

## ПЕРЕРАСПРЕДЕЛЕНИЕ АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА В КОРПОРАТИВНОМ СЕКТОРЕ РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКИ

**В статье представлен анализ процесса перераспределения акционерного капитала и собственности в российской экономике. Показаны этапы его развития в российском корпоративном секторе; выявлены характерные черты каждого из этапов формирования модели современной российской корпорации.**

**Ключевые слова:** корпоративный сектор, корпорация, акционерный капитал, структура собственности, бизнес-группы, приватизация.

Процесс распределения и перераспределения капитала является одним из центральных для капитализма как экономической системы. Насколько эффективно осуществляется перераспределение капитала между отраслями, фирмами и внутри них, во многом зависит от структуры собственности и от модели корпоративного управления, сложившейся в экономике. В литературе традиционно выделяют две базовые модели крупной корпорации: англосаксонскую модель, для которой характерна корпорация с распыленной собственностью, и континентальную модель с концентрированной корпоративной собственностью, которая получила большее распространение в развитых странах.

В каждой стране организация корпоративного сектора отличается множеством индивидуальных особенностей, которые определяются ее историей, законодательством, структурными характеристиками экономики, политической системой. К факторам, влияющим на выбор модели, относят: уровень экономического развития (концентрация собственности становится механизмом, восполняющим институциональные пробелы в экономике); различия в степени защищенности прав акционеров (обратная связь с уровнем концентрации собственности); идеологические причины (если рынок в глазах социалистически или консервативно ориентированных политиков был олицетворением «хаоса», то крупные компании – воплощением «порядка»); политическое устройство страны.

Как уже было отмечено, в современной мировой экономике преобладает континентальная модель корпоративного управления. Однако исследования<sup>1</sup> выявили возникновение тенденции постепенного ее преобразования в англосаксонскую, которая в настоящий момент счи-

тается наиболее эффективной.

По условиям формирования корпоративного сектора Россия – один из регионов мира, в которых осуществлялся в свое время переход к рыночной капиталистической экономике. Сложившаяся в России модель отражает особенности исторического наследия нашей страны и влияние переходного периода. В перераспределении акционерного капитала в российском корпоративном секторе, на наш взгляд, можно выделить несколько этапов.

Так первый этап можно определить как формирование корпоративного сектора (1992–1995 гг.). Корпоративный сектор в России сформировался быстрее, чем многие другие рыночные институты, поскольку опирался на чрезмерно концентрированные структуры советской экономики. Официально его создание началось с процесса массовой «ваучерной» приватизации, количественный успех которой стал очевидным уже к концу июня 1994 г.: было приватизировано более 15000 крупных и средних предприятий. К концу января 1993 г. 98% всех ваучеров, или 144 млн. единиц, оказалось использованными. Более 40 млн. россиян стали индивидуальными владельцами акций, что свидетельствовало о чрезвычайно распыленной структуре акционерной собственности [1, с. 63]. Таким образом, на этом этапе стала формироваться англосаксонская модель корпоративного управления при доминировании в структуре собственности инсайдеров. Об этом свидетельствуют данные таблицы 1. Однако качественный результат вызывает сомнение, т. к. отличительной чертой корпорации в переходной экономике стало всемогущество менеджеров при слабом сопротивлении среды, что снизило стимулы аутсайдеров к инвестированию в предприятия и одновременно повысило

<sup>1</sup> См. подробнее [2, 6, 13]

стимулы менеджеров к торможению любых структурных изменений.

В 1994 г. в рамках первого этапа началась денежная приватизация. Однако она не привела к быстрому, прозрачному и эффективному перераспределению прав собственности. С помощью ряда формальных и неформальных ограничений работников на продажу акций аутсайдерам менеджерам удалось сохранить контроль над приватизированными предприятиями. В результате усилилась тенденция к концентрации собственности в руках менеджмента предприятий.

Второй этап – становление крупного бизнеса (1995–1998 гг.). Проведение «залоговых аукционов» в 1995 г. стало переломным моментом для формирования крупного российского бизнеса. С получением контроля над ключевыми предприятиями добывающей промышленности весьма средние по своим размерам частные коммерческие банки смогли трансформироваться в крупные национальные финансово-промышленные группы, способные конкурировать на мировом рынке. Банки в этих финансово-промышленных группах стали выполнять функции инфраструктуры. Кроме этого они рассматривались в качестве своеобразных «машин» для извлечения быстрых доходов. Таким образом, в структуре акционерной собственности в этот период наблюдается рост доли финансовых аутсайдеров.

Третий этап (1998–2000 гг.) связан с кризисной и посткризисной динамикой в перераспределении акционерного капитала.

Основным результатом кризиса 1998 г. для российских бизнес-групп стал быстрый и окончательный переход лидерства от финансового к реальному сектору. Кризис нанес серьезный удар по компаниям, ориентированным преимущественно на финансовые и торговые опе-

рации, но одновременно он создал и предпосылки для развития компаний реального сектора, который фактически освободился от значительной части долгового бремени, поскольку погибающим банкам кредитов, конечно, никто не возвращал.

Дополнительным фактором усиления тенденций к концентрации собственности и контроля над ней в 1998 г. стал новый закон о банкротстве. Он породил новую волну перераспределения собственности и достаточно острые корпоративные конфликты, поскольку закон вопреки его смыслу в основном использовался против относительно эффективно работающих предприятий. Однако подобное «оппортунистическое» использование любой, даже мелкой, просроченной задолженности в целях «перехвата» управления на успешных предприятиях подтолкнуло процессы концентрации собственности и контроля, а также привело к «расчистке» массовых неплатежей, накопленных в 1990-е гг.

В этот период происходит снижение доли инсайдеров в акционерном капитале и рост доли внешних акционеров, что явилось результатом двух процессов: во-первых, посткризисной концентрации собственности; во-вторых, снижения официально зарегистрированной доли менеджеров в акционерном капитале, что связано либо с прямым переходом акций к внешним акционерам путем продажи и изъятия за долги, либо с расширением практики неформального контроля со стороны менеджеров.

Таким образом, в этот период происходила дальнейшая концентрация собственности. Данные опроса Российского экономического барометра выявили, что средний размер самого крупного пакета акций в 1999 г. достигал 32%, так что структура акционерной собственности

Таблица 1. Распределение акционерной собственности в российской промышленности (в %)<sup>2</sup>

Собственники	1994 г.	1995 г.	1996 г.	1997 г.	1999 г.	2001 г.	2003 г.
1. Инсайдеры:	65	55	58	52,1	46,2	48,2	46,6
– менеджмент	25	16	18	15,1	14,7	21	25,6
– рядовые работники		39	40	37	31,5	27,2	21
2. Аутсайдеры:	21	32	32	38,8	42,4	39,7	44
– физические лица		9	6	13,8	18,5	21,1	20,1
– другие предприятия		15	15,3	14,7	13,5	11,3	14,3
– финансовые аутсайдеры		8	9,2	10,3	10,4	7,3	9,5
3. Иностранцы инвесторы		1	1,6	1,7	4,3	4,2	5
4. Государство	13	13	9	7,4	7,1	7,9	4,5

<sup>2</sup> Составлено по данным общероссийских опросов 1994–1996 гг. и опросов РЭБ [2, с. 64; 3, с. 102; 4, с. 104; 5, с. 55]

могла характеризоваться как высококонцентрированная [3, с. 104]<sup>3</sup>. Процесс перераспределения акций в этот период шел в трех направлениях: от работников к менеджерам; от инсайдеров к внешним акционерам; от государства к негосударственным держателям акций.

Четвертый этап можно назвать этапом экономического роста (2000–2008 гг.). Российский опыт показывает, что стимулы к реструктуризации предприятий и повышению их эффективности возникли только после консолидации прав собственности в руках одного акционера или сплоченной группы акционеров. Это объясняется тем, что в условиях российской экономики у типичного инсайдера мало шансов удержать контроль над бизнесом длительное время, поэтому он предпочитает максимизировать свои доходы в краткосрочном и иногда в среднесрочном периоде. Концентрация собственности привела к изменению мотивации доминирующих собственников, и с начала 2000-х гг. появились новые механизмы присвоения корпоративных доходов, более соответствующие принципам нормальной рыночной экономики: за счет дивидендных платежей и роста рыночной стоимости пакета акций.

Рост дивидендов наблюдается с 2002 г., и связан он не только с концентрацией собственности, но также и с растущей потребностью мажоритарных собственников диверсифицировать бизнес. При крупных слияниях и поглощениях дивидендные выплаты достаточно часто рассматриваются как один из важнейших источников финансирования сделок по слиянию и поглощению. Рост капитализации компании, как цель мажоритариев, обусловливается довольно часто их желанием увести свои капиталы из данного бизнеса.

В это же время в российском корпоративном секторе начинают формироваться новые стандарты корпоративного управления и повышается его прозрачность. За этим последовало активное привлечение финансовых средств через эмиссию корпоративных облигаций в России и за рубежом, а также выход целого ряда компаний на IPO<sup>4</sup>. Как следствие этого, капитализация российского фондового рынка выросла с 43 млрд. долл. в 2000 г. до 961 млрд. долл. в 2006 г., и Россия вошла в число лидеров по росту данного показателя среди развивающихся рынков [13, с. 4].

Для этого этапа характерно изменение по сравнению с серединой и концом 90-х годов отношений между корпоративным сектором и государством. Стало очевидным, что произошла смена модели партнерства государства и корпоративного сектора на модель, в которой доминирует государство.

Однако уровень концентрации собственности все же остался крайне высоким, что подтверждается проведенными ГУ-ВШЭ в 2005 г. исследованиями (см. рисунок 1). Здесь мы видим распределение корпораций по степени концентрации капитала независимо от сектора и размера корпорации, организационно-правовых форм, а также истории формирования акционерных обществ. На это распределение не оказывало влияния и присутствие их ценных бумаг на российских и зарубежных биржах.

За последние два года перед кризисом (2006–2008 гг.) в корпоративном секторе России четко проявились следующие тенденции:

- расширение государственного сектора как за счет увеличения объемов и видов активов государственных компаний, так и за счет формирования новых акционерных обществ с государственным участием;

- более активное государственное стимулирование спроса за счет закупок для государственных нужд, поддержки государством реализации крупных инвестиционных проектов из средств Инвестфонда и Внешэкономбанка, формирования значимых инфраструктурных программ (Олимпиада «Сочи-2014», подготовка к саммиту АТЭС-2012 во Владивостоке), реализации национального проекта по ипотеке; в результате устойчивая ориентация части корпораций на государственные ресурсы, приобретение для этих целей специализированных зарубежных активов;

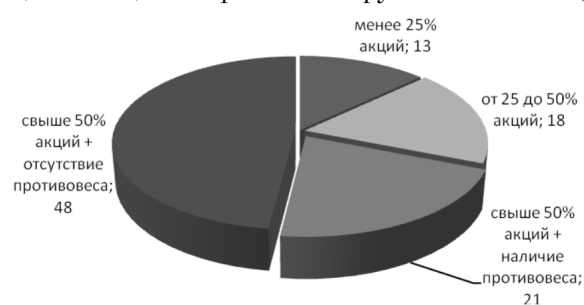


Рисунок 1. Группировка корпораций по уровню концентрации акционерного капитала (в %)<sup>5</sup>

<sup>3</sup> В 2001 г. данный показатель составлял 34,4% [4, с. 109], т. е. сильных изменений не произошло.

<sup>4</sup> IPO (от англ. Initial Public Offering) – это публичное размещение акций на бирже. Может рассматриваться как источник финансирования организации, имеющий ряд преимуществ.

<sup>5</sup> По данным [13, с. 87].

- усиление конкурентного давления со стороны глобального рынка, что подталкивало компании к увеличению масштабов бизнеса. Инструментом здесь стали слияния и поглощения. Это явилось более простым способом укрупнения капитала по сравнению с инновациями и технологической модернизацией существующих активов;
- расширение заимствований за рубежом, увеличение долговой нагрузки на бизнес;
- ужесточение ограничений для иностранных инвесторов и акционеров.

Вместе с тем формировался и ряд тенденций, специфических лишь для определенных групп компаний внутри корпоративного сектора. Так для крупных компаний были характерны кроме быстрого расширения масштабов бизнеса усложнение его организации, снижение внутренней эффективности и управляемости. Усиление неформальных связей с государством обусловило возможность извлекать дополнительные доходы в краткосрочном периоде, возникла иллюзия снижения рисков, что стало стимулом роста внешней задолженности и проведения сверхагрессивной политики по скупке активов. В результате сложилась тенденция нарастающей неэффективности российского корпоративного сектора.

Пятый этап перераспределения собственности в российской экономике можно фиксировать с началом финансового кризиса 2008 г. Те хозяйствующие субъекты, которые сохранили свою ликвидность, смогли ею воспользоваться для приобретения на финансовом рынке обесценивающихся активов<sup>6</sup>. Одновременно активизируется деятельность инсайдеров. Уже во второй половине 2008 г. резко сократилось число сделок по продаже менеджментом пакетов акций своих компаний. Отмечается, напротив, рост числа сделок, в которых инсайдеры выступили покупателями акций своих компаний.

Еще одним каналом перераспределения активов в 2008 г. стали принудительные продажи заложенных под банковское кредитование ценных бумаг российских компаний. Перераспределение собственности было вызвано также начавшимися дефолтами по долговым корпоративным обязательствам. К началу ноября 2008 г. совокупная сумма эмиссий, по которым возникли дефолты, составляла около 30 млрд. руб. К началу 2009 г. стали известны также прецеденты урегулирования долговых обязательств за счет пе-

редачи части активов банку-кредитору. Вполне вероятно последующее выставление полученных активов на продажу, что приведет к интенсификации рынка как инструмента корпоративного контроля [15, с. 30]. Однако большинство экспертов склоняются к тому, что все эти процессы принципиально не изменят структуру собственности в российских компаниях – она останется высококонцентрированной. Таким образом, типичная российская корпорация на сегодняшний момент имеет следующие признаки:

- высокий уровень концентрации собственности и контроля;
- активная интеграция внутри корпоративного сектора, характеризующаяся возрастающей ролью интегрированных бизнес-групп в экономике;
- «персонификация» крупного бизнеса<sup>7</sup>;
- разделение функций собственности и менеджмента, которое началось с 2000 г. Наиболее заметной эта тенденция была в рамках холдингов, которые часто включали несколько десятков самостоятельных юридических лиц. В такой ситуации конечный собственник уже не мог самостоятельно управлять всеми принадлежащими ему активами. В результате именно бизнес-группы лидировали в привлечении наемных менеджеров на подконтрольные им предприятия;
- реальное использование инструментов современного корпоративного управления. Повышение прозрачности компаний, привлечение независимых директоров, регулярная выплата дивидендов и проведение IPO на внутреннем и международном рынках в первой половине 2000-х годов во многом воспринимались как меры, необходимые для улучшения деловой репутации российских компаний на глобальных рынках, но они не затрагивали реальных процессов принятия решений. Однако последние исследования показывают, что внедрение практики капиталистического корпоративного управления происходило не только под воздействием имиджевых факторов или под давлением миноритарных акционеров. Российские компании стали шире использовать инструменты корпоративного управления для решения агентской проблемы взаимоотношений собственников и менеджеров. При этом акцент был сделан на внутренних инструментах: повышении роли советов директоров, внедрении систем стимули-

<sup>6</sup> С мая 2008 г. по февраль 2009 г. капитализация российского фондового рынка упала в 4 раза – с 1,5 трлн. до 370 млрд. долл. [15, с. 30].

<sup>7</sup> Подробнее см. [15]

рования менеджмента в зависимости от результатов деятельности компаний и т. д. [12, с. 72].

Таким образом, можно констатировать, что в России произошла смена модели корпоративного капитала: от первоначально задуманной – англосаксонской модели крупный российский бизнес перешел к континентальной модели с высококонцентрированной собственностью. Но в наших условиях эта модель приобрела свои особенности. Во-первых, в российском корпоративном секторе происходит усиление роли государства. Во-вторых, если в большинстве стран мира исходной базой концентрации собственности выступал институт семьи, то большинство российских корпораций никогда не строились по образцу семейных фирм. В России институт семьи как субъект собственности исторически не сложился<sup>8</sup>. В настоящее время ядро российской корпорации

составляет команда из 2–7 человек, тесно связанных между собой неформальными связями и прошлым совместным опытом работы. Эта особенность имеет серьезные последствия для будущей эволюции российского корпоративного сектора, т. к. институт семьи как субъект собственности надолго фиксирует структуру собственности в странах с развитой рыночной экономикой. В российских же условиях можно ожидать, что современные собственники вряд ли будут оставлять значительные пакеты акций внутри семьи. Скорее всего, они будут их предлагать внешним инвесторам, что ограничит избыточную концентрацию собственности, характерную для нынешнего этапа развития корпоративного сектора. Следовательно, существует надежда на эволюцию российского корпоративного сектора в сторону более эффективной англосаксонской модели.

15.06.2010

#### Список использованной литературы:

1. Андреев, В. Российская приватизация: подходы и последствия [Текст] / В. Андреев // Вопросы экономики. – 2004. – №6. – С. 32–78.
2. Яковлев, А.А. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование [Текст] / А. Яковлев, Ю.А. Данилов // Российский журнал менеджмента. Том 5. – 2007. – №1. – С. 3–34.
3. Капелюшников, Р. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности [Текст] / Р. Капелюшников // Вопросы экономики. – 2000. – №1. – С. 99–119.
4. Капелюшников, Р. Собственность и контроль в российской промышленности [Текст] / Р. Капелюшников // Вопросы экономики. – 2001. – №12. – С. 103–124.
5. Капелюшников, Р. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий [Текст] / Р. Капелюшников, Н. Демина // Вопросы экономики. – 2005. – №2. – С. 53–68.
6. Капелюшников, Р. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений [Текст] / Р. Капелюшников // Российский журнал менеджмента, Том 4. – 2006. – №1. – С. 3–28.
7. Радыгин, А. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе [Текст] / А. Радыгин // Вопросы экономики. – 2001. – №5. – С. 26–45.
8. Папэ, Я.Ш. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития [Текст] / Я.Ш. Папэ // Проблемы прогнозирования. – 2001. – №1. – С. 29–46.
9. Папэ, Я.Ш. Российский крупный бизнес как экономический феномен: специфические черты, модели его организации [Текст] / Я.Ш. Папэ // Проблемы прогнозирования. – 2002. – №2. – С. 83–97.
10. Галухина, Я.С. Российский крупный бизнес в 2000–2005 гг.: основные направления трансформации и развития [Текст] / Я.С. Галухина, Я.Ш. Папэ // Проблемы прогнозирования. – 2006. – №3. – С. 23–41.
11. Галухина, Я.С. Российский крупный бизнес в 2000–2005 гг.: некоторые ключевые аспекты развития [Текст] / Я.С. Галухина, Я.Ш. Папэ // Проблемы прогнозирования. – 2006. – №4. – С. 64–79.
12. Яковлев, А. Российская корпорация: модели поведения в условиях кризиса [Текст] / А. Яковлев, Ю. Симачев, Ю. Данилов // Вопросы экономики. – 2009. – №6. – С. 70–82.
13. Долгопятова, Т. Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний [Текст] / Т. Долгопятова // Вопросы экономики. – 2007. – №1. – С. 81–97.
14. Радыгин, А. Российский рынок слияний и поглощений: этапы, особенности, перспективы [Текст] / А. Радыгин // Вопросы экономики. – 2009. – №10. – С. 23–45.
15. Булганина, С.Н. Природа и структура экономических субъектов: монография [Текст] / С.Н. Булганина. – Оренбург: ОГУ, 2003. – 206 с. – ISBN 5-7410-5698-9.

<sup>8</sup> В дореволюционной России были зачатки данного процесса, однако перерыв в капиталистическом развитии привел к потере данных традиций.

Сведения об авторе: Щепачева Наталья Петровна, старший преподаватель кафедры экономической теории Оренбургского государственного университета 460018, г. Оренбург, пр-т Победы, д. 13, ком. 6108, тел. (3532) 372452, e-mail: balakova@mail.ru

Shchepacheva N.P.

Redistribution of share capital in corporative sector of Russian economy

The analysis of the process of share capital redistribution and property in Russian economy is given in this article. The author shows the stages of its development in Russian corporative sector, reveals typical features each of stages of forming of Russian modern corporation model.

Key words: corporative sector, corporation, share capital, structure of property, business-groups, privatization.