

ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА НА РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ

Исследуется традиционный подход к анализу влияния структуры акционерного капитала на результаты деятельности компании. По мнению авторов, данный подход является чрезмерно узким. Проведенный анализ показал, что при оценке влияния структуры капитала на деятельность компании большое значение имеет не только размер доли капитала акционера, но и функциональное значение акционера для компании.

Влияние структуры акционерного капитала на результаты деятельности фирм является предметом научных дебатов на протяжении 70-ти лет, прошедших с момента опубликования ставшего классическим труда А. Берли и Г. Минза «Современная корпорация и частная собственность» (1). С 70-х гг. прошлого века данный вопрос обычно рассматривается в контексте агентских отношений между принципалами (собственниками) и агентами (менеджерами). Агентская проблема обычно, хотя и не обязательно, возникает в корпорациях тогда, когда в результате распыления акционерного капитала многочисленные владельцы мелких пакетов акций оказываются не в состоянии совместно управлять принадлежащей им фирмой и вынуждены передавать права контроля особому субъекту управления, т. е. команде менеджеров.

На языке агентской теории отделение собственности от управления приводит к возникновению агентских издержек, которые могут повлечь за собой существенное ухудшение результатов деятельности фирмы. Из-за несовпадения интересов собственников компании и менеджеров возникает высокий риск того, что ресурсы корпораций будут использованы в целях, отличных от максимизации дохода акционеров. Таким образом, перед собственниками компании встает проблема контроля над действиями управляющих.

Существуют четыре основных механизма корпоративного контроля, которые ограничивают свободу действий менеджеров и вынуждают их принимать оптимальные с точки зрения акционеров решения. К этим механизмам относятся: 1) рынки капитала, 2) правовая и регулятивная система, 3) товарные рынки и рынки факторов производства, 4) система внутреннего контроля. Последняя обеспечивает участие акционеров в управлении компанией через избрание и представительство в совете директоров, позволяя собственникам напрямую влиять на менеджмент. Однако в условиях распыленной структуры собственности эффективность системы внутреннего контроля ограничена, поскольку улучшение корпоративного управления для мелких акционеров является общеизвестным благом: акционеры стремятся переложить функции контроля на других, дабы самим избавиться от хлопот

и «проехать бесплатно». Вследствие этого менеджеры получают значительную свободу действий и могут воспользоваться ею в собственных интересах: для присвоения средств инвесторов, создания «империй» или обеспечения себе «легкой жизни». После опубликования работы Берли и Минза всеобщее признание получил тезис о том, что в условиях распыления акционерного капитала акционер беспомощен перед оппортунизмом менеджеров.

Такой подход к анализу корпораций дает возможность полагать, что концентрация акционерного капитала является наиболее простым способом смягчения агентской проблемы во взаимоотношениях собственников и менеджеров. В литературе по корпоративному управлению указывается, что владельцы крупных пакетов акций имеют по сравнению с мелкими акционерами более сильные стимулы и большие возможности для осуществления контроля над менеджерами. Кроме того, ряд исследователей утверждает, что большинство существующих механизмов корпоративного управления можно рассматривать как примеры концентрированной собственности.

Таким образом, в соответствии с традиционным подходом основная проблема корпоративного управления заключается в противостоянии менеджеров, преследующих собственные интересы, и акционеров, владеющих небольшими пакетами акций.

В последние годы концепция корпоративного управления претерпела существенные изменения, связанные с осознанием того, что количество компаний, находящихся в собственности большого количества мелких акционеров, в мире не столь велико, за исключением стран с англосаксонской правовой традицией. Во многих странах, включая большинство европейских, преобладают компании, где концентрация собственности сравнительно высока. Свобода действий менеджеров этих компаний ограничена необходимостью подчинять разрабатываемые стратегии обязательствам, в неявной форме возложенным на них крупными акционерами. В результате рамки корпоративного управления расширяются, охватывая сложные взаимоотношения между менеджерами, владельцами крупных пакетов акций и мелкими акционерами.

Новая трактовка проблемы корпоративного управления существенно усложняет анализ связи между структурой собственности и результатами деятельности компаний. В частности, становятся очевидными издержки, связанные с концентрацией акционерного капитала. Они возникают, когда крупные собственники, имеющие возможность напрямую влиять на процесс принятия решений в корпорации, действуют с целью максимизации собственной выгоды и лишают мелких акционеров их доли остаточного дохода. Такое поведение крупных акционеров, известное как «извлечение частных выгод контроля», широко освещается в литературе по корпоративному управлению. Неизбежность ухудшения результатов деятельности корпораций зависит от того, насколько частные выгоды контроля имеют финансовую природу (как, например, в случае с использованием механизма трансфертного ценообразования).

Другим негативным следствием концентрации собственности является рост издержек привлечения капитала в результате падения ликвидности акций или сужения возможностей инвесторов диверсифицировать их вложения. Кроме того, концентрация собственности препятствует дополнительному мониторингу менеджеров со стороны фондового рынка, доступному при большей распыленности акционерного капитала и связанной с ней более высокой ликвидностью акций. В ряде последних работ подчеркивается, что излишняя концентрация собственности приводит к чрезмерному мониторингу, сковывающему инициативу менеджеров, а она не обязательно сопряжена с ущербом для фирмы и может оказаться полезной в случае, когда менеджеры осуществляют специфические для данной фирмы инвестиции. Следовательно, имеет место баланс между преимуществами мониторинга, осуществляемого крупными внешними собственниками, и выгодами от предоставления менеджерам некоторой свободы действий при распыленной структуре собственности.

Итак, традиционный подход, ориентированный на защиту мелких акционеров от оппортунизма менеджеров, в настоящее время считается чрезмерно узким. Его недостатки особенно ясно видны на примере развивающихся стран и стран с переходной экономикой, где крупные стратегические инвесторы чаще всего оказываются основными игроками на поле корпоративного управления.

Появившиеся в последнее время исследования по корпоративному управлению значительное внимание уделяют также типу или «идентичности» собственников. В этих работах подчеркивается, что целевые функции и издержки контроля над менеджерами неодинаковы для разных типов собственников. Следовательно, значение имеет не только доля капи-

тала в руках акционера, но и то, кем он является: частным лицом, работником, менеджером, финансовым институтом или нефинансовым предприятием.

Среди разных типов собственности наибольший интерес представляет *собственность в руках менеджеров*, поскольку она может двояко влиять на результаты деятельности фирм. С одной стороны, этот тип собственности является инструментом, позволяющим сблизить интересы менеджеров и сторонних акционеров. Увеличение принадлежащей руководителям доли акционерного капитала стимулирует их к максимизации прибыли и таким образом положительно влияет на результаты деятельности фирмы. С другой стороны, увеличение доли менеджеров в капитале фирмы способствует их «окапыванию», что влечет за собой особенно большие издержки в тех случаях, когда они не обладают высокой квалификацией или предпочитают «легкую жизнь». Влияние доли собственности менеджеров на результаты деятельности корпорации нередко рассматривается как результат взаимодействия двух вышеупомянутых факторов: совпадения мотивации менеджеров и собственников, с одной стороны, и проблемы «окапывания» – с другой. Из этого следует, что оптимальную долю менеджеров в капитале фирмы невозможно установить с помощью известных теорий и ее следует искать путем эмпирических исследований.

Влияние *собственности внешних акционеров* на результаты деятельности фирмы определяется жесткостью их контроля над действиями менеджеров. Считается, что концентрация акционерного капитала у внешних инвесторов усиливает этот контроль. Однако эта зависимость не обязательно описывается непрерывной функцией. Более реалистично рассматривать ее как разрывную функцию в зависимости от распределения контроля над фирмой. Например, совершенно разные модели управления могут возникать в ситуациях, когда существует единственный владелец крупного пакета акций, обладающий полным контролем над фирмой, два акционера, владеющие крупными пакетами акций и имеющие разные интересы, или несколько крупных акционеров, а четко выраженный центр *контроля* отсутствует.

Некоторые группы акционеров могут сознательно воздерживаться от приобретения крупных пакетов акций. Типичным примером являются финансовые институты – банки, страховые компании, инвестиционные фонды и т. п., предпочитающие ликвидность своих инвестиций в корпоративные активы осуществлению более жесткого контроля над компаниями. Промышленные предприятия, являющиеся акционерами других фирм, обычно принимают более активное участие в корпоративном управлении.

Собственность в руках работников предприятия, как отмечают Р. Фридман и А. Рапачински, с точки зрения корпоративного управления уже давно рассматривается западными экономистами как плохая идея. Тем не менее, наряду с теоретическими аргументами против собственности наемных работников существует и ряд доводов в ее пользу. Например, Х. Хансманн утверждает, что работники предприятий практически всех отраслей находятся в очень выгодном положении для мониторинга действий менеджеров: «большая часть их (работников) дохода обычно напрямую связана с работой в компании; они ежедневно сталкиваются с ее деятельностью, осведомлены о некоторых ее аспектах, и им сравнительно легко объединиться для совместного принятия решений» (2). С другой стороны, Х. Хансманн отмечает, что совместные действия и, следовательно, контроль затруднены ввиду несоответствия целей работников, поскольку они относятся к разным возрастным группам, заняты в разных подразделениях и имеют неодинаковую ценность для фирмы. Влияние на мониторинг – лишь одно из воздействий, связанных с собственностью работников, на результаты деятельности предприятий.

Так, собственность работников влияет на возможности фирм привлекать финансирование. Многие исследователи указывают, что у фирмы, находящейся в собственности работников, меньше возможностей для привлечения капитала из внешних источников по сравнению с фирмами, контролируемые акционерами – аутсайдерами. Основная проблема состоит в наличии риска для потенциального инвестора: предоставленные им средства могут быть использованы для оплаты услуг труда, а не капитала.

Собственность работников может смягчать агентские проблемы во взаимоотношениях менеджеров, представляющих собственника, и работников; и она нередко рассматривается как способ решения данной проблемы – классического конфликта между трудом и капиталом.

Однако оппоненты этой точки зрения утверждают, что собственность работников едва ли способствует росту производительности труда, особенно в крупных фирмах. Каждый работник получает лишь малую часть прибыли, возникающей в результате его дополнительных усилий, следовательно, имеет место эффект «безбилетника». Хотя, с другой стороны, даже если прямой стимулирующий эффект собственности работников оказывается ничтожным, возможно усиление взаимного мониторинга работников фирмы благодаря их заинтересованности в результатах ее деятельности.

Таким образом, мы видим, что теория не дает однозначного ответа на вопрос о влиянии собствен-

ности работников на результаты деятельности фирм.

Государственная собственность. Оценка этой формы собственности вызывает значительно меньше споров в академических кругах. На протяжении двух последних десятилетий государственная собственность традиционно критикуется как неэффективная. Например, Л. де Алесси определяет предприятия, которыми владеет государство, как «политические» фирмы, коллективным собственником которых является общество в целом (3). Отличительная особенность таких фирм состоит в том, что отдельный гражданин не имеет прямого права на остаточный доход и не может передать свои права собственности. Права собственности реализуются государственным аппаратом того или иного уровня, не имеющим четких стимулов к повышению эффективности фирмы. Викерс Дж. и Ярроу Г. рассматривают отсутствие должных стимулов как главный недостаток государственной собственности. Другие концепции связывают ее неэффективность с политикой ценообразования, политическим вмешательством и проблемой человеческого капитала в государственных предприятиях.

Что касается России, то несмотря на долгую историю дискуссий о влиянии структуры собственности на эффективность деятельности предприятий, следует отметить, что эмпирические исследования в этой области явно недостаточны. Большинство работ основано на сравнительно старых данных, собранных на заключительной стадии процесса ваучерной приватизации. Кроме того, эти работы редко идут дальше описания структур собственности, возникших в ходе приватизации. Характерным примером является *Transition Report* Европейского банка реконструкции и развития (EBRD, 1995), содержащий утверждения о неэффективности фирм с доминированием инсайдеров, в подтверждение которых приводятся малоубедительные эмпирические данные, относящиеся к раннему постприватизационному периоду в России и Восточной Европе.

Р. Фридман и др. охарактеризовали российскую экономику как экономику с «доминированием инсайдеров», не проводя четких различий между менеджерами и работниками (4).

Показательно подготовленное по заказу Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку исследование Дж. Блази, которое опиралось на проведенные в конце 1995 г. интервью с генеральными директорами. Согласно отчету Дж. Блази, российскими компаниями в основном владели инсайдеры, причем наибольшие пакеты акций принадлежали рабочим. Автор отмечает, что работники обычно были пассивными акционерами и не участвовали в процессе принятия корпоративных ре-

шений. В исследовании отмечено также, что в ряде компаний доля акционерного капитала в руках менеджеров достигла очень высокого уровня и продолжала увеличиваться. Доля внешних акционеров выросла с момента окончания ваучерной приватизации и, по-видимому, стабилизировалась в 1995 г.

Работа Д. Виллера, относящаяся к числу исследований, тесно связанных с обсуждаемой нами проблемой, базируется на выборке из 140 крупнейших акционерных обществ России. В ней показано, что крупные акционеры способны оказывать более сильное давление на менеджмент, чем разрозненные мелкие собственники. Этот вывод может быть интерпретирован в том смысле, что наличие крупных акционеров улучшает результаты работы предприятий.

В работе Дж. Эрла рассматривается влияние структуры собственности, сложившейся к моменту окончания в 1994 г. ваучерного этапа приватизации, на результаты работы предприятий (5). Автор использовал производительность труда в качестве зависимой переменной, а также применил двухшаговый метод инструментальных переменных с целью корректировки результатов регрессионного анализа на эндогенность собственности. В исследовании выявлено позитивное воздействие на производительность фирм концентрации собственности в руках внешних акционеров, а также в руках менеджеров.

На основе опросов предприятий в России, Белоруссии и на Украине Т. Бак и др. обнаружили, что собственность работников (и менеджеров) оказывает довольно благоприятное влияние на деятельность предприятий (6). Результаты их исследований показывают также, что компании, в которых имеются внешние акционеры, в кризисных ситуациях обычно прибегают к более активным стратегиям реструктуризации активов.

Д. Браун и Дж. Эрл использовали обширную панель данных за 1993-1998 гг. по предприятиям, на которых в 1993 г. работало 82% всех занятых в российской промышленности (7). Авторы обнаружили, что наилучшими с точки зрения показате-

лей деятельности являются предприятия с муниципальной собственностью, за которыми следуют фирмы со смешанной (государственной и частной) собственностью, фирмы с региональной, федеральной собственностью, совместные предприятия и полностью частные фирмы. В последней группе низкие результаты деятельности демонстрировали фирмы с более значительной долей инсайдеров, а также компании, акции которых продавались на чековых аукционах. В то же время предприятия, имевшие пакеты акций, принадлежащие холдингам, а также имевшие доли иностранных инвесторов и «золотые акции», показывали гораздо более высокие результаты.

В работе Р. Капелюшников подведены итоги трех обследований предприятий, проведенных Российским экономическим барометром в 1995, 1997 и 1999 гг. (8). Автором обнаружена нелинейная зависимость между концентрацией собственности и результатами деятельности предприятий: фирмы с наилучшими показателями характеризуются умеренной концентрацией собственности, измеряемой долей акций в руках крупнейших акционеров. Автор подчеркивает необходимость учета «идентичности» крупнейших акционеров при анализе роли концентрации собственности. В его работе показано, что наихудшие результаты деятельности характерны для фирм с наиболее высокой концентрацией акционерного капитала. Крупнейшими собственниками в таких компаниях являются внешние нефинансовые акционеры (в основном частные лица, аффилированные с менеджерами предприятий) или государство. Автор предполагает, что основной функцией нефинансовых аутсайдеров является защита фирмы (т. е. ее менеджеров) от вторжения внешних финансовых акционеров.

Таким образом, можно сказать, что авторы исследований, проведенных на основании данных из стран с переходной экономикой, приходят к разным и зачастую противоречащим друг другу выводам. Поэтому взаимосвязь между структурой собственности и результатами деятельности фирм требует дополнительного изучения.

Список использованной литературы:

1. Berle, A. Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Macmillan).
2. Hansmann, H. (1990) When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy, *The Yale Law Journal* 99.
3. De Alessi, L. (1982) On the Nature and Consequences of Private and Public Enterprise, *Minnesota Law Review* 67.
4. Frydman, R., Pistor K., and Rapaczynski, A. (1996) Investing in an Insider-dominated Firm: A Study of Russian Voucher Privatization Funds, in: Frydman, R., Gray C., Rapaczynski, A. eds., *Corporate Governance in Central Europe and Russia, Vol.1* (Banks, Funds, and Foreign Investors, New York).
5. Earle, J.S. (1998) Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises (Paper presented at the ACFS-ASSA meeting, Chicago, January).
6. Buck, T., Wright, M., Filatotchev, I., Zhukov V. (1999) Corporate Govern and Employee Ownership in an Economic Crisis: Enterprise Strategies in the Former USSR, *Journal of Comparative Economics* 27.
7. Brown, D. And Earl, J. (2000) Privatization and Restructuring in Russia: New Evidence from Panel Data on Industrial Enterprises, RECEP Working Paper № 1.
8. Капелюшников Р. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности // *Вопросы экономики*. 2000. №1.