

МОСКОВСКИЙ ЦЕНТР КАРНЕГИ

Сергей Гуриев, Ольга Лазарева,
Андрей Рачинский, Сергей Цухло

**КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ
В РОССИЙСКОЙ ПРОМЫШЛЕННОСТИ**

№ 2, 2003

Москва

© Carnegie Endowment for International Peace, 2003

Полная или частичная перепечатка данной публикации возможна только с письменного согласия Московского Центра Карнеги. При цитировании ссылка на издание обязательна.

Московский Центр Карнеги

Россия, 103009 Москва, Тверская ул., 16/2.

Тел.: (095) 935-8904.

Факс: (095) 935-8906.

Эл. почта: info@carnegie.ru.

Интернет: <http://www.carnegie.ru>.

Электронные версии всех публикаций Московского Центра Карнеги: <http://pubs.carnegie.ru>.

Статьи и доклады, издаваемые Московским Центром Карнеги в серии «Рабочие материалы», обеспечивают читательской аудитории оперативный доступ к наиболее актуальным исследованиям по вопросам внешней и внутренней политики в России и Евразии. В серии публикуются либо промежуточные итоги работы, либо материалы, заслуживающие немедленного внимания читателей. Ваши отклики и комментарии просим направлять авторам работ по вышеуказанному адресу.

Данная работа была осуществлена в рамках проекта Стокгольмского института переходной экономики и Института правовых реформ. Поддержка работы была осуществлена Московским общественным научным фондом (МОНФ) за счет средств, предоставленных Агентством по международному развитию Соединенных Штатов Америки (USAID). Точка зрения, отраженная в данной публикации, может не совпадать с мнением Агентства по международному развитию или Московского общественного научного фонда. Авторы признательны коллегам из Российской экономической школы (РЭШ) и Центра экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЭФИР), участникам семинаров в ЦЭФИР и Центральном экономико-математическом институте, конференции МОНФ.

Об авторах

Гуриев Сергей Маратович — доктор экономических наук, проректор по развитию Российской экономической школы.

Лазарева Ольга Владимировна — экономист Центра экономических и финансовых исследований и разработок.

Рачинский Андрей Александрович — экономист Центра экономических и финансовых исследований и разработок.

Цухло Сергей Владимирович — кандидат экономических наук, заведующий лабораторией конъюнктурных опросов Института экономики переходного периода.

СОДЕРЖАНИЕ

Краткое содержание	4
Введение	6
Постановка задачи	6
Обзор литературы	7
Основные вопросы исследования	10
1. Описание выборки.....	11
2. Качество корпоративного управления в российской промышленности	15
Компоненты корпоративного управления.....	15
Индекс корпоративного управления.....	18
Факторы, определяющие качество корпоративного управления	19
3. Инвестиции.....	23
Наличие инвестиций и источники финансирования	23
Факторы, определяющие наличие инвестиций	25
Факторы, определяющие источники инвестиций	26
4. Кодекс корпоративного поведения и спрос на корпоративное управление	28
Осведомленность о Кодексе	28
Востребованность Кодекса	29
Факторы, определяющие спрос на стандарты корпоративного управления	32
Заключение.....	35
Литература	37
Приложения	38
1. Распределение ответов на вопросы анкет.....	38
2. Описание переменных	42
3. Таблицы	43
4. Краткое описание Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ.....	47
О Фонде Карнеги.....	49

КРАТКОЕ СОДЕРЖАНИЕ

Цели исследования

В 2002 г. в российской экономике началось замедление темпов роста. По всей видимости, бурный рост 1999—2001 гг., основанный на использовании простаивающих мощностей и фактически свободных человеческих ресурсов, исчерпал свой потенциал. 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), предложенного Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ). Кодекс определяет стандарты корпоративного управления, позволяющие обеспечить защиту инвесторов на уровне, вполне соответствующем западным рынкам капитала. Предполагается, что принятие компаниями Кодекса или отдельных его положений будет добровольным. 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 напрямую зависит от того, насколько сильными будут стимулы предприятий к принятию его положений. Исследование факторов, определяющих эти стимулы, и является главной целью настоящей работы. Используя опрос репрезентативной выборки (около 1000) российских промышленных 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.

Основные результаты

1. Концентрация собственности в российской промышленности достаточно высока. Администрация предприятия контролирует в среднем 19% акций. На предприятиях, где администрация участвует в собственности, ее доля составляет 27%. Крупнейший внешний собственник контролирует в среднем 24% (на предприятиях, где такой собственник располагает более чем 1% акций, эта доля составляет 40%). В то же время пока велика и доля мелких акционеров — в среднем они контролируют 24% акций. Так как подавляющее большинство предприятий нашей выборки не представлено на рынке акций, наличие мелких акционеров, по-видимому, обусловлено последствиями приватизации.

2. Уровень корпоративного управления на разных предприятиях сильно различается. В среднем предприятия ответили положительно 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 пять или шесть вопросов. Уровень корпоративного управления выше на больших предприятиях, несколько хуже в лесной, пищевой промышленности и в промышленности стройматериалов, хуже на предприятиях, располагающих денежными средствами.

3. Концентрация собственности положительно влияет на корпоративное управление. Чем выше концентрация собственности в руках администрации или 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. За этим пороговым значением дальнейшая концентрация собственности ухудшает корпоративное управление.

4. Большинство предприятий финансируют инвестиции из собственных средств. Из 78% предприятий, осуществивших инвестиции в 2002 г., только 21% инвестировали за счет банковских кредитов, и лишь 0,7% — за счет выпуска акций.

5. Концентрация собственности положительно 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 в среднем по выборке, но влияет положительно, если доля мелких акционеров достаточно высока. Если велика доля крупных акционеров, то уровень корпоративного управления влияет на инвестиции отрицательно.

7. Осведомленность о Кодексе корпоративного поведения оставляет желать лучшего. Лишь треть руководителей предприятий ответили, что они знакомы с Кодексом, и лишь 4% — что знакомы с ним в деталях.

8. Спрос на положения Кодекса определяется осведомленностью о нем, текущим уровнем корпоративного управления на данном 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 отрасли.

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), т. е. 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 акционерного капитала представляется в обозримом будущем маловероятным.

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

ВВЕДЕНИЕ

Постановка задачи

В 2002 г. в российской экономике началось снижение темпов роста. По всей видимости, бурный рост 1999—2001 гг., основанный на использовании простаивающих мощностей и фактически свободных человеческих ресурсов, исчерпал свой потенциал. Для дальнейшего роста необходим новый физический и человеческий капитал. 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 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, предложенного Федеральной комиссией по ценным бумагам. Краткое описание Кодекса приведено в приложении. Кодекс определяет стандарты корпоративного управления, позволяющие обеспечить защиту инвесторов на уровне, вполне соответствующем западным рынкам капитала¹. Предполагается, что принятие компаниями Кодекса или отдельных его положений будет добровольным. Российский опыт показал, что в отсутствие развитой судебной системы добровольное внедрение новых институтов — единственный выход. 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 законодательства².

Таким образом, успех Кодекса будет напрямую зависеть от того, насколько сильны стимулы предприятий к принятию его положений. Исследование факторов, определяющих эти стимулы, и является главной целью настоящей 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 с интересами крупных и мелких внешних инвесторов или противоречат им. 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. Внедрение 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 нашего исследования — выяснить, согласны ли руководители 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.

¹ Необходимо подчеркнуть, что, как и создатели Кодекса, мы в данной работе под корпоративным управлением понимаем механизмы, обеспечивающие защиту прав инвесторов компании, т. е. получение инвесторами отдачи на инвестиции. Именно так определяется корпоративное управление в [19]. 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 [21; 8]. Иначе говоря, корпоративное управление понимается как механизм трансформации рыночных сигналов в корпоративное поведение. Это определение описывает стимулы не только инвесторов, но и других заинтересованных в работе компании лиц (стейкхолдеров) — работников, кредиторов, поставщиков и покупателей.

² ФКЦБ рекомендовала организаторам торговли и фондовым биржам предусмотреть в качестве одного из условий включения ценных бумаг в котировальные листы предоставление эмитентами информации о следовании положениям Кодекса.

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 ситуациях их внедрение сопряжено с большими или меньшими проблемами? Почему внедрение институтов хорошего корпоративного управления в одних странах является равновесной стратегией, а в других — нет? Мы планируем выявить эмпирические закономерности, которые поставят вопросы для дальнейших теоретических и эмпирических исследований.

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» [17]. 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, «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 противоположными характеристиками.

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 Филипа Кифера и Мэри Ширли [13]. 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. Кифер и Ширли 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, чтобы хотя бы отчасти компенсировать отсутствие развитых формальных институтов, таких, как корпоративное законодательство и судебная система.

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 котором 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. В обоих случаях стоимость капитала будет ниже, если удастся убедить инвесторов, 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. [20]. Институты, кото-

рые ограничивают экспроприацию, и называются корпоративным управлением [19]³. Недавние межстрановые исследования структуры собственности и институтов корпоративного управления показали, что в странах с недостаточной законодательной защитой прав мелких инвесторов собственность компаний более концентрирована [14]. Если правовая среда не может гарантировать мелким акционерам защиту их интересов, то компаниям не удастся привлечь капитал на фондовом рынке по разумной цене.

Насколько остры эти проблемы 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 Бернарда Блэка [10] предпринята попытка оценки соотношения между уровнем корпоративного управления и рыночной стоимостью компаний в России. Используя рейтинги корпоративного управления, разработанные на осень 1999 г. (инвестиционной компанией «Brunswick Warburg»), и отношение фактической капитализации к потенциальной, определенной инвестиционным банком «Тройка-Диалог» для выборки из 21 компании, Блэк показал значимую корреляцию между этими показателями (рис. 1).

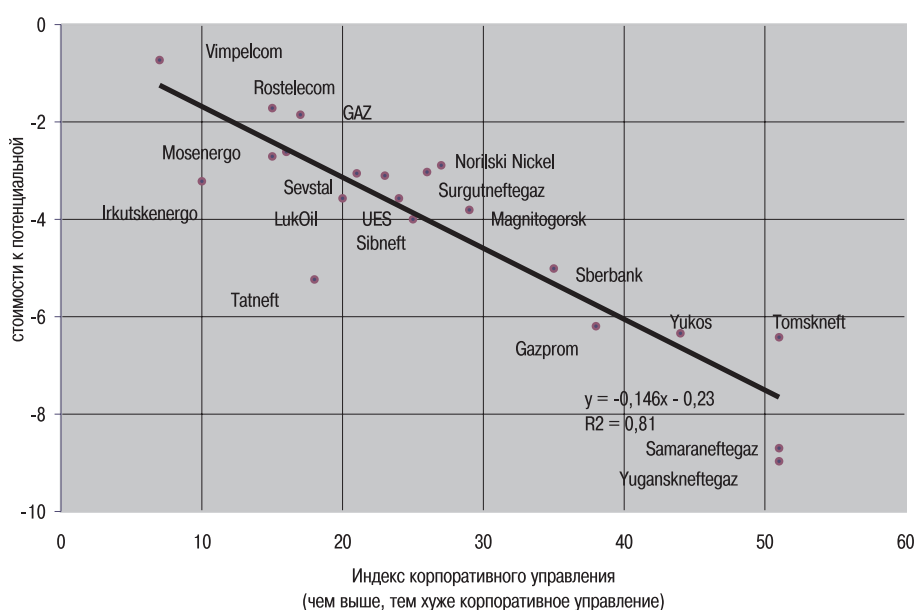


Рис. 1. Зависимость рыночной капитализации компании от качества корпоративного управления для 21 наиболее ликвидных российских эмитентов в 1999 г.

Источник: [10]

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 повышает их капитализацию, то результаты перестали бы зависеть от выбора «потенциальной» капитализации. Такой анализ проведен в работе Андрея Рачинского [18], где показано, что эффект действительно слабее в 6—7 раз. Впрочем, и в этом случае влияние корпоративного управления на капитализацию достаточно велико —

³ 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, т. е. предприятия сами выбирают, какие стандарты вводить или какие законодательные нормы исполнять, в зависимости от потребности в инвестициях и других факторов.

улучшение корпоративного управления на один балл (по шкале «Brunswick Warburg» 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, безусловно, нефтяная компания ЮКОС (одна из худших с точки зрения корпоративного управления в 1999 г.). Институт корпоративного управления и права (<http://www.iclg.ru>) регулярно строит собственный индекс корпоративного управления. За 15-месячный период с момента опубликования первого рейтинга (январь 2001 г.) до опубликования последнего (апрель 2002 г.) лидером роста рейтинга является ЮКОС (9%). При этом капитализация компании выросла почти в пять раз (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 [1]. Оказалось, что руководители ста крупнейших российских компаний хотя и не уверены в том, что Кодекс поможет привлечь инвестиции, все же готовы принять большинство его положений.

С другой стороны, очень мало внимания уделяется предприятиям, чьи акции неликвидны или вообще не включены в листинги торговых систем и бирж. В 2001 г. в России насчитывалось около 60 тыс. открытых и более 370 тыс. 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 [6] перечислено пять способов защиты прав инвесторов:

- концентрация собственности;
- рынок корпоративного контроля;
- делегирование и концентрация контроля в руках совета директоров;
- предоставление менеджменту стимулов, согласованных с интересами акционеров;
- использование судов для наказания менеджеров в случае нарушения ими обязанностей (fiduciary duty) перед акционерами.

Ликвидность рынка акций исключительно важна для четвертого способа, но и оставшихся механизмов (за исключением не реализуемого в России пятого способа) может быть вполне достаточно. Действительно, как показано в работе Эрика Берглёфа и Патрика Болтона [7], в большинстве стран Центральной и Восточной Европы рост инвестиций происходит на фоне неразвитого фондового рынка. Основным источником нового капитала являются прямые иностранные инвестиции. Несмотря на то, что банковская система там 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 [8], 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 трансакционные издержки на рынке корпоративного контроля⁴.

⁴ А. Радыгин и З. Энгов [5], А. Радыгин и С. Архипов [4] 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.

Основные вопросы исследования

Данное исследование — исключительно эмпирическое. Используя опросы около 1000 промышленных 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 их 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 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 значительного перераспределения 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 института в неформальный. В развитых странах уровень защиты прав инвесторов определяется законодательством и 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.

Хотя приведенные рассуждения об эндогенности корпоративного управления и структуры собственности очевидны, они 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: чтобы вводить институты корпоративного управления, инсайдеры должны быть заинтересованы в благосостоянии компании⁵. Таким образом, формальные и неформальные институты корпоративного управления развиваются по совершенно разным законам.

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.

Работа построена следующим образом. Сначала приводится описание выборки, в том числе обсуждается и структура собственности предприятий, входящих в выборку (раздел 1). Затем мы пытаемся определить, как текущий уровень корпоративного управления зависит от размера предприятия, структуры собственности, отраслевых и региональных переменных (раздел 2). В разделе 3 оценивается влияние корпоративного управления и структуры собственности на инвестиции и источники их финансирования⁶. В разделе 4 мы рассмат-

⁵ Существенное отличие от западной литературы заключается в предположениях о стимулах менеджмента и частных выгодах контроля. Например, в моделях, рассмотренных в [12], менеджер заинтересован в инвестициях, 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.

⁶ Мы не задаемся вопросом, насколько инвестиции необходимы. Во многих странах низкий уровень корпоративного управления приводит к избыточным или убыточным инвестициям. Мы предполагаем, что отсутствие инвестиций в России 1990-х годов делает любые капиталовложения желательными.

риваем, 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.

1. 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. Среди респондентов директора предприятий составляют 35%, заместители директоров — 35%, руководители экономических подразделений — 22%.

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

На рис. 2—4 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 3 структура выборки сопоставляется со структурой российской промышленности в целом (по данным Реестра промышленных предприятий Госкомстата).



Рис. 2. Региональная структура выборки

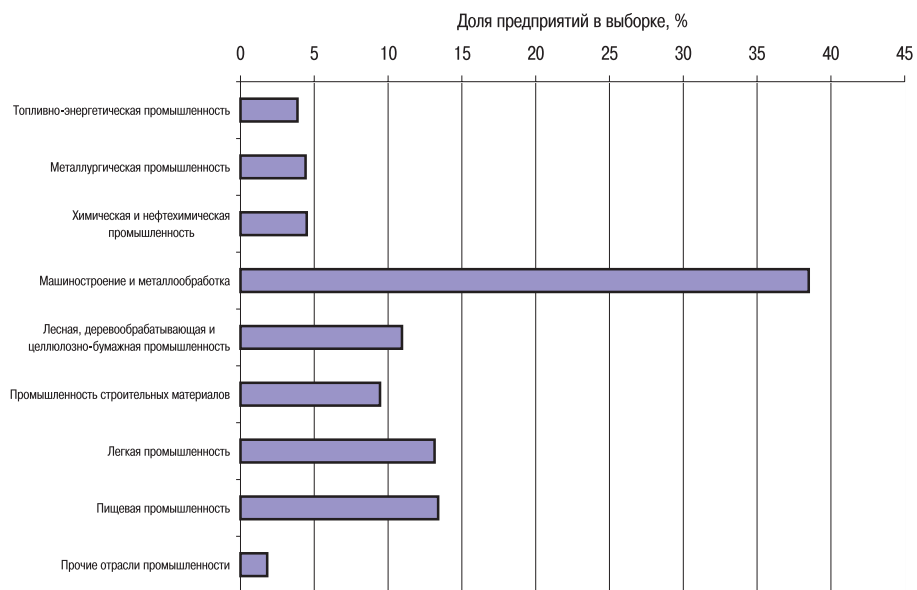


Рис. 3. Отраслевая структура выборки двузначных отраслей ОКОНХ

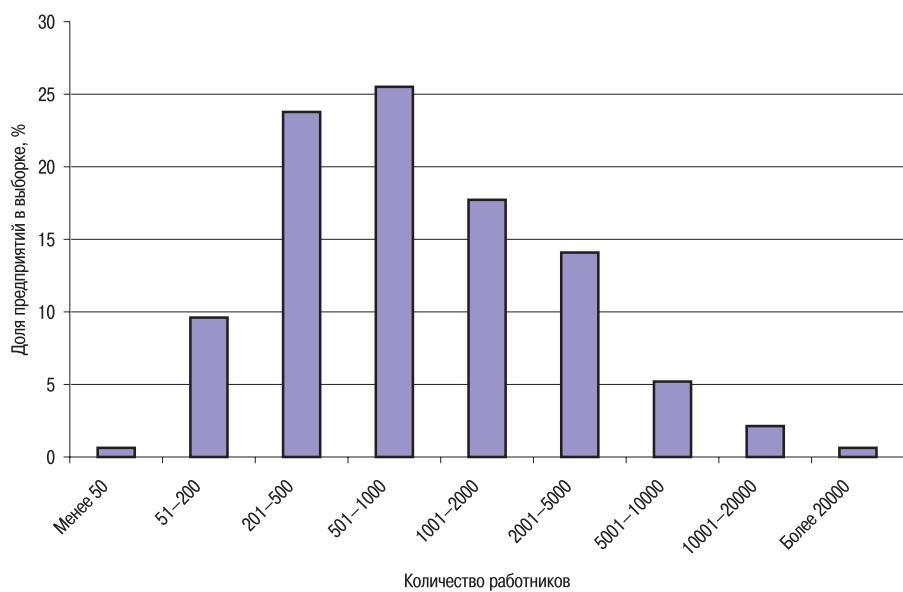


Рис. 4. Структура выборки по размеру предприятий

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

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 30 компаний (3% выборки) котируются в РТС, из них лишь по акциям 13 компаний (1,3% выборки) в 2001 г. прошло более 20 сделок общей стоимости более 100 тыс. долл.

В табл. 1 представлены данные о структуре собственности. Как и следовало ожидать, предприятия, входящие в выборку, обладают достаточно концентрированной структурой собственности. Так, на предприятиях, в собственности которых присутствует крупный внешний акционер, он располагает в среднем 40% акций⁷. 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%.

Таблица 1

Структура собственности предприятий

Тип собственника	Среднее, %	Медиана, %	Среднеквадратичное отклонение	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
<i>Только для предприятий, где присутствует данный тип собственника</i>				
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

На рис. 5 приведены гистограммы распределения долей акций для каждой категории собственников. В нашей выборке представлены предприятия с самой разнообразной структурой собственности. Это и предприятия, в которых доминируют инсайдеры, и предприятия с контрольным или блокирующим пакетом внешнего собственника⁸, а также предприятия с большой долей мелких (менее 5% акций) внешних собственников. Приведена также 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.

⁷ Следуя литературе по корпоративному управлению, под внешними акционерами мы понимаем всех акционеров, которые не являются менеджерами или работниками предприятия. Возникает вопрос, насколько правомерно называть внешними собственников, которые де-факто могут быть аффилированы с администрацией предприятия. Однако на практике проследить такие связи очень сложно.

⁸ Как видно на рис. 5, крупные внешние акционеры предпочитают держать пакеты 25%, 50% и 75% акций.

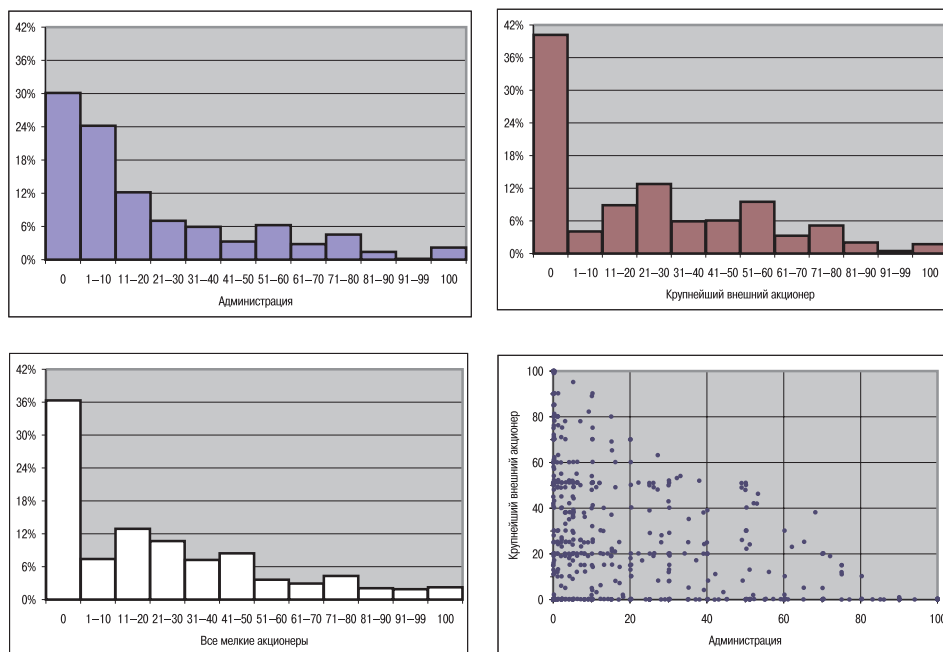


Рис. 5. Гистограммы распределения долей акций

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 величины⁹, 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 неразвиты, собрать ресурсы для покупки большого пакета акций крупного предприятия очень трудно. С другой 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. 6, имеют место оба эффекта. Во-первых, взаимодействие этих противоположных эффектов приводит к тому, что размер (количество занятых) и доля мелких акционеров не коррелированы. Во-вторых, доля крупнейшего внешнего акционера действительно возрастает с увеличением размера предприятия, а доля администрации — убывает¹⁰.

⁹ Если упорядочить выборку по объему продаж, то медианное предприятие из большей половины выборки (т. е. предприятие, занимающее 711-е место по размеру в выборке из 948 предприятий; $711 : 948 \cdot 100 = 75\%$) больше медианного предприятия из меньшей половины (т. е. предприятия, занимающего 237-е место в выборке; $237 : 948 \cdot 100 = 25\%$) в 7,8 раза.

¹⁰ Такая же взаимосвязь наблюдается между структурой собственности и другим показателем размера — объемом продаж. Если одно предприятие больше другого в десять 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 (хотя 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 десять раз доля мелких акционеров в среднем ниже на 7,3%.

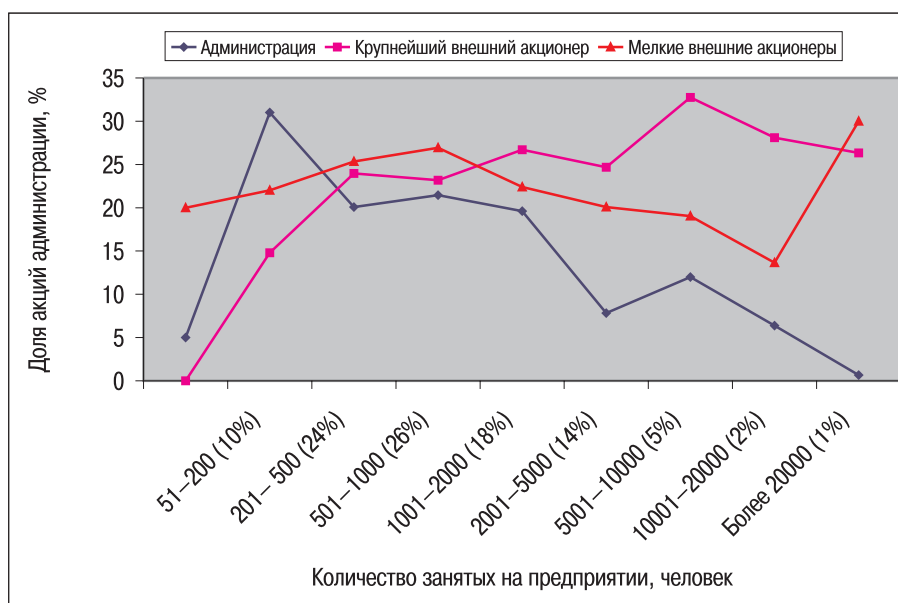


Рис. 6. Зависимость доли акций администрации, крупнейшего внешнего собственника и мелких внешних акционеров от размера предприятия

2. 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. Ниже представлены результаты исследования качества корпоративного управления и факторов, от которых оно зависит.

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:

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

Отметим, что лишь часть этих норм являются обязательными к исполнению согласно закону. Предоставление повестки дня акционерам обязательно согласно закону «Об акционерных обществах». 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 превы-

шает 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 ответили 672 открытых акционерных обществ и 186 закрытых. Распределение ответов представлено на рис. 7. Для каждого вопроса верхняя строка соответствует распределению ответов ОАО, нижняя — ЗАО. 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.

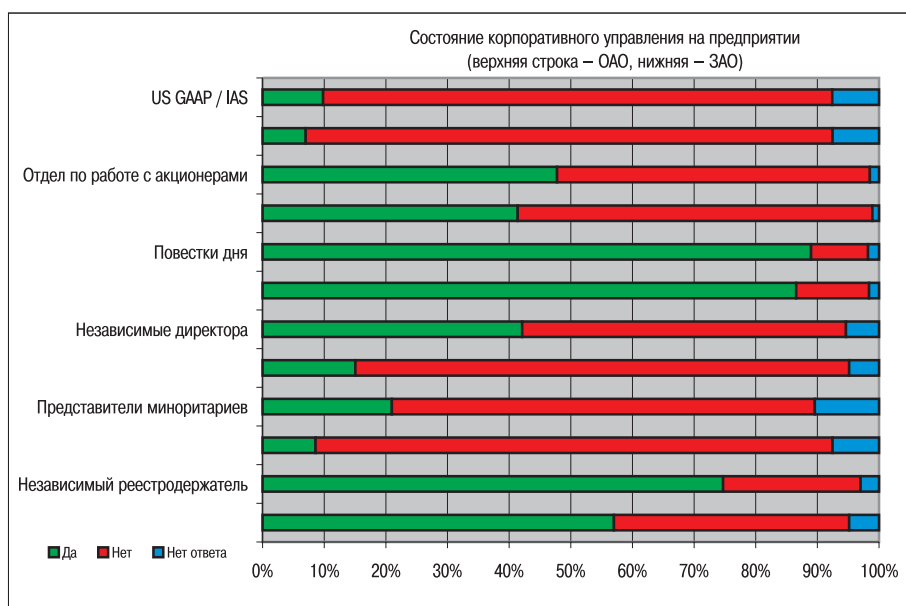


Рис. 7. Распределение ответов на вопросы о состоянии корпоративного управления на предприятии

Впрочем, главное — результаты по выборке в целом. Оказывается, качество корпоративного управления по отдельным компонентам существенно отличается. Так, подавляющее большинство компаний вовремя извещают акционеров о собрании, но только 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 табл. 2 представлена матрица корреляций между ними. Все компоненты имеют положительную и значимую корреляцию, а некоторые и достаточно большую по величине.

Матрица корреляций между компонентами корпоративного управления

	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%-ном уровне.

Одна из причин высокой корреляции ответов на вопросы состоит в том, что они отчасти определяются одними и теми же факторами. К факторам, влияющим на издержки внедрения всех норм корпоративного управления, относится 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 рис. 8 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 управления¹¹.

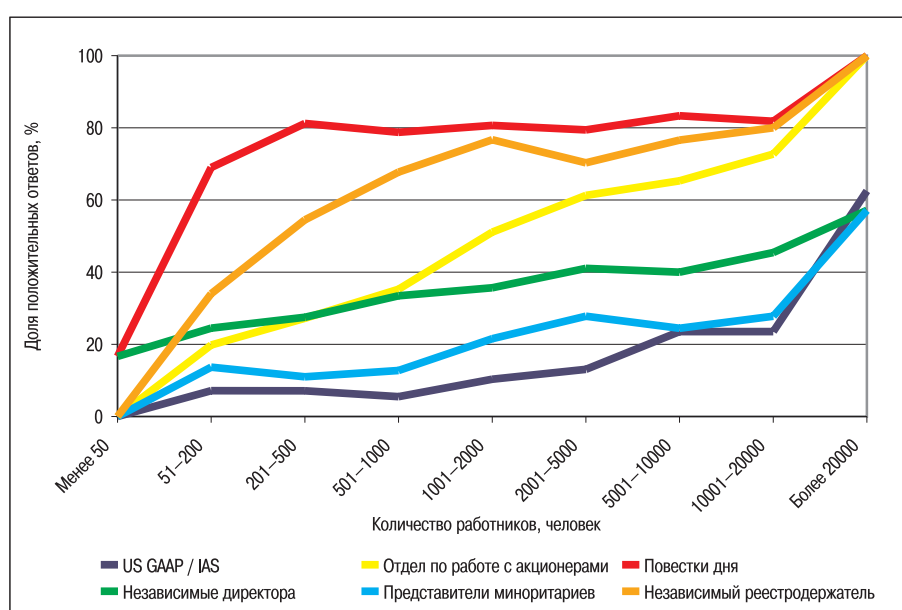


Рис. 8. Зависимость доли положительных ответов на шесть вопросов о корпоративном управлении от размера предприятия (доли положительных ответов усреднены по категориям размера, отложенным по горизонтальной оси)

¹¹ 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).

Индекс корпоративного управления

Какой из шести вопросов наилучшим образом описывает качество корпоративного управления? Можно ли построить скалярный индекс, показывающий, 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* → *представители миноритариев* → *независимые директора* → *отдел по работе с акционерами* → *повестки дня* → *независимый реестродержатель* (т. е. 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.

Поэтому более подходящим представляется метод главных компонент. В табл. 3 представлены собственные значения и собственные вектора. Первая компонента объясняет 35% общей вариации, что заметно больше объясняющей силы второй и третьей компонент (16% и 15% соответственно). Вес шести вопросов в первой главной компоненте примерно одинаков¹². С несколько большим весом в первую компоненту входят ответы на третий (о повестке дня) и шестой (о независимом реестродержателе) вопросы. Вторая компонента, напротив, состоит практически из одного первого вопроса (о международных стандартах отчетности). В третьей компоненте в большей степени представлены четвертый и пятый вопросы.

Таблица 3

Собственные значения и собственные вектора (метод главных компонент)

Компонента	Собственное значение	Доля объясненной вариации	Вопрос	Собственный вектор		
				1	2	3
1	2,10	0,35	1	0,15	0,97	0,14
2	0,98	0,51	2	0,41	0,10	-0,33
3	0,89	0,66	3	0,51	-0,09	-0,36
4	0,81	0,80	4	0,39	-0,18	0,57
5	0,71	0,91	5	0,39	-0,09	0,58
6	0,51	1,00	6	0,49	-0,07	-0,29

Построенный индекс корпоративного управления распределен на интервале от -2,37 до 3,07 со стандартным отклонением 1,45 (среднее значение нормализовано к нулю). На рис. 9 представлена гистограмма распределения значений первой главной компоненты. Хотя у половины предприятий корпоративное управление близко к среднему, у достаточно большого числа предприятий корпоративное управление очень плохое или очень хорошее.

¹² 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.

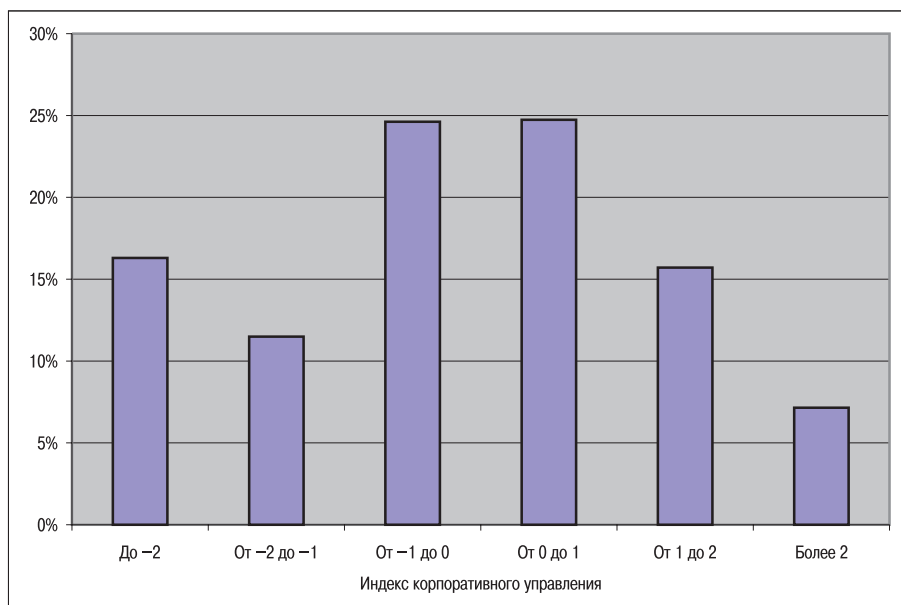


Рис. 9. Гистограмма распределения индекса корпоративного управления (первой главной компоненты шести вопросов). Значения ИКУ менее -2 соответствуют отрицательным ответам на все шесть вопросов, более 2 – положительным ответам на пять или шесть вопросов.

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 не приводятся исследования для ответов на шесть вопросов по отдельности, а исследуются 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 рис. 10 представлены гистограммы совместного распределения концентрации собственности и индекса корпоративного управления. 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%.

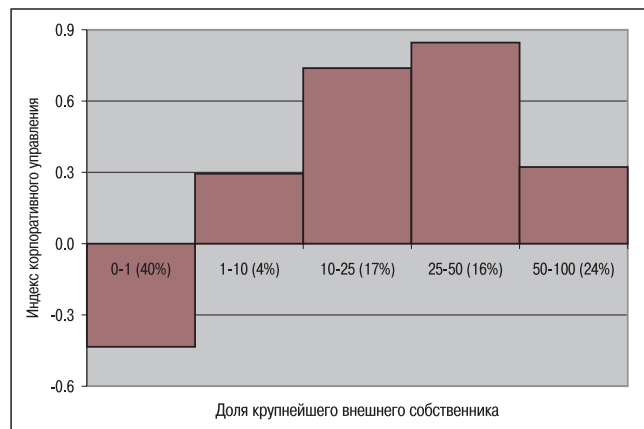
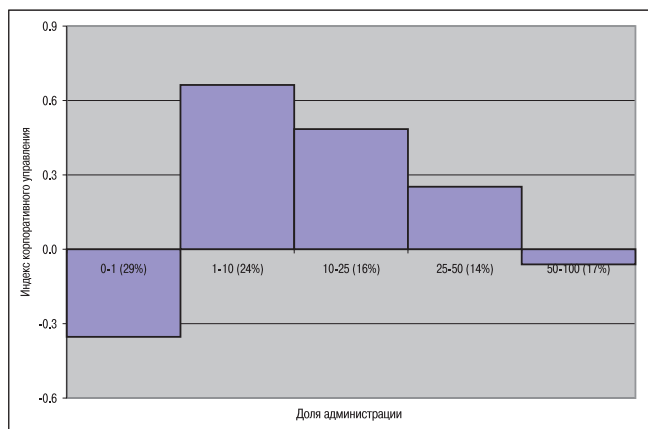


Рис. 10. Зависимость индекса корпоративного управления от доли собственности в распоряжении администрации и крупнейшего внешнего собственника

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 анализа¹³. В табл. 4 приводятся результаты регрессий МНК в пяти различных спецификациях¹⁴. 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. Обнаруженная в парных сопоставлениях немонотонная связь между концентрацией собственности и корпоративным управлением сохраняется и в регрессиях.

Таблица 4

Факторы, определяющие корпоративное управление (зависимая переменная — индекс корпоративного управления)

Переменная	Спецификация					
	1	2	3	4	5	6
<i>Админ</i>	0,561 *	0,764 **	0,682 *	0,892 *	3,638 **	-2,014 +
<i>Кр.внеш.</i>	0,949 **	1,080 **	0,856 **	2,070 **	2,731 **	-2,138 *
<i>Мелкие</i>		0,984 **	0,788 *	0,786 **	0,701 **	
<i>Админ_кв</i>				-0,637		
<i>Кр.внеш_кв</i>				-3,697 **		
<i>Админ*(Админ > 0,25)</i>					-2,911 **	
<i>Кр.внеш*(Кр.внеш > 0,50)</i>					-1,887 **	
<i>Лог.продаж</i>	0,226 **	0,225 **	0,277 **	0,213 **	0,221 **	0,133 +
<i>Ликвидность</i>			-3,584 +			
<i>Экспорт</i>	0,589	0,571	0,302	0,470	0,737 +	0,163
<i>ЗАО</i>	-0,217	-0,311 +	-0,479 *	-0,198	-0,221	-0,511
<i>Отрасли</i>	Незнач.	Незнач.	Незнач.			
<i>Москва</i>	-0,870 **	-0,933 *	-0,820	-0,692 **	-0,845 **	-1,865 **
<i>ДВФО</i>	0,347	0,165	0,166	0,079	0,068	-0,562
<i>СЗФО</i>	0,034	0,061	0,431	0,008	0,003	0,657
<i>СФО</i>	-0,299	-0,458 +	-0,669 *	-0,523 **	-0,475 +	-1,042+
<i>ЮФО</i>	-0,052	-0,198	-0,063	-0,245	-0,273	-0,214
<i>УФО</i>	-0,754 **	-0,770 **	-0,407	-0,831 **	-0,772 **	-1,119 +

¹³ Обоснованность рассмотрения структуры собственности в качестве экзогенной переменной в этой и последующих регрессиях обсуждается во введении («Основные вопросы исследования»).

¹⁴ Регрессии для отдельных компонент корпоративного управления дают похожие результаты.

Переменная	Спецификация					
	1	2	3	4	5	6
<i>ПФО</i>	-0,200	-0,251	-0,092	-0,164	-0,161	-0,354
Количество наблюдений	327	300	217	300	300	73
R ²	0,25	0,30	0,29	0,34	0,36	0,56

* Коэффициент значим на 10%.

* Коэффициент значим на 5%.

** Коэффициент значим на 1%.

Примечание. Приведены результаты регрессий методом наименьших квадратов с робастными стандартными ошибками. В графах 1–5 представлены результаты регрессий по полной выборке, в графе 6 – по подвыборке с долей крупнейшего внешнего собственника более 50% ($Кр.внеш. > 0,5$). Полное описание переменных и таблицу корреляций см. в приложениях 2 и 3. 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*.

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 немонотонен или по крайней мере нелинеен. 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 графе 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. Выше критического уровня концентрации эффект становится незначимым.

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 ниже¹⁵. Относительно небольшое количество наблюдений с концентрацией собственности выше критического уровня не позволяет уверенно утверждать, ухудшается корпоративное управление при дальнейшей концентрации собственности или остается постоянным.

Чем обусловлена данная нелинейность? По-видимому, если в руках одного акционера сосредоточен слишком большой пакет акций, добровольные институты корпоративного управления теряют ценность, по-

¹⁵ Рэндалл Морк, Андрей Шлейфер и Роберт Вишни [15] 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.

этому внедрять их не имеет смысла. Единственное решение в данном случае — выкуп крупным акционером акций у мелких инвесторов.

Остальные переменные играют менее важную роль. Во всех спецификациях наблюдается упомянутый 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. Мы также добавляли такие финансовые показатели, как отношение ликвидных средств к краткосрочным пассивам и производительность труда относительно среднеотраслевого уровня (по пятизначным отраслям Общероссийского классификатора отраслей народного хозяйства — 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 незначимы (регрессии по подвыборке с исключенными ЗАО также давали похожие результаты).

Отраслевые различия в уровне корпоративного управления приведены в табл. 5 и на рис. 11. 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.

Таблица 5

Отраслевые различия в уровне корпоративного управления

Отрасль	Средний по отрасли ИКУ (в скобках — среднеквадратическое 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)	0,00
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)

* Коэффициент значим на 5%.

** Коэффициент значим на 1%.

Примечание. В последнем столбце приведены коэффициенты и их стандартные ошибки при отраслевых фиктивных переменных из регрессии для индекса корпоративного управления (табл. 4, спецификация 5). Базовая отрасль в регрессии — машиностроение и металлообработка.

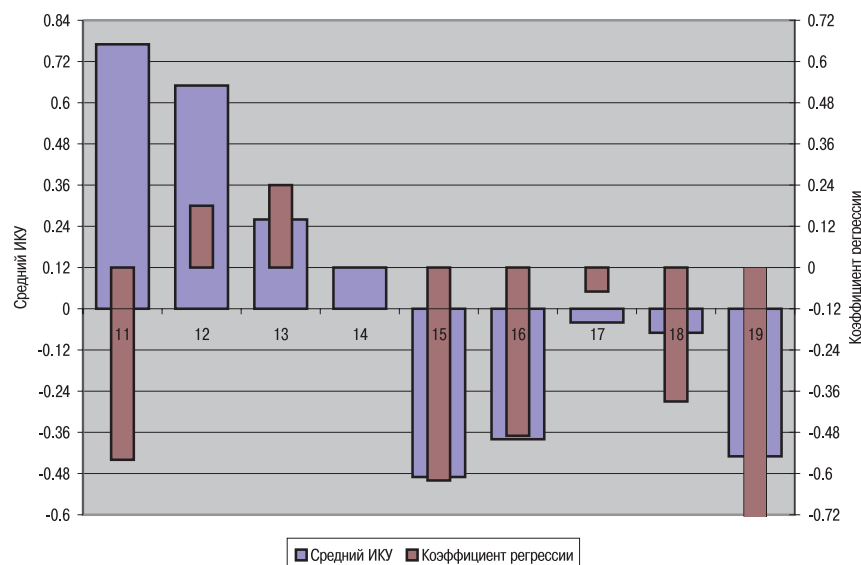


Рис. 11. Корпоративное управление в различных отраслях российской промышленности. Представлены средние значения индекса корпоративного управления (левая шкала) и фиктивные переменные (отличия от машиностроения) из регрессии (последний столбец табл. 4) для соответствующих отраслей

3. ИНВЕСТИЦИИ

Главная цель любой реформы корпоративного управления — улучшение инвестиционного климата, создание условий для привлечения внешних инвестиций. Насколько эту проблему можно решить при помощи Кодекса 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» Адольфа Берле и Гардинера Минса [9] — многие из них контролируются одним внешним или внутренним собственником, поэтому инвестиции не обязательно должны быть обусловлены защитой прав мелких акционеров. Более того, обнаруженные нелинейные эффекты не позволяют надеяться на существование простой связи между корпоративным управлением и инвестициями.

Наличие инвестиций и источники финансирования

В табл. 6 приведены ответы предприятий на вопрос о наличии инвестиций и источниках их финансирования. 77,6% предприятий осуществляли инвестиции. В основном инвестиции финансировались из собственных средств. Лишь 21,3% предприятий использовали банковские кредиты, менее 1% — выпуск новых акций. Всего семь предприятий в выборке когда-либо выпускали облигации. Это соответствует данным Госкомстата о ситуации в российской промышленности в целом (см. приложение 3). Отметим, что полученные результаты не сильно отличаются и от данных по другим странам, как переходным [7], так и развитым [16].

Наличие инвестиций и источники финансирования

Характеристика	Доля 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

Примечание. Приведено 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 табл. 7 приведены различные характеристики предприятий по источникам финансирования инвестиций. Структура собственности не играет большой роли за исключением доли мелких акционеров. Чем большее количество акций контролируют мелкие акционеры, тем меньше предприятие привлекает внешних инвестиций¹⁶.

Характеристики предприятий по источникам инвестиций

Характеристика	Источник инвестиций					
	Всего	Нет	Собственные средства	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	-0,2	0,2	0,2	1,9	-0,2
Ответы на вопрос: «Под какой МАКСИМАЛЬНЫЙ процент В ВАЛЮТЕ Вы готовы привлечь ДОЛГОСРОЧНЫЙ банковский кредит?»:						
нет потребности	25,8	36,0	29,1	19,8	14,3	33,3
5—10%	52,3	55,6	64,3	70,9	85,7	62,8
11—20%	5,7	7,4	6,1	9,3	0,0	2,0
более 20%	0,5	1,1	0,5	0,0	0,0	2,0
Отрасли:						
11. Электроэнергетика и топливная	3,9	0,9	4,8	2,4	0,0	6,8
12. Металлургическая	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
Численность, человек:						

¹⁶ 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.

Характеристика	Источник инвестиций					
	Всего	Нет	Собственные средства	Кредиты	Эмиссия	Другое
1—500	34,3	49,3	28,0	30,1	22,2	25,4
500—1000	25,7	27,3	25,0	19,9	0,0	33,9
1000—5000	32,0	21,2	35,5	38,4	66,7	33,9
более 5000	8,0	2,2	11,6	11,7	11,1	6,8
Количество предприятий	1261	227	640	206	9	59

Примечание. Приведены средние значения характеристик.

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. Представленные 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.

Факторы, определяющие наличие инвестиций

Если учитывать размер, отраслевую принадлежность и структуру собственности, наличие инвестиций не зависит от корпоративного управления (табл. 8). 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 незначим.

Таблица 8

Оценки зависимости наличия инвестиций от различных переменных

Переменная	Спецификация			
	1	2	3	4
<i>Лог.продаж</i>	0,088 **	0,068 **	0,065 **	0,095 **
<i>Рентабельность</i>	0,681 **	0,829 **	0,787 **	1,035 **
<i>Спрос на кредит</i>	0,039	0,033	0,056	
<i>Админ</i>	0,137	0,077	0,171 *	0,266 *
<i>Кр.внеш.</i>	0,220 *	0,199 *	0,178 †	0,180 †
<i>Мелкие</i>	0,084	0,208 †	0,050	
<i>ИКУ</i>	-0,016	0,025	-0,024	0,008
<i>Админ*ИКУ</i>		-0,223 **	-0,172 *	-0,203 *
<i>Мелкие*ИКУ</i>			0,198 **	

Переменная	Спецификация			
	1	2	3	4
<i>Экспорт</i>	-0,078	-0,042	-0,076	0,037
<i>Металлургия</i>	-0,178	-0,066	-0,027	-0,137
<i>Химия и нефтехимия</i>	-0,133	-0,087	-0,040	-0,161
<i>Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная</i>	0,133 *	0,116 *	0,091 *	0,098
<i>Промышленность стройматериалов</i>	0,034	0,046	0,029	0,012
<i>Легкая</i>	-0,024	0,011	-0,023	-0,050
<i>Пищевая</i>	0,137 *	0,131 *	0,140 **	0,112 +
<i>Наличие плана реконструкции</i>				0,040
Количество наблюдений	181	181	181	222
Псевдо-R ²	0,29	0,34	0,39	0,29

+ Значим на 10%.

* Значим на 5%.

** Значим на 1%.

Примечание. 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) незначимы. ИКУ – индекс корпоративного управления. Базовая отрасль – машиностроение и металлообработка. Так как в энергетике *все* предприятия осуществляли инвестиции, эта отрасль исключена из регрессии.

Это можно объяснить тем, что собственность слишком концентрирована. 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 инвестиции¹⁷.

Мы также включили в регрессию член *Админ*ИКУ*, чтобы понять, являются ли консолидация собственности в руках администрации и корпоративное управление взаимозаменяемыми или взаимодополняющими факторами¹⁸. Коэффициент при *Админ*ИКУ* отрицателен и значим, что означает, что корпоративное управление и концентрация собственности являются субститутами. Хотя уровень корпоративного управления сам по себе не влияет на инвестиции, 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.

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.

Факторы, определяющие источники инвестиций

Корпоративное управление может оказывать влияние не только на наличие инвестиций, но и на источники их финансирования (табл. 9). Большинство факторов незначимо, в том числе и размер, и структура собст-

¹⁷ В спецификации 3 величина эффекта ИКУ равна $-0,016 + 0,129 \cdot \text{Мелкие}$. 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: $-0,016 + 0,129 \cdot 0,5 = 0,049$.

¹⁸ Мы пытались включить в регрессию *Кр.внеш*ИКУ*; коэффициент при этом члене оказался незначим, остальные коэффициенты не изменились.

венности, 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 вероятнее, что оно воспользуется собственными средствами для осуществления инвестиций. Это вполне согласуется с современными представлениями об издержках внешнего финансирования. Заметим, что добавление переменной *Ликвидность* удваивает объясняющую силу регрессии.

Таблица 9

Оценки зависимости вероятности внешних инвестиций (при условии, что инвестиции имели место) от различных характеристик предприятия

Переменная	Спецификация					
	1	2	3	4	5	6
<i>Лог.продаж</i>	-0,006	-0,004	-0,022	0,031	-0,042	-0,011
<i>Ликвидность</i>	-3,476 **	-3,028*		-0,892	-2,593 **	-3,676 **
<i>Наличие плана реконструкции</i>	0,180 *		0,067	0,177 *	0,186 *	0,189 *
<i>Админ</i>	-0,204	-0,244	-0,099	-0,140	-0,053	-0,224
<i>Кр.внеш.</i>	0,063	0,136	0,193	0,069	0,102	
<i>Мелкие</i>	-0,279 +	-0,314 *	-0,196	-0,170		-0,288 +
<i>ИКУ</i>	0,003	0,017	0,018		0,012	0,004
<i>Экспорт</i>	0,026	-0,007	-0,095	-0,042	-0,049	0,035
<i>ДВФО</i>	0,126	0,098	-0,103	0,079	0,093	0,132
<i>СЗФО</i>	-0,063	-0,069	-0,088	-0,053	-0,111	-0,085
<i>СФО</i>	0,214	0,232	0,127	0,266 +	0,049	0,206
<i>ЮФО</i>	-0,220	-0,192	-0,159	-0,209 +	-0,241 +	-0,220
<i>УФО</i>	0,199	0,186	0,191	0,060	0,173	0,204
<i>ПФО</i>	0,222 *	0,232 *	0,093	0,219 *	0,237 *	0,230 *
Количество наблюдений	157	158	201	203	176	159
Псевдо-R ²	0,20	0,18	0,10	0,14	0,16	0,20

+ Значим на 10%.

* Значим на 5%.

** Значим на 1%.

Примечание. 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 противоположном случае (только для тех предприятий, которые инвестировали). Отраслевые переменные включены в регрессию, но не показаны (незначимы).

Наличие плана реконструкции увеличивает вероятность внешнего финансирования. Это также вполне предсказуемый результат, однако возникает новый вопрос: что определяет наличие самого плана? В приложении 3 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 состоит в том, что 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 — банковские кредиты, а не эмиссия акций.

В данном и предыдущем подразделах по отдельности оценивались зависимости наличия инвестиций и источников инвестиций от различных переменных. Эти величины, безусловно, не являются независимыми, и оценивать их, вообще говоря, необходимо совместно. В приложении 3 приводятся результаты мультиномиальных логит-оценок, которые показывают, что результаты не отличаются от упомянутых пробит-оценок.

4. КОДЕКС КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ И СПРОС НА КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

В предыдущих разделах рассматривались фактически реализованные на предприятиях меры по улучшению корпоративного управления и имевшие место внутренние и внешние инвестиции. Ниже нас будут интересовать отношение к Кодексу корпоративного поведения и намерения руководителей предприятий внедрить отдельные положения.

Осведомленность о Кодексе

Исследование отношения к Кодексу необходимо начать с определения осведомленности руководителей о нем и его отдельных положениях. Рис. 12 отражает осведомленность предприятий о Кодексе. Треть ответивших на данную анкету руководителей сказали, что знакомы с Кодексом в деталях или общих чертах.

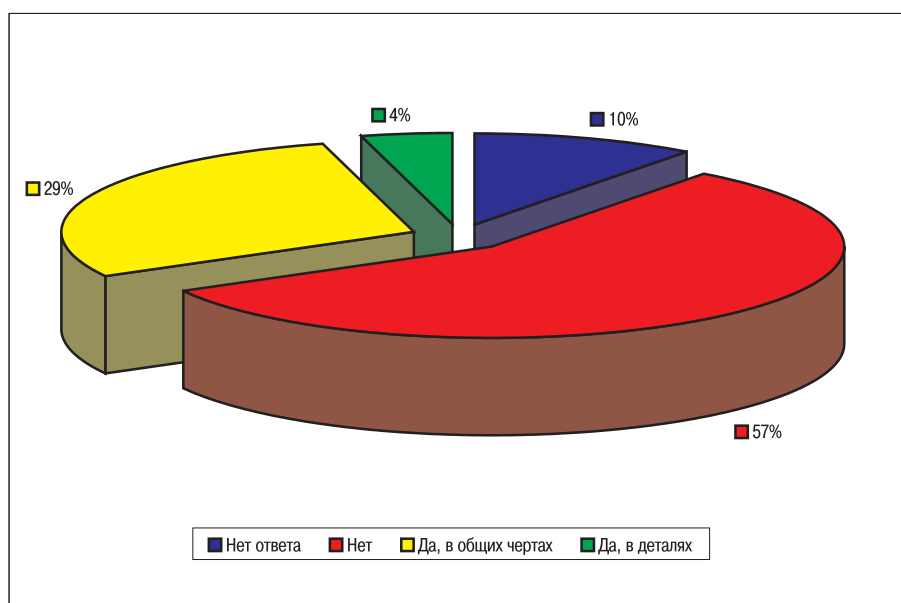


Рис. 12. Ответы на вопрос: «Знакомы ли Вы с Кодексом корпоративного управления, проект которого подготовлен Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ)?». 100% = 887 компаний. Данный вопрос был лишь одним из многих, включенных в анкету. 10% ответивших хотя бы на один вопрос анкеты не стали отвечать на данный вопрос

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 (табл. 10).

Таблица 10

Ответы предприятий на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса

Характеристика	Затрудились ответить на все семь 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
<i>Всего</i>	<i>147</i>	<i>524</i>	<i>671</i>

Востребованность Кодекса

В табл. 11 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. Как видно из этих данных, 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.

Таблица 11

Ответы на вопросы о приемлемости Кодекса, % ответивших на анкету

Вопрос	Ответ			
	Да, все АО с числом акционеров более 1000 обязаны это делать	Да, мы готовы делать это добровольно	Нет	Всего
Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?	14	33	20	67

Продолжение табл. 11

Вопрос	Ответ			
	Приемлемо	Неприемлемо	Сложно оценить	Всего
Как Вы оцениваете приемлемость внедрения для Вашего предприятия ключевых положений проекта Кодекса корпоративного управления (в том числе с учетом необходимых «денежных» издержек):				
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

На рис. 13 представлено распределение ответов на семь вопросов анкеты относительно приемлемости отдельных положений Кодекса. Пик в верхнем углу соответствует 159 предприятиям, выбравшим в качестве ответа «сложно оценить» на все семь вопросов. Шесть предприятий ответили, что для них все положения

Кодекса неприемлемы (правый нижний угол). Наибольшее число предприятий находится ближе к левому нижнему углу. Они ответили, что большинство положений Кодекса для них приемлемо.

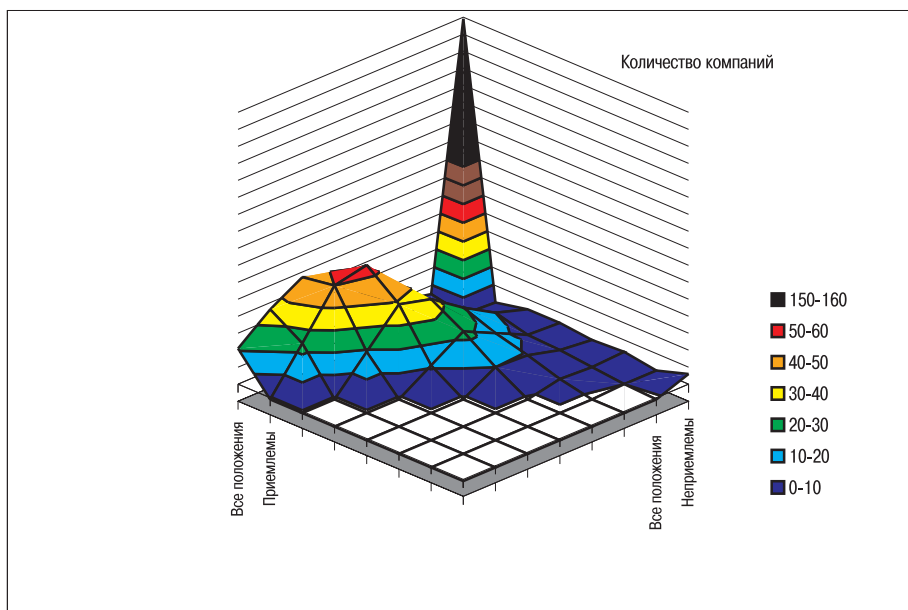


Рис. 13. Распределение ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса. По горизонтальным осям отложены количество положений Кодекса, которые данное предприятие считает приемлемыми (левая ось) и неприемлемыми (правая ось). По вертикальной оси отложено количество предприятий. Распределение имеет два пика: пик в дальнем углу, где находятся предприятия, которые затруднились оценить приемлемость всех семи положений, и пик, расположенный слева, который включает предприятия, считающие большинство положений приемлемыми

Чем больше положений Кодекса приемлемо для предприятий, тем выше вероятность, что Кодекс приемлем в целом (рис. 14).

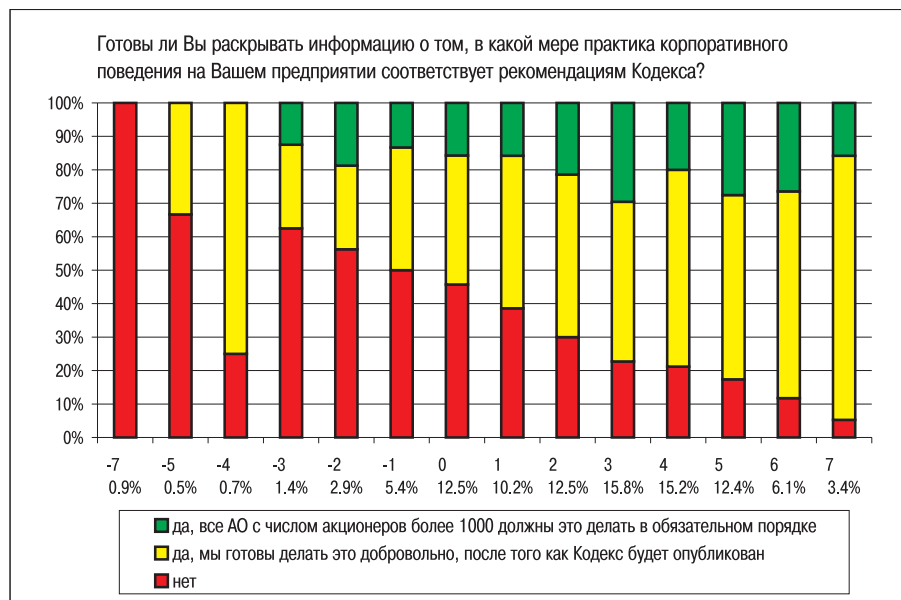


Рис. 14. Распределение ответов по отношению к отдельным положениям Кодекса. По горизонтальной оси отложена алгебраическая сумма ответов на семь вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса (положительные ответы учитывались со знаком «плюс», отрицательные – со знаком «минус»), а также доля данной категории в выборке

Ответы на семь вопросов о приемлемости отдельных положений Кодекса коррелированы друг с другом (табл. 12). Чтобы построить скалярный индекс спроса на Кодекс, мы воспользовались методом главных компонент. Результаты представлены в табл. 13. Первая компонента объясняет 30% общей вариации, что заметно больше объясняющей силы второй и третьей компонент (по 14%), а также имеет вдвое большее собственное значение. Вес семи вопросов в первой главной компоненте примерно одинаков¹⁹.

Таблица 12

Матрица корреляций ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса

	В1	В2	В3	В4	В5	В6	В7
В1	1						
В2	0,21 **	1					
В3	0,20 **	0,17 **	1				
В4	0,03	0,08 *	0,07 ⁺	1			
В5	0,23 **	0,10 **	0,17 **	0,12 **	1		
В6	0,35 **	0,12 **	0,22 **	0,15 **	0,28 **	1	
В7	0,24 **	0,05	0,22 **	0,13 **	0,14 **	0,35 **	1

⁺ Значима на 10%.

* Значима на 5%.

** Значима на 1%.

Таблица 13

Скалярный индекс спроса на Кодекс

Компонента	Собственное значение	Доля объясненной вариации	Вопрос	Собственный вектор		
				1	2	3
1	2,10	0,30	1	0,45	0,25	-0,24
2	1,01	0,45	2	0,26	0,67	0,48
3	0,97	0,58	3	0,37	0,22	-0,04
4	0,87	0,71	4	0,21	-0,51	0,78
5	0,81	0,82	5	0,37	-0,03	0,07
6	0,65	0,92	6	0,50	-0,19	-0,17
7	0,59	1,00	7	0,41	-0,38	-0,28

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

¹⁹ Корреляция между первой главной компонентой и невзвешенной суммой положительных ответов на вопросы о приемлемости отдельных положений минус сумма отрицательных ответов составляет 97%.

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 (табл. 14).

Таблица 14

Спрос на Кодекс

Независимая переменная <i>Спрос</i>	Количество наблюдений	Ответ на вопрос: «Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?»	Количество наблюдений
0	474	Нет ответа	295
		Нет	179
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
<i>Всего</i>	<i>887</i>		<i>887</i>

Примечание. Спрос на Кодекс определялся 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.

В табл. 15 приведены результаты оценки зависимости спроса на Кодекс в целом от различных факторов. Оказывается, что спрос на Кодекс в первую очередь определяется осведомленностью о нем, его отдельных положениях и спросом на отдельные положения. В табл. 16 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.

Таблица 15

Зависимость спроса на Кодекс от различных факторов

Переменная	Спецификация		Комментарий
	1	2	
<i>Нет_ответа7</i>	-0,554 **	-0,609 **	Предприятия, затруднившиеся с ответом на вопросы о приемлемости отдельных положений Кодекса, менее готовы принимать Кодекс в целом
<i>Спрос7</i>	0,104 **		Чем большее число положений Кодекса приемлемо для предприятий, тем вероятнее, что и Кодекс в целом будет приемлем
<i>Нет_ответа_Кодекс</i>	-0,146 *	-0,146 **	Предприятия, не знакомые с Кодексом, предъявляют на него меньший спрос
<i>Наличие плана реконструкции</i>	0,187 **	0,193 **	Предприятия, имеющие план реконструкции и развития, предъявляют более высокий спрос на Кодекс
<i>Мелкие</i>	0,137	0,171 +	Предприятия с большей долей мелких акционеров предъявляют более высокий спрос на Кодекс
<i>Экспорт</i>	-0,044	-0,149	Доля экспорта в выручке предприятия не влияет на спрос на Кодекс

Переменная	Спецификация		Комментарий
	1	2	
<i>Лог.продажи</i>	0,011	0,012	Размер предприятия (объем продаж) не влияет на спрос на Кодекс
Количество наблюдений	472	472	
Псевдо- R^2	0,32	0,29	

+ Значим на 10%.

* Значим на 5%.

** Значим на 1%.

Примечание. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи регрессии пробит. Зависимая переменная – *Спрос*. Отраслевые и региональные переменные включены в регрессию, но не показаны. Региональные переменные незначимы, отраслевые переменные значимы: предприятия металлургии и промышленности стройматериалов предъявляют больший спрос на Кодекс. *Спрос7* – первая главная компонента, построенная в предыдущем подразделе.

Таблица 16

Влияние переменных, более подробно описывающих структуру собственности

Переменная	Спецификация				
	1	2	3	4	5
<i>Нет_ответа7</i>	-0,554 **	-0,530 **	-0,512 **	-0,611 **	-0,556 **
<i>Спрос7</i>	0,104 **	0,115 **	0,101 **		0,104 **
<i>Нет_ответа_Кодекс</i>	-0,146 *	-0,177 **	-0,163 **	-0,146 *	-0,150 **
<i>Наличие плана реконструкции</i>	0,187 **	0,164 **	0,157 **	0,195 **	0,189 **
<i>Админ</i>		-0,129		-0,083	-0,067
<i>Кр.внеш</i>				0,067	0,068
<i>Мелкие</i>	0,137			0,141	0,105
<i>Экспорт</i>	-0,044	-0,091	0,014	-0,167	-0,066
<i>Лог.продажи</i>	0,011	0,019	-0,002	0,021	0,022
Количество наблюдений	472	523	519	461	461
Псевдо- R^2	0,32	0,32	0,29	0,29	0,32

* Значим на 5%.

** Значим на 1%.

Примечание. Представлены оценки предельных эффектов, полученные при помощи регрессии пробит. Зависимая переменная – *Спрос*. Региональные отличия не значимы, отраслевые значимы и аналогичны отраслевым различиям в табл. 15.

Мы также включали в регрессии информацию о ставке процента, под которую предприятие готово взять долгосрочный кредит, и наличие ликвидных активов. Ни эти, ни другие переменные значимо не влияют на спрос на Кодекс. Из вопросов, связанных с инвестициями, наибольшее влияние 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 табл. 17 представлены факторы, определяющие *Спрос7* – первую главную компоненту, построенную по семи вопросам о приемлемости отдельных положений Кодекса. Спрос на отдельные положения определяется в первую очередь долей мелких акционеров и индексом корпоративного управления, т. е. фактически тем, насколько положения Кодекса уже реализованы на предприятии. При этом спрос на отдельные положения Кодекса убывает по доле экспорта в продажах (при прочих равных условиях).

Факторы, определяющие *Спрос7*

Переменная	Спецификация				
	1	2	3	4	5
<i>Нет_ответа_Кодекс</i>	-0,193	-0,243 ⁺	-0,242 ⁺	-0,246 ⁺	-0,214
<i>ИКУ</i>	0,148 [*]	0,145 [*]	0,148 [*]	0,144 [*]	0,136 ⁺
<i>Средний ИКУ по отрасли</i>		0,832 [*]	0,823 [*]	0,835 [*]	0,716 ⁺
<i>Наличие плана реконструкции</i>	0,12	0,102		0,107	0,109
<i>Спрос на кредит</i>			-0,001		
<i>Админ</i>					-0,332
<i>Кр.внеш</i>					0,27
<i>Мелкие</i>	0,540 [*]	0,477 ⁺	0,454 ⁺	0,482 ⁺	0,455 ⁺
<i>Экспорт</i>	-0,919 ⁺	-0,866 ⁺	-0,871 ⁺	-0,871 ⁺	-0,881 ⁺
<i>Лог.продаж</i>	-0,032	-0,01	-0,006	-0,008	-0,012
<i>Ликвидность</i>				-0,766	
Количество наблюдений	400	400	400	400	391
Псевдо-R ²	0,11	0,09	0,09	0,09	0,09

⁺ Значим на 10%.

^{*} Значим на 5%.

^{**} Значим на 1%.

Примечание. Представлены оценки методом наименьших квадратов. 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* рассчитана по всем предприятиям отрасли за исключением данного.

Интересно, что спрос на корпоративное управление зависит от текущего уровня корпоративного управления не только и не столько на данном предприятии, а на других предприятиях отрасли. Как видно из табл. 17, средний уровень корпоративного управления на других предприятиях отрасли положительно влияет на спрос на корпоративное управление на данном предприятии. Это можно объяснить 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 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 (см. табл. 17). Более того, свыше половины отраслевых различий в спросе на положения Кодекса объясняются среднеотраслевым уровнем корпоративного управления (рис. 15).

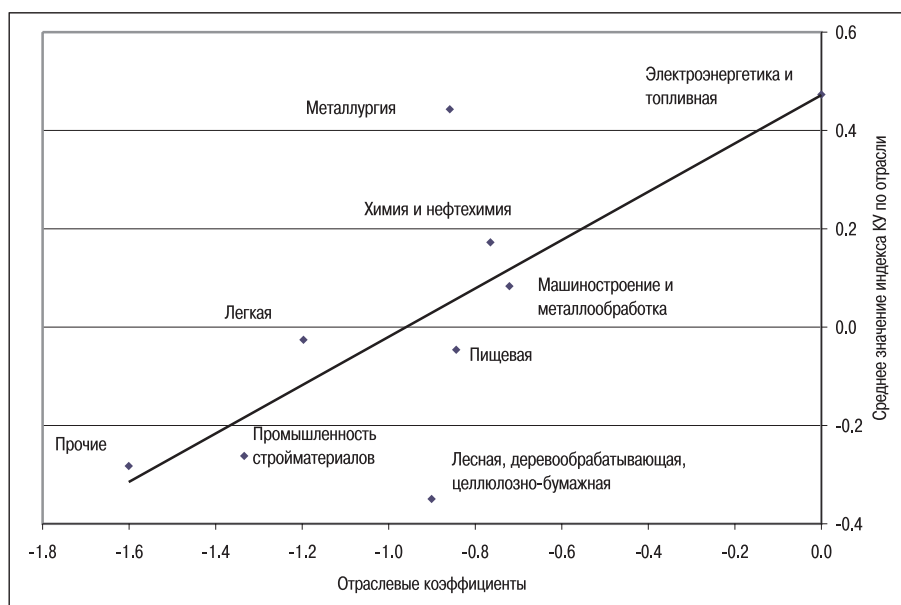


Рис. 15. Зависимость между среднеотраслевым уровнем корпоративного управления и коэффициентами отраслевых фиктивных переменных. Коэффициенты получены из регрессии 1 в табл. 17. Значение R^2 в линейной регрессии составляет 0,54

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Через десять лет после начала приватизации и акционирования повышение уровня корпоративного управления в России по-прежнему остается серьезной проблемой²⁰. 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 ею Кодекса корпоративного поведения.

Обеспечение добровольного внедрения неформальных институтов — непростая задача. 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, которые рассматриваются в нашем исследовании (и 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 транзакционные издержки «закрытия» акционерных обществ (перехода от ОАО к ЗАО), т. е. 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.

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

²⁰ Наш опрос показывает, что средний уровень внедрения шести норм корпоративного управления (см. подраздел «Компоненты корпоративного управления» раздела 2) составляет 42%, все шесть норм внедрены лишь на 1,3% предприятий.

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 российской промышленности в целом) очень мало, в среднем эффект корпоративного управления отсутствует.

Еще один результат состоит в том, что размер предприятия играет ключевую роль. Удельные издержки внедрения норм корпоративного управления на больших предприятиях меньше. Поэтому неудивительно, что уровень корпоративного управления на больших предприятиях при прочих равных условиях 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 разработкой Кодекса возникает и вопрос о том, зачем он нужен, если можно добровольно внедрить содержащиеся в нем механизмы уже сейчас. Наше исследование показывает, что спрос на Кодекс в целом и отдельные его положения действительно в первую очередь определяется текущим уровнем корпоративного управления на данном предприятии и на других предприятиях отрасли. Те предприятия, которые уже внедрили отдельные нормы Кодекса, считают их приемлемыми; кроме того, внедрение его положений 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. В настоящее время на большинстве российских промышленных предприятий ничего не знают о Кодексе: лишь треть опрошенных ответили, что знакомы с Кодексом, и только 4% ответили, что знакомы с ним в деталях.

ЛИТЕРАТУРА

1. Исследование готовности российских предприятий к внедрению Кодекса корпоративного поведения (аналитический отчет) / Ассоциация менеджеров России; Рос. ин-т директоров. — М., 2001.
2. Кодекс корпоративного поведения / ФКЦБ. — М., апр. 2002 (<http://www.rid.ru>).
3. Пресс-релизы института корпоративного управления и права (<http://www.iclg.ru/default.asp>).
4. *Радыгин А., Архипов С.* Тенденции в структуре собственности, интенсивность корпоративных конфликтов и финансовое состояние предприятий: эмпирический анализ и проблемы государственного регулирования / РЕЦЕП. — Б. м., 2001.
5. *Радыгин А., Энтов Р.* Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. — М., 1999.
6. *Becht M., Bolton P., Roell A.* Corporate Governance and Control // Handbook of Economics of Finance / G. Constantinides, M. Harris, R. Stulz, eds. — North-Holland, 2002.
7. *Berglöf E., Bolton P.* The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition // J. of Economic Perspectives. — 2002. — Vol. 16. — № 1.
8. *Berglöf E., von Thadden E.-L.* The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. ABCDE Conference, World Bank. — Washington, DC, 1999.
9. *Berle A., Means G.* The Modern Corporation and Private Property. — New York, N.Y.: MacMillan, 1932.
10. *Black B. S.* The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms // Emerging Markets Rev. — 2001. — Vol. 2. — P. 89—108.
11. Dividends and Disappointments: Learning from the Success and Failure of Foreign Aid / World Bank. — S. l., 1998. — (Discussion Draft, July 24).
12. *Hart O.* Firms, Contracts, and Financial Structure. — London: Oxford Univ. Press, 1995.
13. *Keefer Ph., Shirley M.* Formal Versus Informal Institutions in Economic Development, Institutions, Contracts and Organizations // Perspectives from New Institutional Economics. — S. l.: Edward Elgar, 2000. — P. 88—108.
14. *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* Corporate Ownership Around the World // The J. of Finance. — 1999. — Vol. 54. — № 2.
15. *Morck R., Shleifer A., Vishny R.* Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis // J. of Financial Economics. — 1988. — Vol. 20. — P. 293—315.
16. *Myers S. C.* Capital Structure // J. of Economic Perspectives. — 2001. — Vol. 15 (2). — P. 81—102.
17. *North D.* Institutions, Institutional Change and Economic Performance. — S. l.: Cambridge Univ. Press, 1990.
18. *Rachinsky A.* Corporate Governance and Valuation of Russian Firms / CEFIR. — S. l., 2003.
19. *Shleifer A., Vishny R.* A Survey of Corporate Governance // J. of Finance. — 1997. — Vol. 52 (2).
20. Tunneling, American Economic Review Papers and Proceedings / S. Johnson, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer. — S. l., May 2000.
21. *Zingales L.* Corporate Governance (for The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law). — S. l., 1997.

ПРИЛОЖЕНИЯ

1. Распределение ответов на вопросы анкет

АНКЕТА 1. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ — СТАТУС-КВО

Таблица П1

Вопрос	Доля 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

Примечание. Всего на анкету ответили 1033 предприятия.

АНКЕТА 2. ИНВЕСТИЦИИ И СОБСТВЕННОСТЬ

Таблица П2

Ответы на вопрос: «За счет каких средств Ваше предприятие произвело инвестиции в истекшем (2001) году?»	Доля ответивших на вопрос, %
Инвестиций не было	24
Собственные средства	67
Банковские кредиты	21
Размещение новой эмиссии акций	1
Другое	6

Примечание. Всего на вопрос ответило 962 предприятия.

Таблица П3

Вопрос	Доля ответивших на 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

Примечание. Всего на анкету ответили 992 предприятия.

Таблица П4

Вопрос	Доля ответивших на 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

Примечание. Всего на анкету ответили 992 предприятия.

Таблица П5

Ответы на вопрос: «Под какой МАКСИМАЛЬНЫЙ процент В ВАЛЮТЕ Вы готовы привлечь ДОЛГОСРОЧНЫЙ банковский кредит?»	Доля ответивших на вопрос, %
Нет потребности	31
5—10%	62
11—20%	7
Более 20%	1

Примечание. Всего на вопрос ответило 836 предприятий.

Таблица П6

Ответы на вопрос, сколько, по мнению респондента, процентов акций предприятия (АО) реально принадлежит	Доля ответивших на анкету, %					
	0% акций	1—24% акций	25—49% акций	50—74% акций	75—100% акций	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

Примечание. Всего на анкету ответили 681 предприятие.

АНКЕТА 3. КОДЕКС КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ

Таблица П7

Ответы на вопросы	Доля ответивших на анкету, %
«Знакомы ли Вы с Кодексом корпоративного управления, проект которого подготовлен Федеральной комиссией по ценным бумагам (ФКЦБ)?»:	90
да, в деталях	4
да, в общих чертах	29
нет	57
«Существуют ли на Вашем предприятии (АО) ограничения на приобретение, владение и голосование для миноритарных и иностранных акционеров?»:	75
да	22
нет	53
«Как Вы считаете, нужен ли подобный Кодекс, устанавливающий стандарты наилучшей практики корпоративного управления?»:	86
да	44
нет	4
сложно оценить	38
«Поможет ли, по Вашему мнению, внедрение стандартов корпоративного управления привлечению инвестиций в российскую промышленность?»:	86
определенно да	5
скорее всего да	22
сложно оценить	41
скорее всего нет	15
определенно нет	3
«Готовы ли Вы раскрывать информацию о том, в какой мере практика корпоративного поведения на Вашем предприятии соответствует рекомендациям Кодекса?»:	67
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

Примечание. Всего на анкету ответили 886 предприятий.

Таблица П8

Ответы на вопрос: «Какие, на Ваш взгляд, проблемы корпоративного управления наиболее болезненны в данный момент в российской промышленности?»	Доля ответивших на 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

Примечание. Всего на вопрос ответили 612 предприятий.

Таблица П9

Ответы на вопрос: «Как Вы оцениваете приемлемость внедрения для Вашего предприятия ключевых положений проекта Кодекса корпоративного управления (в том числе с учетом необходимых «денежных» издержек)?»	Доля ответивших на 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

Примечание. Всего на анкету ответили 886 предприятий.

АНКЕТА 4. КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯ

Таблица П10

Ответы на вопрос: «Что МЕШАЕТ Вашему предприятию привлечь СТОРОННЕГО инвестора(ов)?»	Доля ответивших на вопрос, %
Нет потребности	22
Таких попыток не было	14
Отсутствие информации об инвесторах	17
Отсутствие на предприятии опыта	11
Сложность процедуры инвестирования	20
Закрытость финансовой информации	7
Риск нерезультативности предынвестиционной стадии	10
Требование продать слишком большой пакет акций	13
Требование допустить к оперативному управлению	7
Требование изменить структуру производства	4
Сомнения в реальности привлечения инвестиций	20
Сомнения в надежности инвестора	18
Нерешительность инвестора	17

Примечание. Всего на вопрос ответили 590 предприятий.

Таблица П11

Ответы на вопрос: «Удовлетворены ли Вы ОБЪЕМОМ КАПИТАЛЬНЫХ ВЛОЖЕНИЙ на Вашем предприятии в 2001 г.?»	Доля ответивших на вопрос, %
Да	20
Нет	80

Примечание. Всего на вопрос ответили 854 предприятия.

Таблица П12

Ответы на вопрос: «Что больше всего СДЕРЖИВАЕТ КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯ на предприятии в текущем 2002 г.?»	Доля ответивших на вопрос, %
Ничего не сдерживает	2
Нехватка собственных финансовых средств	86
Высокий процент по кредитам	27
Трудности получения долгосрочного кредита	22
Низкая прибыльность инвестиций	9
Высокие цены на оборудование, сырье и материальные ресурсы	40
Избыток имеющихся мощностей	7
Что-то еще	2

Примечание. Всего на вопрос ответило 881 предприятие.

Таблица П13

Ответы на вопрос: «Какие КАПИТАЛОВЛОЖЕНИЯ осуществлялись на Вашем предприятии в истекшем 2001 г.?»	Доля ответивших на вопрос, %
Капвложений не было	24
На обновление изношенных мощностей	57
На расширение мощностей с прежней производительностью	9
На новые мощности с увеличенной производительностью	25
На снижение трудовых издержек	8
На снижение затрат энергии и материалов	19
На снижение вредных выбросов	9
На повышение безопасности труда	11
Другое	4

Примечание. Всего на вопрос ответило 891 предприятие.

2. Описание переменных

<i>Админ</i>	— доля акций в распоряжении администрации предприятия.
<i>Кр.внеш.</i>	— доля акций в распоряжении самого крупного внешнего акционера.
<i>Мелкие</i>	— доля акций в распоряжении всех мелких (до 5%) акционеров предприятия.
<i>Лог.продаж</i>	— логарифм годовой выручки предприятия.
<i>Ликвидность</i>	— ликвидные активы на конец года / годовая выручка.
<i>Экспорт</i>	— доля экспорта в выручке.
<i>ЗАО</i>	— 1, если ЗАО, 0, если ОАО.
<i>Рентабельность</i>	— валовая прибыль / выручка.
<i>ИКУ</i>	— индекс корпоративного управления, главная компонента по шести вопросам о текущем состоянии корпоративного управления на предприятии.
<i>Спрос</i>	— спрос на Кодекс в целом.
<i>Спрос7</i>	— индекс спроса на отдельные положения Кодекса, главная компонента по семи вопросам о приемлемости отдельных положений Кодекса.
<i>Спрос на кредит</i>	— ставка процента (годовых, в валюте), под которую предприятие готово привлекать долгосрочный кредит (категории: нет потребности, 5—10%, 10—20%, менее 20%).

Отрасли:

- 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.

3. Таблицы

Таблица П14

Структура Регистра Госкомстата РФ и панели ИЭПП

№ п/п	Отрасли и подотрасли	Количество предприятий		Количество занятых, человек		Доля занятых, %		Репрезентативность панели по занятым, %
		Регистр	Панель	Регистр	Панель	Регистр	Панель	
1	Электроэнергетика	841	20	708310	114156	5,26	3,86	16,12
	Подотрасли топливной промышленности:							
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	угольная, сланцевая, торфяная	352	31	456519	106950	3,39	3,62	23,43
5	Черная металлургия	275	44	718041	226024	5,33	7,64	31,48
6	Цветная металлургия	417	34	523400	199502	3,89	6,75	38,12
	Подотрасли химии и нефтехимии:							
7	химическая	471	39	620781	117944	4,61	3,99	19,00
8	нефтехимическая	163	22	224883	51183	1,67	1,73	22,76
	Подотрасли машиностроения:							
9	энергомашиностроение	42	10	95013	49570	0,71	1,68	52,17
10	транспортное машиностроение	78	20	64839	29818	0,48	1,01	45,99
11	железнодорожное машиностроение	48	13	112939	50353	0,84	1,70	44,58
12	электротехническое машиностроение	463	40	333890	50268	2,48	1,70	15,06
13	химическое и нефтяное машиностроение	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	автомобильное	240	30	699055	271567	5,19	9,18	38,85
17	тракторное и сельскохозяйственное машиностроение	241	28	302009	91314	2,24	3,09	30,24
18	строительно-дорожное машиностроение	197	33	99771	35126	0,74	1,19	35,21
19	машиностроение для легкой и пищевой промышленности	268	6	119694	2703	0,89	0,09	2,26

№ п/п	Отрасли и подотрасли	Количество предприятий		Количество занятых, человек		Доля занятых, %		Репрезентативность панели по занятым, %
		Регистр	Панель	Регистр	Панель	Регистр	Панель	
20	санитарно-техническое машиностроение	102	6	54107	3840	0,40	0,13	7,10
21	авиастроение	89	22	442808	132973	3,29	4,50	30,03
22	промышленность вооружений	131	33	600421	207084	4,46	7,00	34,49
23	судостроение	99	15	164217	31005	1,22	1,05	18,88
24	радиопромышленность	126	22	230844	44546	1,71	1,51	19,30
25	промышленность средств связи	117	21	157190	57645	1,17	1,95	36,67
26	электронная промышленность	274	35	268239	84091	1,99	2,84	31,35
27	прочее машиностроение	330	29	340439	101842	2,53	3,44	29,91
28	промышленность металлоконструкций	669	10	198168	7271	1,47	0,25	3,67
29	ремонт машин и оборудования	1822	15	431690	7432	3,20	0,25	1,72
	Подотрасли лесной, деревообрабатывающей и целлюлозно-бумажной промышленности:							
30	лесозаготовительная	1463	49	433657	49833	3,22	1,69	11,49
31	лесопильная	309	15	93149	18511	0,69	0,63	19,87
32	производство строительных деталей	367	30	124627	31670	0,93	1,07	25,41
33	мебельная	639	55	194198	43312	1,44	1,46	22,30
34	прочая деревообрабатывающая	111	10	26594	7172	0,20	0,24	26,97
35	целлюлозно-бумажная	187	20	170941	34866	1,27	1,18	20,40
	Подотрасли промышленности строительных материалов:							
36	цементная и асбестоцементная	73	20	57979	20838	0,43	0,70	35,94
37	промышленность железобетонных конструкций и железобетонных изделий	1013	14	276386	5252	2,05	0,18	1,90
38	стенные материалы	643	20	151951	11058	1,13	0,37	7,28
39	строительная керамика	42	3	23898	2156	0,18	0,07	9,02
40	промышленность нерудных материалов	288	8	56247	2729	0,42	0,09	4,85
41	прочая строительная индустрия	349	14	104784	5421	0,78	0,18	5,17
42	стекльно-фаянсовая	167	5	108808	12929	0,81	0,44	11,88
	Подотрасли легкой промышленности:							
43	хлопчатобумажная	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	прочая 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
	Подотрасли пищевой промышленности:							
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	спиртовая и винно-водочная	551	41	117306	20729	0,87	0,70	17,67
53	прочая пищевкусовая	670	9	146500	5749	1,09	0,19	3,92

№ п/п	Отрасли и подотрасли	Количество предприятий		Количество занятых, человек		Доля занятых, %		Репрезентативность панели по занятым, %
		Регистр	Панель	Регистр	Панель	Регистр	Панель	
54	мясная	702	24	186698	16454	1,39	0,56	8,81
55	молочная и масло-сыровая	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
	<i>Итого</i>	<i>24789</i>	<i>1428</i>	<i>13471997</i>	<i>2957363</i>	<i>100,00</i>	<i>100,00</i>	<i>21,95</i>

Таблица П15

Инвестиции в основной капитал по источникам финансирования, % инвестиций в основной капитал

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 том числе бюджетные	19,1	17,0	21,2	4,7

Источник: Госкомстат.

Таблица П16

Факторы, объясняющие наличие плана реконструкции и развития

Фактор	Спецификация	
	1	2
<i>ИКУ</i>	0,056 *	0,026
<i>Админ</i>	-0,063	-0,121
<i>Кр.внеш.</i>	0,222 +	0,287 *
<i>Мелкие</i>	-0,260 **	-0,255 *
<i>Лог.продаж</i>	0,044 *	0,066 *
<i>Металлургия</i>	0,138	0,169
<i>Химия и нефтехимия</i>	0,067	0,103
<i>Машиностроение и металлообработка</i>	-0,013	0,079
<i>Лесная, деревообр., целлюлозно-бумажная</i>	0,035	0,077
<i>Промышленность стройматериалов</i>	0,180	0,194
<i>Легкая</i>	0,089	0,186
<i>Пищевая</i>	0,166	0,179
<i>Прочие</i>	0,238	
<i>Ликвидность</i>		1,591 +
Количество наблюдений	323	231
Псевдо-R ²	0,09	0,09

+ Значим на 10%.

* Значим на 5%.

** Значим на 1%.

Примечание. Зависимая переменная принимает значение 0, если предприятие не имело плана реконструкции и развития, требующего значительных инвестиций, и значение 1, если план был.

Наличие и источники инвестиций. Мультиномиальный логит. Базовая категория — инвестиций нет

Источник	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
Количество наблюдений	208	208
Псевдо-R ²	0,23	0,23

+ Значим на 10%.

* Значим на 5%.

** Значим на 1%.

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
<i>Экспорт</i>	1,00						
<i>ЗАО</i>	0,01	1,00					
<i>Наличие инв.</i>	0,05	0,02	1,00				
<i>Внешние инв.</i>	-0,08 *	-0,03		1,00			
<i>Спрос на кр.</i>	-0,07	0,00	0,03	0,11 *	1,00		
<i>План рестр.</i>	0,03	0,01	0,19 *	0,08 *	0,25 *	1,00	
<i>Спрос</i>	0,00	-0,03	0,04	0,03	0,08	0,12 *	1,00
<i>Спрос7</i>	0,00	-0,03	0,03	-0,09 *	0,03	0,06	0,45 *
<i>Нет ответа ко-декс</i>	0,01	0,03	-0,03	0,00	-0,07	-0,04	-0,22 *
<i>Нет ответа7</i>	0,07 *	0,02	-0,02	-0,08	-0,11 *	-0,01	-0,36 *

Продолжение табл. П18

	<i>Спрос7</i>	<i>Нет ответа кодекс</i>	<i>Нет ответа7</i>
<i>Спрос7</i>	1,00		
<i>Нет ответа ко-декс</i>	-0,13 *	1,00	
<i>Нет ответа7</i>	-0,46 *	0,19 *	1,00

* Корреляции значимы на 5%-ном уровне.

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 (АО), 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 АО.
2. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать равное отношение к акционерам, владеющим равным числом акций одного типа (одной категории). Все акционеры должны иметь возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав.
3. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать осуществление советом директоров стратегического управления деятельностью АО и эффективный контроль с его стороны за деятельностью исполнительных органов АО, а также подотчетность членов совета директоров его акционерам.

4. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать исполнительным органам АО возможность разумно, добросовестно, исключительно в интересах АО осуществлять эффективное руководство текущей деятельностью АО, а также подотчетность исполнительных органов совету директоров общества и его акционерам.

5. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать своевременное раскрытие полной и достоверной информации об АО, 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 АО и заинтересованных лиц в целях увеличения активов АО, стоимости акций и иных ценных бумаг АО, создания новых рабочих мест.

7. Практика корпоративного поведения должна обеспечивать эффективный контроль над финансово-хозяйственной деятельностью АО 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: его функции, обязанности и ответственность, формирование, состав, независимые директора, организация деятельности совета, вознаграждение директоров.

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

Крупные сделки, реорганизации: определение, порядок проведения.

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

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

Дивиденды: определение размера, порядок выплаты.

Урегулирование корпоративных конфликтов.

О ФОНДЕ КАРНЕГИ

Фонд Карнеги за Международный Мир является неправительственной, внепартийной, некоммерческой организацией со штаб-квартирой в Вашингтоне (США). Фонд был основан в 1910 г. Эндрю Карнеги для проведения исследований в области международных отношений. Фонд не пользуется какой-либо финансовой поддержкой со стороны государства и не связан ни с одной из политических партий в США или за их пределами. Деятельность Фонда Карнеги заключается в выполнении намеченных его специалистами программ исследований, организации дискуссий, подготовке и выпуске тематических изданий, информировании широкой общественности по различным вопросам внешней политики и международных отношений.

Сотрудниками Фонда Карнеги за Международный Мир являются эксперты, которые используют в своей практике богатый опыт в различных областях деятельности, накопленный ими за годы работы в государственных учреждениях, средствах массовой информации, университетах, международных организациях. Фонд не представляет точку зрения какого-либо правительства и не стоит на какой-либо идеологической или политической платформе, поэтому спектр взглядов его сотрудников довольно широк.

Московский Центр Карнеги создан в 1993 г. с целью реализации широких перспектив сотрудничества, которые открылись перед научными и общественными кругами США, России и новых независимых государств после окончания периода «холодной войны». В рамках программы по России и Евразии, реализуемой одновременно в Вашингтоне и Москве, Центр Карнеги осуществляет широкую программу общественно-политических и социально-экономических исследований, организует открытые дискуссии, ведет издательскую деятельность.

Основу деятельности Московского Центра Карнеги составляют циклы семинаров по проблемам нераспространения ядерных и обычных вооружений, российско-американских отношений, внутренней и внешней политики России, по вопросам безопасности, а также политических и экономических преобразований на постсоветском пространстве.

CARNEGIE ENDOWMENT FOR INTERNATIONAL PEACE

1779 Massachusetts Avenue, NW
Washington, DC 20036, USA

Tel.: (202) 483-76-00

Fax: (202) 483-18-40

E-mail: info@ceip.org

<http://www.ceip.org>

МОСКОВСКИЙ ЦЕНТР КАРНЕГИ

Россия, 103009, Москва,
Тверская ул., 16/2

Тел.: (095) 935-8904

Факс: (095) 935-8906

E-mail: info@carnegie.ru

<http://www.carnegie.ru>

В серии «Рабочие материалы» Московского Центра Карнеги вышли:

2003

Выпуск 1. Расселл Питтмен. Вертикальная реструктуризация инфраструктурных отраслей в странах с переходной экономикой.

2002

Выпуск 1. Объективные факторы коррупции, складывающиеся при осуществлении регулятивных и контрольно-надзорных полномочий Центральным банком Российской Федерации.

Выпуск 2. *Бруно Коппитерс*. Федерализм и конфликт на Кавказе.

Выпуск 3. Региональные выборы и проблемы гражданского общества в Поволжье.

Выпуск 4. Региональные выборы и проблемы гражданского общества в Центральной России.

Выпуск 5. *Evgeny Gavrilenko*. Economic Growth and Crises: Evidence from Russia and Some Other Hysteretic Economies / *Евгений Гавриленков*. Экономический рост и кризисы: опыт России и некоторых других стран.

Выпуск 6. Objective Factors Of Corruption In The Exercise Of The Regulatory And Supervisory Powers By The Central Bank Of The Russian Federation / Объективные факторы коррупции, складывающиеся при осуществлении регулятивных и контрольно-надзорных полномочий Центральным банком Российской Федерации.

Выпуск 7. *Алексей Малащенко*. Мусульмане в начале века: надежды и угрозы.

Выпуск 8. Региональные выборы и проблемы гражданского общества на юге России.

Выпуск 9. Объективные факторы коррупции при осуществлении процедур финансового оздоровления предприятий.

2001

Выпуск 1. *Сергей Сафронов*. Русская православная церковь в конце XX в.: территориальный аспект.

Выпуск 2. *Марта Брилл Олкотт*. Двенадцать мифов о Центральной Азии (возвращаясь к написанному).

Выпуск 3. Сколько стоит Трудовой кодекс?

Выпуск 4. Выборы и проблемы гражданского общества на Урале.

Выпуск 5. Выборы и проблемы гражданского общества на Северо-Западе России.

2000

Выпуск 1. *Валентин Тихонов*. Ракетно-ядерный комплекс России: мобильность кадров и безопасность.

Выпуск 2. *Марта Брилл Олкотт, Наталия Удалова-Зварт*. Наркотрафик на Великом шелковом пути: безопасность в Центральной Азии.

1999

Выпуск 1. Афганистан: итоги бесконечной войны. Материалы «круглого стола», посвященного 10-летию вывода войск из Афганистана. Под ред. *Алексея Малащенко*.

Выпуск 2. Перспективы Дальневосточного региона: население, миграция, рынки труда. Под ред. *Галины Витковской и Дмитрия Тренина*.

Выпуск 3. *Валентина Моисеенко, Виктор Переведенцев, Наталья Воронина*. Московский регион: миграция и миграционная политика. Под ред. *Галины Витковской*.

Выпуск 4. *Анатолий Розанов*. Белоруссия: векторы внешней политики.

Выпуск 5. *Михаил Дмитриев*. Проблемы социальной защиты населения в Российской Федерации: год после кризиса.

Выпуск 6. *Надежда Ноздрина, Геннадий Стерник*. Рынки жилья и миграция в городах России. Под ред. *Галины Витковской*.

Выпуск 7. *Алан Руссо*. Нетрадиционные угрозы безопасности России и Евразии.