

## **ОБНОВЛЕНИЕ ВЫСШЕГО МЕНЕДЖМЕНТА РОССИЙСКИХ ПРОМЫШЛЕННЫХ ПРЕДПРИЯТИЙ: СВИДЕТЕЛЬСТВА «РОССИЙСКОГО ЭКОНОМИЧЕСКОГО БАРОМЕТРА»**

**Р. И. КАПЕЛЮШНИКОВ, Н. В. ДЕМИНА**

*Институт мировой экономики и международных отношений РАН*

В статье на базе панельных данных «Российского экономического барометра» за 1997–2003 гг. рассматривается влияние характеристик собственности и результатов экономической деятельности на оборот и «происхождение» директорского корпуса российских промышленных предприятий. Авторы анализируют показатели стажа и темпов ротации высшего управленческого персонала, а также оценивают относительное значение внешних и внутренних каналов его рекрутирования. Результаты эконометрического анализа показывают, что вероятность «окапывания» высших менеджеров на занимаемых постах положительно связана с доминированием собственности инсайдеров и отрицательно — собственности аутсайдеров. Кроме того, на неуспешных предприятиях вероятность смены генерального директора и председателя Совета директоров выше, чем на успешных. Что касается каналов рекрутирования, то «сторонние» назначения наблюдаются чаще на предприятиях, контролируемых аутсайдерами и находящихся в плохом экономическом состоянии. Основной вывод исследования состоит в том, что, несмотря на многочисленные встроенные дефекты, российская система корпоративного управления работает в «правильном направлении», способствуя отбору более компетентных менеджеров и повышению эффективности их труда.

Институты корпоративного управления являются одним из важнейших элементов современной, сложно организованной рыночной экономики. От их эффективности

во многом зависит, в какой мере интересы менеджмента согласуются с интересами собственников, насколько успешно пресекаются попытки оппортунистического

---

Настоящее исследование поддержано грантом USAID SEGIR EP Contract No. 220/001.0-03-354, reference Russia task order no. 803, Improvement of Economic Policy Through Think Tank Partnership Project, предоставленным через Центр институциональных реформ и неформального сектора (IRIS) Университета Мэрилэнд. Содержащиеся в работе мнения и выводы принадлежат авторам и не обязательно отражают позицию USAID или IRIS.

© Р. И. Капелюшников, Н. В. Демина, 2005

поведения, как быстро менее компетентные управленческие команды уступают место более компетентным.

В переходных экономиках потребность в отстраивании работоспособных механизмов корпоративного управления оказывается особенно острой, поскольку у «красных директоров», пришедших к руководству предприятиями при плановой системе, отсутствуют управленческие знания и навыки, необходимые для работы в новых рыночных условиях. Это предопределяет неизбежность крупномасштабной ротации высших управленческих кадров, массовой замены значительной части «старых» директоров новыми, рыночно ориентированными менеджерами.

В российских условиях ход этого процесса был осложнен специфической схемой приватизации, реализованной на начальном этапе рыночных реформ. Как известно, ее непосредственным результатом стало сосредоточение преобладающего пакета акций в руках инсайдеров — менеджеров и работников предприятий. Этот инсайдерский профиль собственности сохранялся на протяжении всего пореформенного периода.<sup>1</sup> Так, по данным опросов «Российского экономического барометра» (РЭБ), инсайдеры до сих пор остаются самой крупной категорией собственников, на долю которой приходится почти половина всех акций российских промышленных предприятий.<sup>2</sup> Естествен-

но полагать, что такая «скошенность» структуры собственности в пользу инсайдеров должна тормозить процесс обновления высших управленческих кадров, способствуя их «окапыванию» на занимаемых постах.

К сожалению, эмпирические исследования, посвященные данному кругу проблем, остаются крайне немногочисленными. Каковы были реальные темпы ротации высшего управленческого персонала российских промышленных предприятий в переходный период? Чем она определялась? На каких предприятиях изменения в составе директорского корпуса происходили быстрее, а на каких — медленнее? В какой мере эти изменения следовали за сдвигами в структуре собственности? Зависела ли вероятность смещения от компетенции и эффективности самих руководителей предприятий? Какие каналы их рекрутирования преобладали — внешние или внутренние? Кем чаще оказывались новые директора — выходцами из тех же управленческих команд, к которым принадлежали их предшественники, или «варягами», которые приходили со стороны?

В настоящей работе<sup>3</sup> мы попытались ответить на ряд этих вопросов, воспользовавшись результатами предпринимательских опросов РЭБ. Последние представляют уникальный массив микродан-

<sup>1</sup> Изменения в структуре собственности российских промышленных предприятий подробно анализируются в нашей предыдущей статье [Капелюшников, Демина, 2005].

<sup>2</sup> Важно, однако, иметь в виду, что «соотношение сил» внутри самой этой группы за прошедшее время резко изменилось. Если вначале наблюдалось явное доминирование собственности работников, то затем на ведущие позиции выдвинулась собственность менеджеров: согласно оценкам РЭБ, в 2003 г. пакет акций, которым они владели, заметно превышал пакет акций, которым владели работники (26% против 21%). Более того, если верить прогнозам участников опросов РЭБ, то в 2005 г. доля ме-

неджеров должна вырасти еще больше, приблизившись к трети.

<sup>3</sup> Предлагаемая читателю работа является эмпирическим исследованием, выполненным на основе российских данных. Надо отметить, что проблематика сменяемости топ-менеджеров привлекает значительное внимание исследователей корпоративного управления и в развитых странах. Для полноты картины приведем некоторые работы данного направления (в том числе по России): [Бикбов, 2001; Рачинский, 2001; Denis, Denis, Sarin, 1997; Fishman, Khurana, Rhodes-Kropf, 2005]. Любопытно сравнить результаты двух первых работ с исследованиями в других странах с невысоким уровнем защиты инвесторов, например [Volpin, 2002].

ных о деятельности и ожиданиях российских предприятий на протяжении всего пореформенного периода. С декабря 1991 г. РЭБ начал проведение регулярных опросов промышленных и сельскохозяйственных предприятий (один раз в месяц), а также банков (один раз в два месяца). Промышленная выборка включает примерно 500 предприятий, отвечаемость колеблется в пределах от 30 до 40%. Таким образом, ежемесячно заполненные анкеты присылают от 150 до 220 респондентов. Распределение предприятий — респондентов РЭБ по отраслям и регионам в первом приближении соответствует общероссийским показателям. На большинстве промышленных предприятий, входящих в выборку, количество работников составляет от 150 до 2200 человек (в 2003 г. средняя численность их персонала достигала примерно 930 человек).<sup>4</sup>

Начиная с 1995 г. с периодичностью один раз в два года в регулярные анкеты РЭБ стал включаться специальный блок вопросов, посвященных отношениям собственности и механизмам корпоративного управления. Поскольку вопросы о структуре собственности относятся к числу наиболее сложных, ответы на них дают примерно две трети участников соответствующих опросов. На сегодняшний день у нас есть данные, относящиеся к 1995, 1997, 1999, 2001 и 2003 гг., т. е. с момента завершения первого (массового) этапа приватизации и по настоящее время. Кроме того, с периодичностью раз в год РЭБ собирает информацию о возрасте, стаже работы и «происхождении» высших управленческих кадров — генеральных директоров и председателей Советов директоров опрашиваемых предприятий. Мы воспользовались этим массивом данных, чтобы оценить скорость

обновления директорского корпуса в постприватизационный период, определить источники его пополнения и выделить основные факторы, которые влияли на его ротацию.

Структура работы такова. Сначала мы проанализируем наиболее общие тенденции и закономерности, которые были присущи движению высших управленческих кадров российской промышленности в постприватизационный период. Затем представим эконометрические оценки, показывающие, какое влияние на этот процесс оказывали характеристики собственности и результаты экономической деятельности предприятий. В заключительном разделе будут сформулированы основные выводы из проведенного исследования.

#### **Особенности ротации высших управленческих кадров в постприватизационный период: дескриптивный анализ**

Как мы уже упоминали, структура акционерной собственности, сложившаяся в российской экономике, отличалась явно выраженным инсайдерским характером. Однако на основании этого было бы неверно делать вывод, что бывшие «красные директора» сумели так прочно «окопаться» на занимаемых постах, что смогли успешно пережить все перипетии переходного периода. Это предположение плохо согласуется с данными, характеризующими оборот высших управленческих кадров на предприятиях — респондентах РЭБ за период 1995–2003 гг. (табл. 1–2). Из них следует, что большинство из ныне действующих директоров возглавили свои предприятия уже в период реформ — в результате либо смены владельцев, либо борьбы между конкурирующими «командами» менеджеров, сформировавшимися в недрах прежнего руководства.

Хотя в пореформенный период темпы обновления директорского корпуса были

<sup>4</sup> Более подробное описание выборки РЭБ можно найти в квартальных бюллетенях *The Russian Economic Barometer: Market Situation Tests, Estimates, Forecasts*.

Таблица 1

Распределение предприятий — респондентов РЭБ по стажу работы генерального директора в 1995, 1997–2003 гг., %\*

Продолжительность стажа работы генерального директора	1995 г.	1997 г.	1998 г.	1999 г.	2000 г.	2001 г.	2002 г.	2003 г.
До года	7,2	12,8	11,5	10,8	11,6	8,5	16,8	12,0
От 1 до 5 лет	31,7	25,5	31,7	32,0	31,9	29,1	27,7	24,7
От 5 до 10 лет	37,7	27,6	21,1	18,0	15,9	18,8	17,9	21,1
Свыше 10 лет	23,4	34,2	35,7	39,2	40,6	43,6	37,6	42,2
Всего	100	100	100	100	100	100	100	100
Средний стаж работы, лет	8,2	9,0	9,0	10,0	9,5	9,9	8,9	9,8

\* 1995, 1997–2000 гг., 2002 г. — июль; 2001 г., 2003 г. — февраль.

Таблица 2

Распределение предприятий — респондентов РЭБ по стажу работы председателя Совета директоров в 2001 и 2003 гг., %

Продолжительность стажа работы председателя Совета директоров	2001 г.	2003 г.
До года	20	21
От 1 до 5 лет	55	50
От 5 до 10 лет	25	29
Всего	100	100
Средний стаж работы, лет	3,7	3,9

меньше, чем можно было ожидать, исходя из масштабов и радикальности произошедших перемен, они поддерживались на достаточно высокой отметке. Ежегодно примерно на каждом десятом предприятии появлялся новый генеральный директор и примерно на каждом пятом — новый председатель Совета директоров. (Таким образом, у первых скорость ротации была существенно ниже, чем у вторых.) Средний стаж работы генеральных директоров обследуемых предприятий колебался в диапазоне от 8 до 10 лет; средний стаж работы председателей Советов директоров был в 2–2,5 раза меньше — около 4 лет. Короткий «председательский» стаж, как правило, сочетался с коротким «директорским» стажем, и наоборот. Другими словами, срок работы генерального

директора достаточно тесно коррелировал со сроком работы председателя Совета директоров (коэффициент корреляции составлял 0,31 и был значим на 1%-м уровне существенности).

Согласно оценкам, представленным в табл. 1, примерно на 40% предприятий действующие генеральные директора сохраняли свои позиции еще с дореформенного периода, тогда как примерно на 60% из них назначение директоров произошло уже после начала реформ. На первый взгляд, здесь возникает противоречие: при столь высокой ежегодной ротации директорского корпуса, которую фиксируют опросы РЭБ, к 2003 г. следовало бы ожидать его полной смены. Парадоксальное сочетание высоких темпов обновления с существенной долей «старых» директо-

Таблица 3

## Структура собственности на предприятиях — респондентах РЭБ, различавшихся по стажу работы генерального директора в 2001 и 2003 гг., %

Группы предприятий в зависимости от стажа работы генерального директора	2001 г.					2003 г.				
	Категории собственников					Категории собственников				
	Инсайдеры	Аутсайдеры	Государство	Прочие акционеры	Всего	Инсайдеры	Аутсайдеры	Государство	Прочие акционеры	Всего
До года	26	56	12	6	100	26	56	5	13	100
От 1 до 5 лет	38	49	11	2	100	39	49	7	5	100
От 5 до 10 лет	52	34	6	8	100	52	41	4	3	100
Свыше 10 лет	57	33	6	4	100	58	33	3	6	100
Всего	48	40	8	4	100	47	44	4	5	100

ров, унаследованных от прежней системы, можно объяснить тем, что в российской промышленности сформировались два разных сегмента предприятий: первый, где высшее руководство сумело прочно закрепиться на занятых позициях и где оно не менялось на протяжении многих лет, и второй, где директорам не удавалось долго удерживаться на своих постах и где их смена происходила многократно, через небольшие промежутки времени.

Продолжительность пребывания руководителей предприятий у власти во многом зависит от особенностей складывающихся на них структур собственности и контроля. Так, оказывается, что она отрицательно связана с собственностью аутсайдеров и положительно — с собственностью инсайдеров. По мере увеличения директорского стажа доля внешних акционеров снижается. Напротив, чем дольше руководит предприятием его нынешний директор, тем массивнее оказывается пакет, принадлежащий менеджерам и работникам. В 2003 г. на предприятиях, где стаж работы генерального директора не превышал одного года, соотношение между пакетами акций, принадлежавших аутсайдерам и инсайдерам, составляло 56 против 26%, тогда как на пред-

приятиях, где стаж работы генерального директора был больше 10 лет, оно было почти «зеркальным» — 33 против 58% (табл. 3). Аналогичным образом на предприятиях, где нынешний председатель Совета директоров работал в этой должности менее года, 48% акций принадлежало внешним акционерам и только 32% — менеджерам и работникам, в то время как на предприятиях, где нынешний председатель Совета директоров находился на своем посту свыше 5 лет, внешние акционеры владели пакетом, почти вдвое уступавшим пакету менеджеров и работников: 35 против 58% (табл. 4).

Как и можно было ожидать, средний срок «пребывания у власти» оказывается продолжительнее на предприятиях с распыленной и короче — на предприятиях с концентрированной структурой собственности (табл. 5). В 2003 г. на предприятиях, где крупнейшему собственнику принадлежало не более 10% акций, стаж работы генеральных директоров достигал в среднем 13, а председателей Совета директоров — 4 лет. В то же время на предприятиях, где крупнейшие собственники владели контрольным пакетом акций (свыше 50%), аналогичные показатели составляли 9 лет и 3,6 года соответственно.

Таблица 4

Структура собственности на предприятиях — респондентах РЭБ, различавшихся по стажу работы председателя Совета директоров в 2001 и 2003 гг., %

Группы предприятий в зависимости от стажа работы председателя Совета директоров	2001 г.					2003 г.				
	Категории собственников					Категории собственников				
	Инсайдеры	Аутсайдеры	Государство	Прочие акционеры	Всего	Инсайдеры	Аутсайдеры	Государство	Прочие акционеры	Всего
До года	41	50	6	3	100	32	48	8	12	100
От 1 до 5 лет	49	41	5	5	100	45	48	5	2	100
От 5 до 10 лет	51	41	7	1	100	58	35	1	6	100
Всего	48	40	8	4	100	47	44	4	5	100

Таблица 5

Средний стаж работы генеральных директоров и председателей Советов директоров на предприятиях — респондентах РЭБ в зависимости от размеров крупнейшего пакета акций в 2001 и 2003 гг.

Группы предприятий в зависимости от величины крупнейшего пакета акций	Средний стаж работы в занимаемой должности, лет			
	Генеральный директор		Председатель Совета директоров	
	2001 г.	2003 г.	2001 г.	2003 г.
До 10%	9,4	13,0	3,3	4,0
От 10 до 20%	12,5	9,1	3,6	3,5
От 20 до 50%	9,4	9,3	4,0	3,3
Свыше 50%	8,3	9,0	3,2	3,6

Наконец, есть основания полагать, что смена высших управленческих кадров обычно предшествует всплеск активности в перераспределении акций между основными группами собственников (табл. 6). На предприятиях, где в течение года, предшествовавшего опросу, происходила смена высших управленческих кадров, валовая интенсивность межгруппового перераспределения акций приближалась к 60%, тогда как на предприятиях с прочно «окопавшимися» руководителями она составляла не более 30–35%.

Полученные результаты свидетельствуют о существовании достаточно тесной связи между двумя процессами — сдвигами в структуре акционерного капитала

и обновлением менеджмента. Причем в российском контексте эта связь носит достаточно «стандартный» характер: доминирование инсайдеров, низкий уровень концентрации собственности и малая подвижность ее структуры отрицательно влияют на темпы ротации, способствуя «окапыванию» действующих руководителей на занимаемых постах.

Что касается другой важнейшей характеристики высших управленческих кадров — их «происхождения», — то здесь можно говорить о сохраняющемся преобладании инкубентов, т. е. тех, кто до своего назначения на высшие посты уже работал на данном предприятии и принадлежал к его руководящему ядру.

Таблица 6

**Валовая интенсивность межгруппового перераспределения акций на предприятиях — респондентах РЭБ на протяжении двухлетних интервалов в зависимости от стажа работы генерального директора и председателя Совета директоров в 1999–2001 и 2001–2003 гг., %\***

Группы предприятий в зависимости от стажа работы руководителей предприятия	Валовая интенсивность перераспределения акций			
	1999–2001 гг.		2001–2003 гг.	
	Генеральный директор	Председатель Совета директоров	Генеральный директор	Председатель Совета директоров
До года	53	40	58	56
От 1 до 5 лет	39	39	47	38
От 5 до 10 лет	36	30	45	40
Свыше 10 лет	32	—	35	—

\* Валовая интенсивность межгруппового перераспределения собственности рассчитывалась по формуле:  $M = 0,5 \cdot \sum |d_i(t) - d_i(t-2)|$ , где  $M$  — интенсивность перетока акций предприятия между различными группами акционеров данного предприятия в течение двухлетнего интервала, а  $d_i(t)$  и  $d_i(t-2)$  — доли акций  $i$ -й группы акционеров в капитале предприятия в настоящий момент и двумя годами раньше (множитель 0,5 вводился во избежание повторного счета, поскольку сумма положительных и сумма отрицательных изменений равны по определению).

Таблица 7

**Распределение предприятий — респондентов РЭБ по стажу работы и «происхождению» генерального директора в 2001 и 2003 гг., %**

Распределение предприятий в зависимости от стажа работы генерального директора	2001 г.		2003 г.	
	Генеральный директор		Генеральный директор	
	Инкубент	«Со стороны»	Инкубент	«Со стороны»
До года	43	57	47	53
От 1 до 5 лет	72	28	58	42
От 5 до 10 лет	79	21	81	19
Свыше 10 лет	70	30	70	30
Всего	69	31	67	33

Так, в 2003 г. 67% действующих генеральных директоров из выборки РЭБ прежде, чем возглавить предприятие, работали на нем раньше и лишь 33% пришли «со стороны» (табл. 7). Среди председателей Советов директоров распределение на «своих» и «чужих» было менее асимметричным: 52 и 48% соответственно (табл. 8).

«Происхождение» высших управленческих кадров заметно варьировалось в зависимости от даты их прихода к власти:

чем короче стаж работы на занимаемых должностях, тем выше оказывается удельный вес «варягов» (табл. 7–8). Так, среди «новичков», занявших директорское кресло не более года назад, ранее работали на предприятии менее 50%, тогда как среди «старожилов», занявших данный пост 5–10 лет назад, — примерно 80% (табл. 7). Еще более резкий контраст между «новичками» и «старожилами» был характерен для председателей Советов директоров: среди первых инкумбентами были

Таблица 8

**Распределение предприятий — респондентов РЭБ по стажу работы и «происхождению»  
председателя Совета директоров в 2001 и 2003 гг., %**

Группы предприятий в зависимости от стажа работы председателя Совета директоров	2001 г.		2003 г.	
	Председатель Совета директоров		Председатель Совета директоров	
	Инкубент	«Со стороны»	Инкубент	«Со стороны»
До года	20	80	32	68
От 1 до 5 лет	57	43	51	49
От 5 до 10 лет	64	36	71	29
Всего	63	37	52	48

Таблица 9

**Структура собственности на предприятиях — респондентах РЭБ в зависимости  
от «происхождения» председателя Совета директоров в 2001 и 2003 гг., %**

Группы акционеров	2001 г.		2003 г.	
	Председатель Совета директоров		Председатель Совета директоров	
	Инкубент	«Со стороны»	Инкубент	«Со стороны»
Инсайдеры	60	28	60	31
Аутсайдеры	34	57	32	55
Государство	4	8	1	8
Прочие акционеры	2	7	6	6
Всего	100	100	100	100

20–30% и в числе вторых — 65–70% (табл. 8). Это означает, что каналы, по которым осуществляется рекрутирование высших управленческих кадров российских промышленных предприятий, все в большей мере становятся внешними и, следовательно, доля инкубентов постепенно размывается. Данные, представленные в табл. 7, позволяют сделать еще одно любопытное наблюдение: в советские времена доминирование инкубентов было, как ни странно, *меньше*, чем на ранней фазе переходного процесса. Впрочем, это не удивительно, если принять во внимание сильно выраженный инсайдерский характер российской приватизации.

Подобно стажу, «происхождение» высшего управленческого персонала также

коррелирует с различными характеристиками собственности. Как видно из табл. 9, на предприятиях, где Советы директоров возглавляли инкубенты, преобладающая часть акций была сосредоточена в руках менеджеров и работников, тогда как на предприятиях, во главе которых стояли «чужаки», — в руках внешних акционеров. На первых средняя величина инсайдерского пакета достигала 60%, тогда как на вторых она составляла чуть более 30%. Обратная ситуация наблюдалась по акциям, находившимся в собственности внешних акционеров: принадлежавший им пакет был почти вдвое больше в тех случаях, когда Советом директоров руководил «чужак». В то же время «происхождение» генеральных ди-



Таблица 10

**Структура собственности на предприятиях — респондентах РЭБ, различающихся по «происхождению» генерального директора в 2001 и 2003 гг., %**

Группы акционеров	2001 г.		2003 г.	
	Генеральный директор		Генеральный директор	
	Инкубент	«Со стороны»	Инкубент	«Со стороны»
Инсайдеры	49	48	43	43
Аутсайдеры	42	34	49	49
Государство	4	14	4	6
Прочие акционеры	5	4	4	2
Всего	100	100	100	100

Таблица 11

**«Происхождение» генеральных директоров и председателей Советов директоров предприятий — респондентов РЭБ в зависимости от размеров крупнейшего пакета акций в 2001 и 2003 гг., %**

Группы предприятий в зависимости от величины крупнейшего пакета акций	Доля предприятий			
	Директора-инкубенты		Председатели Совета директоров — инкубенты	
	2001 г.	2003 г.	2001 г.	2003 г.
До 10%	64	43	92	100
От 10 до 20%	64	58	72	54
От 20 до 50%	76	73	56	43
Свыше 50%	55	53	29	43

ректоров было достаточно слабо связано с различиями в характере распределения собственности (табл. 10).

Важное значение имеет также концентрация собственности. Чем она выше, тем больше вероятность того, что во главе Совета директоров будет стоять «человек со стороны» (табл. 11). Когда величина пакета, принадлежащего самому крупному акционеру, составляет не более 10%, Совет директоров практически всегда возглавляет бывший сотрудник предприятия, а когда она превышает 50%, такое наблюдается менее чем в половине случаев. В отличие от этого связь между концентрацией собственности и «происхождением» генеральных директоров практически не просматривается.

Наконец, нам не удалось найти каких-либо свидетельств, подтверждающих, что «происхождение» высших менеджеров зависит от интенсивности межгруппового перераспределения акций (табл. 12).

И все же в целом данные опросов РЭБ позволяют нарисовать достаточно согласованную и непротиворечивую картину. Как мы могли убедиться, в российском контексте инсайдерская собственность, низкий уровень концентрации и низкие темпы межгруппового перераспределения акций, как правило, благоприятствуют длительным срокам работы генерального директора и председателя Совета директоров, равно как и продвижению на эти посты инкубентов. Напротив, аутсайдерская собственность, высокий уровень

Таблица 12

Валовая интенсивность межгруппового перераспределения акций на предприятиях — респондентах РЭБ на протяжении двухлетних интервалов в зависимости от «происхождения» генерального директора и председателя Совета директоров в 1999–2001 и 2001–2003 гг., %\*

Группы предприятий в зависимости от «происхождения» руководителей предприятия	Валовая интенсивность перераспределения акций			
	1999–2001 гг.		2001–2003 гг.	
	Генеральный директор	Председатель Совета директоров	Генеральный директор	Председатель Совета директоров
Руководитель-инкубент	35	34	43	48
Руководитель «со стороны»	43	41	43	39

\* Валовая интенсивность межгруппового перераспределения собственности рассчитывалась по формуле:  $M = 0,5 \cdot \sum |d_i(t) - d_i(t-2)|$ , где  $M$  — интенсивность перетока акций предприятия между различными группами акционеров данного предприятия в течение двухлетнего интервала, а  $d_i(t)$  и  $d_i(t-2)$  — доли акций  $i$ -й группы акционеров в капитале предприятия в настоящий момент и двумя годами раньше (множитель 0,5 вводился во избежание повторного счета, поскольку сумма положительных и сумма отрицательных изменений равны по определению).

концентрации и высокие темпы межгруппового перераспределения акций, как правило, способствуют обновлению руководства предприятий и создают условия для прихода людей «со стороны».

### Факторы, определяющие ротацию высших управленческих кадров: результаты эконометрического анализа

Дескриптивные наблюдения, которые обсуждались в первой части нашей статьи, можно рассматривать как гипотезы, требующие верификации с помощью более строгих методов эконометрического анализа. Полный перечень этих гипотез приведен в табл. 13.

Естественно ожидать, что результаты экономической деятельности предприятий должны быть отрицательно связаны с вероятностью смены высших управленческих кадров (чем ниже эффективность, тем больше оснований для их замены) и положительно — с вероятностью того, что новым руководителем окажется инкубент (чем выше эффективность, тем меньше оснований менять менеджерскую команду, которая обеспечила этот успех). Переходу контроля над предпри-

ятием от одной группы акционеров к другой, как правило, предшествуют резкие сдвиги в структуре собственности. Поскольку новые собственники обычно приводят вместе с собой новую команду менеджеров, отсюда следует, что высокая интенсивность межгруппового перераспределения акций должна активизировать ротацию высших управленческих кадров, но в то же время затруднять приход к власти инкубентов. Как отмечалось, доминирование собственности инсайдеров содействует «окапыванию» действующих руководителей предприятий, делая менее вероятными их смещение и замену на пришельцев «со стороны». Соответственно, обратных эффектов можно ожидать от доминирования собственности аутсайдеров. Труднее предсказать влияние собственности государства — в зависимости от конкретных обстоятельств оно может быть как со знаком плюс, так и со знаком минус. Можно также предполагать, что оборот высших управленческих кадров зависит не только от идентичности доминирующих собственников, но и от уровня концентрации собственности. Так, распыление собственности среди множества мелких владельцев должно создавать бла-

Таблица 13

**Основные гипотезы, касающиеся влияния показателей эффективности и характеристик собственности на обновление высших управленческих кадров**

Показатель	Направление связи
<b>Ожидаемое влияние на вероятность смены высших менеджеров</b>	
результаты экономической деятельности предприятия	–
интенсивность межгруппового перераспределения акций	+
инсайдерская (= менеджериальная) собственность	–
собственность внешних акционеров	+
собственность государства	+/-
уровень концентрации собственности	+
<b>Ожидаемое влияние на вероятность того, что новым руководителем предприятия окажется инкубент</b>	
результаты экономической деятельности предприятия	+
интенсивность межгруппового перераспределения акций	–
инсайдерская (= менеджериальная) собственность	+
собственность внешних акционеров	–
собственность государства	+/-
уровень концентрации собственности	–

гоприятные условия как для «окапывания» действующих менеджеров, так и для «наследования» руководящих постов представителями тех же менеджерских команд. Напротив, при наличии крупных собственников появляются возможности как для быстрой смены действующих руководителей предприятий, так и для их замены пришельцами «со стороны».

Нам представлялось важным выяснить, прослеживаются ли эти эффекты в условиях российской экономики. К сожалению, в силу информационных ограничений не все они могли быть подвергнуты эконометрической проверке. Так, мы были вынуждены строить наши модели без учета фактора концентрации собственности, так как это привело бы к резкому сокращению числа наблюдений. По той же причине в регрессиях для происхождения высших менеджеров нам пришлось исключить переменную, характеризующую интенсивность межгруппового перераспределения акций.

Выбранная нами исследовательская стратегия была следующей. На базе опросов РЭБ за 1997–2003 гг. была сформиро-

вана несбалансированная панель, которая использовалась затем для оценки серии пробит-регрессий.<sup>5</sup> В качестве зависимых переменных использовались два показателя: это, во-первых, «двузначная» переменная, принимающая значения 1 или 0 в зависимости от того, сменилось или нет руководство предприятия на протяжении последнего календарного года, и, во-вторых, «двузначная» переменная, принимающая значения 1 или 0 в зависимости от того, кем оказался новый руководитель — инкубентом или человеком «со стороны». Расчеты производились отдельно по генеральным директорам и председателям

<sup>5</sup> Пробит-регрессия является статистической моделью для анализа бинарного выбора. Математически бинарный выбор описывается с помощью фиктивной переменной, принимающей значения 1 и 0. Пробит-модель позволяет оценить вероятность того, что соответствующая фиктивная переменная примет значение 1. Отметим, что для перехода к оценкам вероятностей от результата вычислений на основе коэффициентов регрессии необходимо применить таблицу стандартного нормального распределения.

Советов директоров. В число независимых переменных были включены следующие показатели: 1) валовая интенсивность межгруппового перераспределения акций на протяжении соответствующих двухлетних периодов (напомним, специализированные опросы РЭБ по проблемам собственности и корпоративного управления проводятся с периодичностью один раз в два года); 2) доля акций, принадлежащих различным группам собственников (были выделены 6 таких укрупненных групп: менеджеры, работники, сторонние физические лица, другие предприятия, финансовые аутсайдеры, государство; базовой категорией служила группа «сторонние физические лица»); 3) принадлежность к группе либо прибыльных, либо убыточных предприятий (бинарная переменная, принимающая значения 1 или 0). Структура акционерного капитала и показатели прибыльности брались с лагом в два года, чтобы отразить направленность причинных связей — от характеристик собственности и показателей экономической эффективности к смене руководства предприятий.

Многие факторы могут влиять одновременно как на оборот высших управленческих кадров, так и на характеристики собственности и показатели эффективности, создавая таким образом ложные корреляции. Чтобы учесть это, мы вводили в оцениваемые уравнения различные контрольные переменные, такие как размер предприятия (численность персонала); отраслевая принадлежность (были выделены 6 укрупненных отраслевых групп, базовой категорией служила группа «прочие отрасли»); год проведения опроса (в качестве базовой категории принимался 1997 г.).

Как видно из данных табл. 14–15, полученные нами оценки в целом согласуются с выдвинутыми гипотезами. Начнем с результатов формальных тестов для вероятности смены генерального директора и председателя Совета директоров (табл. 14). Из них следует несколько

интересных выводов. Во-первых, вероятность новых назначений тем выше, чем активнее идет межгрупповое перераспределение акций. Правда, значение этого эффекта не слишком велико: даже в случае передачи половины всех акций от одной группы собственников к другой угроза потери постов действующими руководителями предприятий становится больше всего лишь на 5% (см. оценки соответствующих предельных эффектов<sup>6</sup>). Во-вторых, если сосредоточение крупных пакетов акций в руках инсайдеров тормозит процесс обновления руководства предприятий, то их концентрация у финансовых аутсайдеров (банков, инвестиционных фондов и др.) его ускоряет. Например, на предприятиях со 100%-й собственностью менеджеров или работников вероятность смещения генерального директора оказывается на 20–30% ниже, тогда как на

<sup>6</sup> Предельными эффектами называются значения частных производных функции вероятности того, что зависимая переменная равна 1, по вектору независимых переменных, рассчитанные для средних по выборке значений независимых переменных. Для пробит-модели частная производная функции вероятности  $F$  по  $i$ -й независимой переменной рассчитывается по формуле  $dF/dX_i = \phi(\beta X)\beta_i$ , где  $\phi(\beta X)$  — функция плотности нормального распределения;  $X$  — вектор независимых переменных;  $\beta$  — вектор коэффициентов при независимых переменных. Предельный эффект показывает, насколько изменяется вероятность того, что «двузначная» зависимая переменная примет значение 1 при изменении соответствующей независимой переменной на одну единицу измерения. Для бинарных независимых переменных предельный эффект соответствует изменению вероятности при переходе этой переменной от нулевого значения к единице.

Для упрощения интерпретации полученных количественных эффектов мы будем исходить из нереалистического предположения о том, что связи между зависимыми переменными и регрессорами носят линейный характер (т. е. что предельные эффекты являются постоянными). Следует учитывать, что это предположение принимается только в иллюстративных целях и применительно к пробит-регрессиям является заведомо некорректным.

Таблица 14

## Оценки пробит-регрессий для вероятности смены высших управленческих кадров

	Смена генерального директора (да/нет)		Смена председателя Совета директоров (да/нет)	
	Коэффициенты регрессии	Предельные эффекты	Коэффициенты регрессии	Предельные эффекты
<i>Независимые переменные</i>				
Валовая интенсивность меж- группового перераспреде- ния акций	<b>0,008</b>	<b>0,001</b>	0,001	0,001
	<b>(1,75)<sup>+</sup></b>		(0,30)	
Доля акций, принадлежащих менеджерам	<b>-0,013</b>	<b>-0,002</b>	-0,007	-0,002
	<b>(2,05)<sup>*</sup></b>		(1,25)	
Доля акций, принадлежащих работникам	<b>-0,015</b>	<b>-0,003</b>	<b>-0,016</b>	<b>-0,004</b>
	<b>(2,07)<sup>*</sup></b>		<b>(2,41)<sup>**</sup></b>	
Доля акций, принадлежащих финансовым аутсайдерам	<b>0,012</b>	<b>0,002</b>	-0,004	-0,001
	<b>(1,66)<sup>+</sup></b>		(0,47)	
Доля акций, принадлежащих другим предприятиям	-0,012	-0,002	-0,003	-0,001
	(1,58)		(0,43)	
Доля акций, принадлежащих государству	-0,009	-0,001	-0,005	-0,001
	(0,98)		(0,52)	
Принадлежность к группе прибыльных предприятий	<b>-0,51</b>	<b>-0,085</b>	<b>-0,95</b>	<b>-0,25</b>
	<b>(1,83)<sup>+</sup></b>		<b>(3,34)<sup>**</sup></b>	
<i>Контрольные переменные</i>				
Размер предприятия	-0,13	-0,022	0,12	0,032
	(1,01)		(0,88)	
1999 г.	-0,39	-0,054	0,05	0,012
	(0,82)		(0,05)	
2001 г.	<b>-0,97</b>	<b>-0,156</b>	-0,73	-0,190
	<b>(2,23)<sup>*</sup></b>		(0,94)	
2003 г.	<b>-0,79</b>	<b>-0,117</b>	-0,87	-0,215
	<b>(1,77)<sup>*</sup></b>		(1,09)	
Отрасль	Y	Y	Y	Y
Константа	1,10		-0,79	
	(1,10)		(0,63)	
Число наблюдений	181		151	
$\chi^2$	30,2 <sup>*</sup>		32,0 <sup>**</sup>	
Pseudo R <sup>2</sup>	0,20		0,20	

Примечания:

в скобках приводятся абсолютные значения z-статистики.

+ — значимы на уровне 0,1; \* — значимы на уровне 0,05; \*\* — значимы на уровне 0,01.

Таблица 15

## Оценки пробит-регрессий для «происхождения» новых руководителей предприятий

	Новый генеральный директор — инкубент (да/нет)		Новый председатель Совета директоров — инкубент (да/нет)	
	Коэффициенты регрессии	Предельные эффекты	Коэффициенты регрессии	Предельные эффекты
<i>Независимые переменные</i>				
Доля акций, принадлежащих менеджерам	0,010	0,004	0,022	0,001
	(0,79)		(1,91)*	
Доля акций, принадлежащих работникам	0,041	0,010	0,047	0,003
	(2,13)*		(2,83)**	
Доля акций, принадлежащих финансовым аутсайдерам	0,009	0,003	-0,003	-0,000
	(0,63)		(0,33)	
Доля акций, принадлежащих другим предприятиям	0,020	0,008	-0,022	-0,001
	(1,83) <sup>+</sup>		(1,83) <sup>+</sup>	
Доля акций, принадлежащих государству	0,053	0,021	-0,334	-0,019
	(1,90) <sup>+</sup>		(2,40)**	
Принадлежность к группе прибыльных предприятий	2,15	0,686	-0,09	-0,005
	(2,77)**		(0,18)	
<i>Контрольные переменные</i>				
Размер предприятия	0,73	0,299	0,11	0,006
	(2,50)**		(0,42)	
1999 г.	-2,95	-0,742	2,11	0,289
	(2,46)**		(2,41)**	
2001 г.	-0,32	-0,127	1,07	0,091
	(0,41)		(1,18)	
2003 г.	-1,12	-0,424	1,49	0,160
	(1,62)		(1,57)	
Отрасль	Y	Y	Y	Y
Константа	-5,70		-3,65	
	(2,63)**		(1,66)*	
Число наблюдений	40		66	
$\chi^2$	22,28*		33,3**	
Pseudo R <sup>2</sup>	0,42		0,51	

Примечания:

в скобках приводятся абсолютные значения z-статистики.

<sup>+</sup> — значимы на уровне 0,1; \* — значимы на уровне 0,05; \*\* — значимы на уровне 0,01.

предприятиях со 100% -й собственностью финансовых аутсайдеров она на 20% выше, чем на предприятиях, полностью контролируемых физическими лицами.

(Коэффициент регрессии при переменной, относящейся к собственности государства, является статистически незначимым.) Обращает на себя внимание тот факт, что

для генеральных директоров отмеченные эффекты выражены сильнее, чем для председателей Советов директоров. В-третьих, оборот высших управленческих кадров оказывается чувствителен к результатам экономической деятельности предприятий: на убыточных предприятиях риск их смещения значимо выше, чем на прибыльных (для генеральных директоров примерно на 10%, для председателей Совета директоров — на 25%). В-четвертых, интенсивность ротации высших менеджеров слабо связана с размерами предприятий (соответствующие коэффициенты регрессии статистически незначимы). Из всех контрольных переменных значимыми являются только даты проведения опросов — 2001 и 2003 гг. Это предполагает, что после вступления российской экономики в период роста произошло определенное замедление темпов обновления директорского корпуса.

Для «происхождения» высших менеджеров (табл. 15) оценки оказываются менее однозначными (напомним, что они относятся только к тем предприятиям, где наблюдалась смена генерального директора или председателя Совета директоров). Но и эти результаты подтверждают большую часть высказанных нами гипотез. Например, они свидетельствуют о том, что на предприятиях с доминированием инсайдерской собственности новыми руководителями относительно чаще становятся инкумбенты, тогда как на предприятиях с доминированием аутсайдерской собственности — «чужаки», не имеющие отношения к прежней менеджерской команде. Так, увеличение на 1% доли акций, принадлежащих менеджерам или работникам, повышает вероятность прихода к власти инкумбента на 0,1–1%. В то же время предприятия, контролируемые финансовыми аутсайдерами, в данном отношении практически не отличаются от предприятий, контролируемых сторонними физическими лицами. Сложнее обстоит дело с концентрацией акций другими предприни-

ями и государством. Из полученных нами результатов следует, что эти формы собственности благоприятствуют появлению, с одной стороны, инкумбентов на посту генеральных директоров, а с другой стороны — «чужаков» на посту председателей Советов директоров. Кроме того, мы видим, что на успешных предприятиях вероятность назначения на руководящие посты инкумбентов значимо выше, чем на неуспешных. Так, принадлежность к группе прибыльных предприятий почти на 70% повышает вероятность того, что новым генеральным директором окажется представитель той же менеджерской команды.

Интересно также отметить, что на вероятность назначения инкумбентов положительно влияют размеры предприятий. Похоже, крупные предприятия лучше защищены от опасности прихода «варягов», чем небольшие. Впрочем, не исключено, что это связано с неодинаковыми размерами самих управленческих команд: понятно, что среди больших по численности команд, занятых на крупных предприятиях, найти подходящих кандидатов оказывается легче. Наконец, коэффициенты регрессии при «двухзначных» переменных, относящихся к датам проведения опросов, показывают, что с течением времени инкумбенты все реже назначались генеральными директорами предприятий, но все чаще — председателями Советов директоров.

## Заключение

Наш анализ выявил три основные детерминанты, влияющие на ротацию высшего менеджмента российских промышленных предприятий. Это — соотношение между пакетами акций, принадлежащих внутренним и внешним акционерам; нестабильность структур собственности; результаты экономической деятельности. Были найдены подтверждения практически всем высказанным выше гипотезам, которые поддавались проверке на имевшемся

в нашем распоряжении эмпирическом материале. Мы обнаружили, что:

- ситуация в российской промышленности характеризуется парадоксальным сочетанием высокой доли руководителей «старой» формации, сохраняющих свои позиции еще с дореформенных времен, с достаточно высокими темпами ежегодного обновления директорского корпуса;
- при прочих равных условиях собственность инсайдеров делает положение высших менеджеров более устойчивым, тогда как собственность аутсайдеров — менее устойчивым;
- смене как генерального директора, так и председателя Совета директоров обычно предшествует резкая активизация межгруппового перераспределения акций;
- прослеживается отчетливая обратная связь между частотой смены высших менеджеров и результатами экономической деятельности возглавляемых ими предприятий;
- вероятность «сторонних» назначений на руководящие посты в среднем вы-

ше для предприятий, контролируемых аутсайдерами, имеющих «застывшую» структуру акционерного капитала и находящихся в плохом экономическом состоянии.

Большинство из этих эффектов можно было бы квалифицировать как «стандартные», поскольку они вполне соответствуют теоретическим ожиданиям. Но это не уменьшает значимости полученных нами результатов. Основной вывод из проведенного исследования состоит в том, что, несмотря на многочисленные встроенные дефекты, российская система корпоративного управления все-таки «делает свое дело», способствуя отбору относительно более эффективных менеджеров и повышению качества их труда.<sup>7</sup> Однако скорость этих изменений по-прежнему тормозится широким распространением собственности инсайдеров, что связано с особенностями российской схемы приватизации, реализованной на начальном этапе рыночных реформ.

<sup>7</sup> Близкие результаты были получены в исследовании А. Муравьева (см.: [Муравьев, 2003]).

## ЛИТЕРАТУРА

- Бикбов Р. Р. 2001. *Конкуренция и смена менеджеров в России*. Препринт # BSP/01/046 R. М.: Российская экономическая школа. <http://www.nes.ru>
- Капелюшников Р., Демина Н. 2005. Влияние характеристик собственности на результаты деятельности российских промышленных предприятий. *Вопросы экономики* (2): 53–68.
- Муравьев А. А. 2003. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях. *Российский журнал менеджмента* 1 (1): 77–90.
- Рачинский А. А. 2001. *Смена менеджеров и эффективность компаний в России*. Препринт # BSP/ 2001/044 R. М.: Российская экономическая школа. <http://www.nes.ru>
- Denis D. J., Denis D. K., Sarin A. 1997. Ownership structure and top executives turnover. *Journal of Financial Economics* 45 (2): 193–221.
- Fishman R., Khurana R., Rhodes-Kropf M. 2005. *Governance and CEO Turnover: Do Something or Do the Right Thing?* <http://www.ssrn.com>
- Volpin P. 2002. Governance with poor investor protection: Evidence from top executive turnover in Italy. *Journal of Financial Economics* 64 (1): 61–90.

Статья поступила в редакцию  
14 июля 2005 г.