

**Андрей Яковлев**, проректор, Директор  
Института анализа предприятий и рынков,  
ГУ-ВШЭ

**Юрий Данилов**, ССМД, Старший советник,  
Центр развития рынка капитала

## Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности и корпоративное финансирование

Высокий интерес к проблемам корпоративного управления в 1990е годы в числе прочих факторов объяснялся массовой трансформацией отношений собственности в странах с переходной экономикой. Этот масштабный институциональный эксперимент привлек внимание большого числа известных исследователей (Boyscko, Shleifer, Vishny (1995), Åslund (1995)). Вместе с тем результаты этого эксперимента оказались неоднозначными. В большинстве стран с переходной экономикой процесс приватизации и создания новых частных корпораций сопровождался злоупотреблениями инсайдеров и нарушениями прав акционеров в тех или иных формах (Stiglitz (1999), Johnson et al (2000)). При этом Россия в течение долгого времени рассматривалась как наиболее яркий пример подобных нарушений прав собственности (Black, Kraakman, Tarassova (2000)).

Однако затем в начале 2000х годов поведение крупнейших российских компаний достаточно резко изменилось – они сами стали раскрывать информацию, начали выплачивать дивиденды, привлекать независимых директоров, внедрять другие стандарты good corporate governance. За это последовало активное привлечение финансовых средств через эмиссию корпоративных облигаций в России и за рубежом, а также выход целого ряда компаний на IPO.

Как следствие этого капитализация российского фондового рынка выросла с 43 млрд. долларов в 2000 году до почти 800 млрд. долларов в середине 2006 года, и Россия вошла в число лидеров среди развивающихся рынков.

Отдельные исследования связывали столь резкие изменения в поведении российских компаний с произошедшей концентрацией собственности (Yakovlev (2004)). Однако высокий уровень концентрации собственности объективно ограничивает ликвидность и в этом смысле является барьером для развития фондового рынка. Другой тенденцией 2000х годов также стало явное усиление роли государства в экономике – прежде всего, через укрепление позиций государственных корпораций и через неформальное воздействие правительства на активность крупных частных компаний. Предприниматели, противившиеся такому воздействию, были вынуждены эмигрировать из России (Б.Березовский, В.Гусинский, Л.Невзлин) или же оказались в тюрьме (М.Ходорковский). В этой связи достаточно актуальным представляется вопрос о направлениях эволюции модели российской корпорации в среднесрочной перспективе. Насколько устойчивой окажется тенденция к улучшению корпоративного управления? В какой степени российские компании будут открыты по отношению к фондовому рынку – включая не только рынки облигаций, но и рынок акций? Какое влияние политика правительства в сфере отношений собственности будет оказывать на поведение российских частных компаний и поведение инвесторов? От ответов на эти вопросы зависят не только перспективы развития российского фондового рынка, но также способы и возможности инвестирования в российские компании.

Перед тем, как попытаться ответить на эти вопросы, мы хотели бы сделать несколько предварительных замечаний. Во-первых, термин «корпорация» часто используется в современной экономической литературе, поэтому необходимо уточнить это понятие.

Корпорация в данной статье будет рассматриваться в американском понимании – как единый бизнес, основанный на ограниченной ответственности и, как правило, включающий в себя несколько юридических лиц. Такой бизнес, вступая во взаимодействие с фондовым рынком и в целом с внешними инвесторами, приобретает форму акционерного общества. Вместе с тем отдельные юридические лица, входящие в корпорацию, могут иметь иную организационную правовую форму. В качестве синонима для понятия «корпорация» мы также используем термин «компания».

Во-вторых, говоря о перспективах развития корпоративного управления в России, мы считаем необходимым анализировать их в более широком контексте. Предметом нашего анализа выступают не только отношения между различными группами собственников (акционеров) и отношения между акционерами и менеджерами, но также и взаимодействия корпорации с государством, потенциальными инвесторами (в том числе иностранными) и другими стейкхолдерами.

В третьих, необходимо отметить, что в России существует много тысяч открытых акционерных обществ, которые формально можно было бы считать корпорациями (Yakovlev, 2004). Однако мы анализировали современное состояние и перспективы развития корпоративного управления в России лишь применительно к корпорациям с годовым объемом оборота не менее 50 млн. долларов. Эту группу компаний мы подразделяли на средние (с годовым оборотом от 50 млн. до 1 млрд. долл.) и крупные (имеющие годовой оборот свыше 1 млрд. долл.).