

# 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<br/>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<br/>ельная</b> | <b>Опреде<br/>ляющая</b> | <b>Не используется</b> |
|--|--------------------------|--------------------------|------------------------|
| 1) СОБСТВЕННЫЕ<br>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<br>ЭМИССИЯ АКЦИЙ                           | 2,6                      | 2,6                      | 63,2                   |
| 6) ПРЯМЫЕ ИНОСТРАННЫЕ<br>ИНВЕСТИЦИИ                          | 2,6                      | 0,0                      | 71,1                   |
| 7) СРЕДСТВА ИЗ<br>ФЕДЕРАЛЬНОГО/<br>МУНИЦИПАЛЬНОГО<br>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.

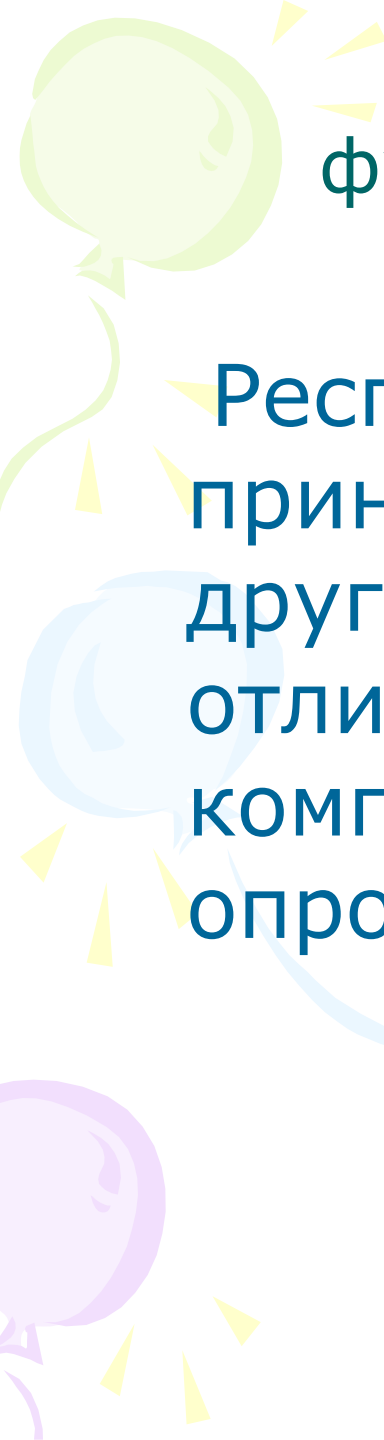
# Распределение прибыли среди акционеров

▶ 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

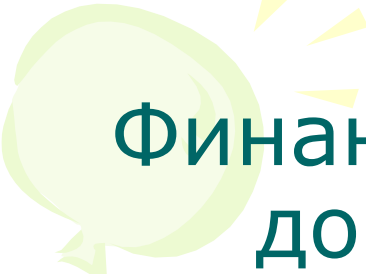
## **Группа 1. Показатели, определяющие темпы роста бизнеса.**

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.