131**	-19.127**
Машиностроение и металлообработка	-16.538**	-18.312**
Лесная, деревообр., целлюлозно- бумажная	-15.315**	-16.957**
Промышленность стройматериалов	-16.856**	-18.237**
Легкая	-17.654**	-18.418**
Пищевая	-15.660**	-17.323**
Прочие	-16.711	15.650
Москва	-0.060	-32.350
ДВФО	-0.774	-0.212
СЗФО	-0.546	-1.371
СФО	-1.634+	-0.855
ЮФО	-0.762	-2.337+
УФО	0.205	1.011
ПФО	-0.311	0.640
Константа	4.613	5.672
<i>Количество наблюдений</i>	208	208
<i>Псевдо R2</i>		0.23

+ значим на 10%; \* значим на 5%; \*\* значим на 1%.

Таблица П5. Матрица корреляций переменных

	ИКУ	Админ.	Кр.внеш	Мелкие	Лог.продаж	Ликвид.	Рентаб.
ИКУ	1.00						
Админ.	-0.05	1.00					
Кр.внеш.	0.23*	-0.27*	1.00				
Мелкие	0.17*	-0.12*	-0.08	1.00			
Лог.продаж	0.41*	-0.12*	0.14*	-0.03	1.00		
Ликвидность	-0.11*	0.10*	-0.09	-0.03	-0.03	1.00	
Рентабельн.	-0.03	-0.02	-0.03	-0.03	-0.13*	0.02	1.00
Экспорт	-0.06	0.00	0.00	0.01	0.01	0.01	0.00
ЗАО	-0.06	0.20*	-0.12*	0.17*	-0.02	-0.01	-0.01
Наличие инв.	0.12*	0.05	0.03	-0.01	0.34*	0.09*	-0.02
Внешние инв.	-0.03	-0.03	0.07	-0.09	-0.01	-0.08	0.07
Спрос на кред.	0.08*	0.01	0.02	0.00	0.07	-0.13*	0.07
План рестр.	0.10*	-0.03	0.08*	-0.13*	0.20*	0.03	-0.06
Спрос	0.18*	-0.06	0.03	0.10*	0.06	-0.02	-0.02
Спрос7	0.23*	-0.10*	0.07	0.11*	0.13*	0.01	0.06
Нет ответа кодекс	-0.25*	0.04	-0.01	-0.05	-0.12*	-0.02	-0.06
Нет ответа7	-0.21*	0.04	-0.04	-0.05	-0.07	0.01	-0.08*
	Экспорт	ЗАО	Нал. инв.	Внеш. инв.	План рестр.	Спрос	Спрос7
Экспорт	1.00						
ЗАО	0.01	1.00					
Наличие инв.	0.05	0.02	1.00				
Внешние инв.	-0.08*	-0.03		1.00			
Спрос на кр.	-0.07	0.00	0.03	0.11*	1.00		
План рестр.	0.03	0.01	0.19*	0.08*	0.25*	1.00	
Спрос	0.00	-0.03	0.04	0.03	0.08	0.12*	1.00
Спрос7	0.00	-0.03	0.03	-0.09*	0.03	0.06	0.45*
Нет ответа кодекс	0.01	0.03	-0.03	0.00	-0.07	-0.04	-0.22*
Нет ответа7	0.07*	0.02	-0.02	-0.08	-0.11*	-0.01	-0.36*
	Спрос7		Нет ответа кодекс		Нет ответа7		
Спрос7	1.00						
Нет ответа кодекс	-0.13*		1.00				
Нет ответа7	-0.46*		0.19*		1.00		

\* - корреляции значимы на 5% уровне

#### 8.4 Краткое описание Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ

Кодекс дает следующее определение понятия корпоративного поведения:

"Корпоративное поведение" – понятие, охватывающее разнообразные действия, связанные с управлением хозяйственными обществами. Корпоративное поведение влияет на экономические показатели деятельности хозяйственных обществ и на их способность привлекать капитал, необходимый для экономического роста. Совершенствование корпоративного поведения в Российской Федерации – важнейшая мера, необходимая для увеличения притока инвестиций во все отрасли российской экономики как из источников внутри страны, так и от зарубежных инвесторов. Одним из способов такого совершенствования может стать введение определенных стандартов, установленных на основе анализа наилучшей практики корпоративного поведения.

Целью применения стандартов корпоративного поведения является защита интересов всех акционеров, независимо от размера пакета акций, которым они владеют. Чем более высокого уровня защиты интересов акционеров удастся достичь, тем на большие инвестиции смогут рассчитывать российские акционерные общества (далее – общества), что окажет положительное влияние на российскую экономику в целом.

Кодекс устанавливает следующие общие принципы корпоративного поведения:

- 1. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать акционерам реальную возможность осуществлять свои права, связанные с участием в обществе.*
- 2. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать равное отношение к акционерам, владеющим равным числом акций одного типа (категории). Все акционеры должны иметь возможность получать эффективную защиту в случае нарушения их прав.*
- 3. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать осуществление советом директоров стратегического управления деятельностью общества и эффективный контроль с его стороны за деятельностью исполнительных органов общества, а также подотчетность членов совета директоров его акционерам.*
- 4. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать исполнительным органам общества возможность разумно, добросовестно, исключительно в интересах общества осуществлять эффективное руководство текущей деятельностью общества, а также подотчетность исполнительных органов совету директоров общества и его акционерам.*
- 5. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать своевременное раскрытие полной и достоверной информации об обществе, в том числе о его финансовом положении, экономических показателях, структуре собственности и управления в целях обеспечения возможности принятия обоснованных решений акционерами общества и инвесторами.*
- 6. Практика корпоративного поведения должна учитывать предусмотренные законодательством права заинтересованных лиц, в том числе работников общества, и поощрять активное сотрудничество общества и заинтересованных лиц в целях увеличения активов общества,*

*стоимости акций и иных ценных бумаг общества, создания новых рабочих мест.*

- 7. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать эффективный контроль над финансово-хозяйственной деятельностью общества с целью защиты прав и законных интересов акционеров.*

Помимо этого, Кодекс содержит детальные рекомендации по следующим вопросам:

*Общее собрание акционеров: созыв и подготовка собрания, предоставление информации, повестка дня, порядок проведения собрания, процедура голосования.*

*Совет директоров общества: его функции, обязанности и ответственность, формирование, состав, независимые директора, организация деятельности совета, вознаграждение директоров.*

*Исполнительные органы общества (правление, генеральный директор): компетенция и обязанности, состав и формирование, организация работы, вознаграждение, ответственность.*

*Крупные сделки, реорганизации: определение, порядок проведения.*

*Раскрытие информации об обществе: цели, формы, предоставление информации акционерам, инсайдерская информация.*

*Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества: цели и организация контроля, аудиторская проверка, ревизионная комиссия.*

*Дивиденды: определение размера, порядок выплаты.*

*Урегулирование корпоративных конфликтов.*