The background features abstract, flowing shapes in shades of green, purple, and blue, interspersed with small yellow triangular accents. The text is centered and rendered in a bold, blue, sans-serif font.

# ИЗМЕНЕНИЕ ОРГАНИЗАЦИОННО-ПРАВОВОЙ ФОРМЫ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ И ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

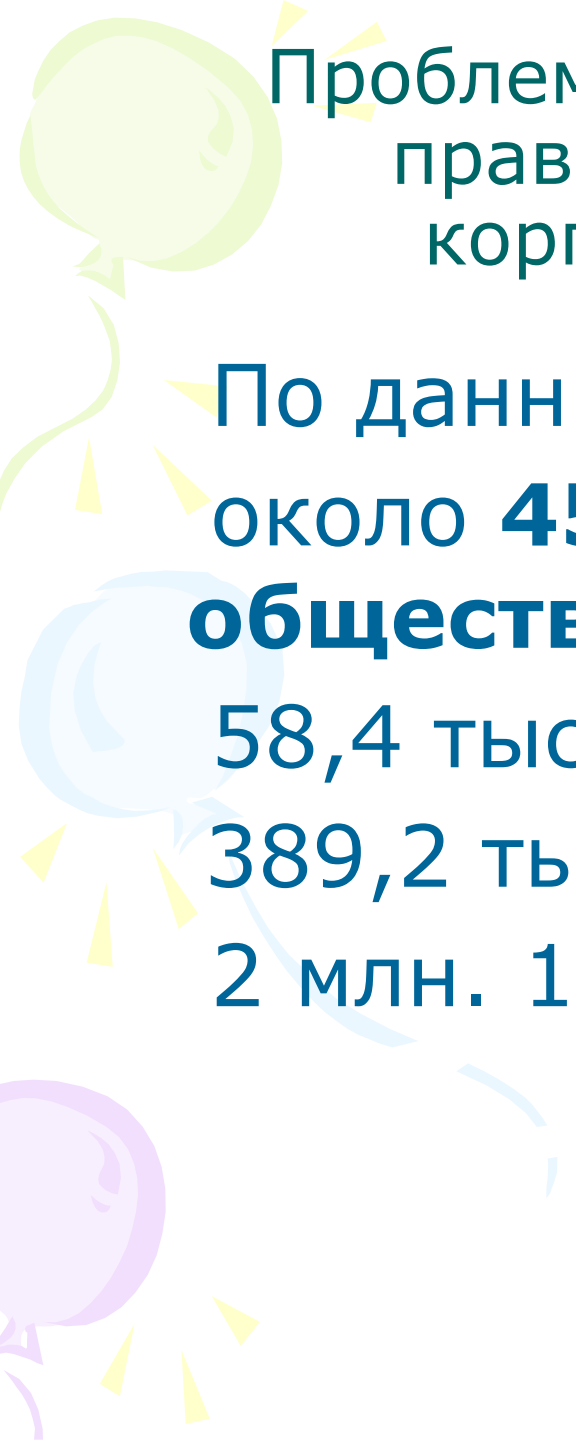
**Березинец И.В.,  
Ильина Ю.Б.**

**Высшая школа менеджмента  
СПбГУ**

# Проблема выбора организационно-правовой формы компании и корпоративное управление

С точки зрения корпоративного управления:

- **Открытые АО:** публичные компании, имеющие ликвидный рынок акций
- **Закрытые АО и ООО:** закрытые компании, не торгуемые на фондовом рынке
- **Псевдооткрытые компании:** ОАО, не имеющие ликвидного рынка



# Проблема выбора организационно-правовой формы компании и корпоративное управление

По данным Росстата РФ в России:  
около **450 тыс. акционерных обществ:**

58,4 тыс. — открытые АО

389,2 тыс. — закрытые АО

2 млн. 194 тыс. — ООО

# Проблема выбора организационно-правовой формы компании и корпоративное управление

*Изменение организационно-правовой формы:*

**Для ЗАО:** преобразование в ОАО через процесс IPO

**Псевдооткрытые компании:**

1. Выход на открытый рынок акций через процесс IPO

2. Преобразование в закрытые формы компаний, в том числе посредством выкупа долговым финансированием (LBO).

# Российские эмпирические исследования

## Российско-японское исследование:

Исследование Института анализа предприятий и рынков ГУ-ВШЭ и Института экономических исследований университета Хитоцубаши, Япония. 2004-2007. «Корпоративное управление и интеграционные процессы в российской экономике».

Результат: ЗАО – самая востребованная форма бизнеса в России, однако, недемократичная и противоречащая самой сути АО

# Зарубежные эмпирические исследования

[Damodaran, John, Liu, 1997, 2005]:

- Приведены результаты исследования по 128 компаниям сферы недвижимости, изменившим организационно-правовую форму в период с 1966 по 1989 гг.

(из них 28 фирм поменяли форму дважды)

# Зарубежные эмпирические исследования

- Выбор наиболее эффективной формы компании с точки зрения минимизации налогообложения и обеспечения ограниченной ответственности собственников бизнеса: между единоличным владением (sole proprietorship), акционерным обществом (corporation C) и различными формами обществ и товариществ (S corporations, LLC — limited liability companies, LLP — limited liability partnerships).



# Цель пилотного исследования

## **Выяснить:**

1. Допускают ли руководители российских компаний возможность изменения организационно-правовой формы
2. Какие факторы оказываются экономически и статистически значимыми с точки зрения влияния на решение о таком изменении.





# Гипотезы исследования

*Гипотеза 1.* Темпы развития компании могут влиять на изменение формы юридического лица.

*Гипотеза 2.* Большинство ОАО и ЗАО не имеют достаточной мотивации для изменения организационно-правовой формы (ОПФ).

*Гипотеза 3.* Финансовые показатели деятельности компании могут влиять на решение об изменении ОПФ.

# Формирование выборки

- 70 российских компаний, представляющих собой случайную выборку средних компаний:

ОАО – 33

ЗАО – 37

- 72,5% компаний существуют на рынке более 10 лет

- Респонденты:

Исполнительные менеджеры – 83,8%

Члены Совета директоров – 38,8%

# Формирование выборки по отраслям

	<b>В целом</b>	<b>ОАО</b>	<b>ЗАО</b>
1. Промышленность	<b>50,0</b>	76,3	26,2
2. Строительство	<b>18,8</b>	5,3	31,0
3. Торговля	<b>13,8</b>	5,3	21,4
4. Транспорт	<b>8,8</b>	5,3	11,9
5. Связь	<b>2,5</b>	2,6	2,4

## Преимущества и недостатки существующей ОПФ с точки зрения респондента

В целом большинство менеджеров позитивно оценили существующую ОПФ их организации.

- **64%** опрошенных из ЗАО считают преимуществом данной формы бизнеса прозрачность, открытость, наличие рыночной оценки бизнеса;
- **31%** полагает, что форма ЗАО предоставляет возможности привлечения ресурсов посредством фондового рынка и выход на зарубежные рынки капитала (вероятно, имеется в виду долговое финансирование).



# Риск утраты корпоративного контроля

- ▶ Около 78% респондентов отрицают риск потери ключевыми собственниками корпоративного контроля.



# Концентрация собственности

Обладатели крупной доли собственности в компании:

- Менеджмент
- Прочие российские мажоритарные собственники
- Трудовой коллектив
- Государство



# Концентрация собственности

- ▶ Топ-менеджеры ЗАО менее склонны признавать расхождение интересов между различными группами лиц, имеющих отношение к управлению компанией, — как между собственниками, так и между собственниками и менеджерами, — нежели менеджеры ОАО. Это, на наш взгляд, является свидетельством большей (в среднем) концентрации собственности в ЗАО, чем в ОАО.

# Значимость источников финансирования

	<b>Значит ельная</b>	<b>Опреде ляющая</b>	<b>Не используется</b>
1) СОБСТВЕННЫЕ СРЕДСТВА КОМПАНИИ	26,3	65,8	0,0
2) ВЫПУСК ОБЛИГАЦИЙ	5,3	0,0	71,1
3) ВЫПУСК ВЕКСЕЛЕЙ	7,9	0,0	60,5
4) БАНКОВСКИЕ КРЕДИТЫ	36,8	21,1	5,3
5) ДОПОЛНИТЕЛЬНАЯ ЭМИССИЯ АКЦИЙ	2,6	2,6	63,2
6) ПРЯМЫЕ ИНОСТРАННЫЕ ИНВЕСТИЦИИ	2,6	0,0	71,1
7) СРЕДСТВА ИЗ ФЕДЕРАЛЬНОГО/ МУНИЦИПАЛЬНОГО БЮДЖЕТА	2,6	0,0	63,2



# Основные цели компании

Цели	самая важная	вторая по важности	третья по важности	наименее важная
	3	2	1	0
1) Достижение высокого уровня доходности на инвестиции, ROIC	10,1	13,9	22,8	53,2
2) Увеличение ценности (капитализации) компании	16,5	26,6	38,0	19,0
3) Достижение целевой доли на рынке	22,8	39,2	21,5	16,5
4) Достижение высокой доли продукции, создаваемой на базе инновационных технологий	48,8	22,5	16,3	10,0

# Системы вознаграждения менеджеров

Компании склонны формировать системы вознаграждения, в той или иной степени привязанные к показателям деятельности компаний, причем в значительной степени финансовым (выручка, прибыль, EVA, финансовые коэффициенты, свободный денежный поток и др.).

Данный вывод противоречит утверждениям менеджмента о том, что ценностные факторы не являются ключевыми для деятельности компаний.

# Распределение прибыли среди акционеров

▶ Регулярной признали выплату дивидендов 14,3% менеджеров ЗАО и 2,6% — ОАО

▶ Абсолютное большинство (69% для ЗАО и более 78% для ОАО) отметили реинвестирование прибыли в качестве нормы поведения и выплату дивидендов лишь в случае получении неожиданно высокой прибыли.

# Отношение респондентов к существующей нормативной базе функционирования данной формы бизнеса и исполнению законодательства

Менеджмент компаний в целом позитивно оценивает нормативную базу функционирования своей формы собственности. При этом законодательство более устраивает руководителей ЗАО (76,2%), нежели представителей ОАО (68,4%), так же, как и исполнение законодательства — 64,3% опрошенных в ЗАО против 52,6% в ОАО.



## Знакомство с принципами функционирования других форм юридического лица

- ▶ Респонденты хорошо знакомы с принципами функционирования других форм юридического лица, отличных от выбранной их компанией (в целом 82,5% опрошенных).

# Изменение организационно-правовой формы компании и результаты эмпирического исследования

## Задача:

1. Выяснить, связаны ли причины, вызывающие изменение ОПФ, с тем, к какому классу принадлежит компания
2. Могут ли показатели финансовой деятельности компании влиять на решение об изменении ОПФ.

# Классы (категории) компаний

- **По форме акционерного общества:**

1. ОАО
2. ЗАО.

- **По темпам развития (исходя из субъективной оценки респондентов):**

1. Компании с быстрыми темпами развития со стабильным расширением бизнеса.
2. Компании с незначительным расширением бизнеса.
3. Компании без изменений развития и испытавшие сокращение бизнеса.

# Изменение ОПФ и факторы корпоративного управления

В целом все эконометрические исследования, проведенные для классов ОАО и ЗАО, а также для классов, соответствующих темпам развития, показали, что выделенные в моделях факторы, связанные с корпоративным управлением, не оказывают значимого влияния на решение об изменении ОПФ.



# Финансовые показатели: влияние на допущение об изменении ОПФ

## **Группа 1. Показатели, определяющие темпы роста бизнеса.**

1. Темп прироста валюты баланса.
2. Показатель прироста стоимости чистых активов.
3. Темп прироста выручки.
4. Показатель прироста чистой прибыли.

# Финансовые показатели: влияние на допущение об изменении ОПФ


## **Группа 2. Показатели, отражающие потребности и возможности привлечения внешних источников финансирования.**

1. Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами.
2. Коэффициент соотношения заемных и собственных средств.
3. Коэффициент соотношения краткосрочных кредитов и займов и оборотных активов.
4. Коэффициент соотношения долгосрочных кредитов и займов и внеоборотных активов.



Финансовые показатели: влияние на  
допущение об изменении ОПФ

## **Группа 3. Наличие признаков банкротства**



1. Показатель, характеризующий  
наличие признаков банкротства.



# Результаты

- Используемая 9-факторная эконометрическая модель оказалась статистически значимой для данной выборки компаний.



# Выводы

- 1. Темпы развития как субъективный показатель (результаты опроса) не оказывают влияния на изменение ОПФ.
- 2. Темпы развития, оцененные при помощи финансовых показателей, могут влиять на допущение об изменении ОПФ.
- 3. ЗАО не готовы к изменению ОПФ, к отказу от инсайдерской «местечковости», боясь становиться публичными компаниями.
- 4. Руководители компаний обеих форм АО считают собственную ОПФ оптимальной, хотя теоретически допускают ее изменение.
- 5. Большинство российских ОАО и ЗАО не имеют достаточной мотивации для изменения ОПФ.

# Направления дальнейших исследований

- Выбор новой совокупности различных факторов корпоративного управления и финансовых показателей, влияющих на изменение компанией организационно-правовой формы.
- Введение новых показателей, отражающих возможность изменения ОПФ компании, на которые будут влиять указанные выше факторы.
- Тестирование новых эконометрических моделей для проверки выдвинутых предположений о том, что выбранные факторы могут влиять на изменение ОПФ для определенных категорий компаний.