

# ФИНАНСОВЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

Т. Г. Долгопятова<sup>1</sup>

докт. экон. наук, главный научный сотрудник, ординарный профессор Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики»

## НАЕМНЫЕ МЕНЕДЖЕРЫ В РОССИЙСКИХ КОМПАНИЯХ: ЭМПИРИЧЕСКИЕ СВИДЕТЕЛЬСТВА НА ФОНЕ КРИЗИСА<sup>2</sup>

### Введение: постановка исследовательских вопросов

Практика исполнения доминирующими владельцами (акционерами) обязанностей первого руководителя и (или) топ-менеджеров широко распространилась в 1990-е гг. как инструмент решения агентской проблемы, реакция на крайний оппортунизм менеджмента, слабость корпоративного законодательства и правоприменения. В условиях неразвитых рынков управленческого труда и институтов защиты прав собственности собственник предпочел этот инструмент высоким затратам на предотвращение оппортунизма менеджеров, которые сопряжены со специальными способами их контроля и (или) использованием соответствующих стимулирующих контрактов.

Предпосылкой сращивания управления и владения на персональном уровне стала высокая концентрация акционерной собственности, которая, несмотря на концепцию массовой приватизации, изначально ориентированную на распыление владения, к концу 1990-х гг. стала неотъемлемой чертой российского корпоративного сектора в несовершенной институциональной среде. Второй предпосылкой стали методы приватизации и существенные льготы трудовым коллективам, которые директорат без труда конвертировал в свои преимущества в доступе к акциям в ходе приватизации и постприватизационного перераспределения собственности.

Вместе с тем еще в первой половине 2000-х гг. были обнаружены свидетельства того, что в условиях усложнения рыночной среды и роста конкуренции проявилась тенденция постепенного отхода крупных собственников от прямого исполнительного руководства с назначением наемных директоров в первую очередь на предприятия, которые входят в группы компаний, холдинги. Как показали углубленные интервью, привлечение наемного менеджмента способствовало более широкому использованию различных внутрикорпоративных инструментов его мониторинга (Долгопятова, 2004).

<sup>1</sup> Эл. адрес: longheel@hse.ru

<sup>2</sup> Статья подготовлена в рамках работы над темой программы фундаментальных исследований НИУ ВШЭ 2011 г. Автор признательна коллегам из Института анализа предприятий и рынков (ИАПР) НИУ ВШЭ за совместную работу над этими темами. Особую благодарность выражаю доктору экономики Ду Юланю (Китайский университет Гонконга) и д.э.н. И. И. Родионову (НИУ ВШЭ) за замечания к первым версиям данного исследования, а также участникам сессии «Корпоративное управление — 2» XII Международной научной конференции НИУ ВШЭ (5–7 апреля, 2011 г.) за комментарии и обсуждения.

В литературе в области менеджмента, предпринимательства, особенно изучения малого и семейного бизнеса серьезное внимание уделяется вопросам отхода собственников — основателей фирм от управления, в основном сопоставляется эффективность наемных менеджеров и основателей бизнеса. В частности, мы можем отослать читателя к работе (Широкова, Шаталов, Кнатько, 2009), в которой сделан обзор соответствующей зарубежной литературы. В этой же работе для предпринимательских (вновь созданных) фирм в странах с переходными экономиками, по данным опроса Всемирного банка 2005 г., получено, что способствуют передаче управления наемным менеджерам в государствах Центральной и Восточной Европы только внутренние факторы: возраст и размер предприятия. Для фирм в странах СНГ наряду с ними характерна положительная связь наличия наемных управленцев с проведением аудита и негативная — с размером коррупционных платежей.

В настоящей статье вопрос о привлечении наемного менеджмента поставлен и для приватизированных, и для вновь созданных фирм в контексте организации внутрикорпоративного контроля и, следовательно, состояния и перспектив развития российской системы корпоративного управления. Склонность к использованию его инструментов в компаниях в условиях отхода их собственников от исполнительного управления неизбежно возрастает.

В 2000-е гг. произошли серьезные изменения в экономической конъюнктуре, включая период бурного роста 2005—2007 гг. и финансово-экономический кризис конца десятилетия, и в институциональных механизмах. Постепенное преодоление трансформационного спада создало стимулы к реструктуризации предприятий, удлинению горизонта принятия решений собственниками и менеджерами, получению доходов от работающего и приносящего прибыль предприятия, а не выводу его активов. Это способствовало появлению заинтересованности частного бизнеса в более четкой спецификации прав собственности и инвестированию в производство (Долгопятова, Ивасаки, Яковлев, 2009). Институциональным следствием стало определенное улучшение корпоративного законодательства и правоприменительной практики (Национальный доклад..., 2008; Национальный доклад..., 2009). Эволюция поведения привела к повышению спроса бизнеса на инструменты корпоративного управления, которые собственники могли использовать и для мониторинга деятельности наемных менеджеров.

Разразившийся кризис затормозил освоение компаниями стандартов корпоративного управления. Это связано и с дискредитацией идеи размещения акций на фондовых биржах, где прошло буквально 3—4-кратное падение стоимости активов, и с потерей стимулов к инвестированию. Все это, по признанию владельцев бизнеса, сделало расходы на корпоративное управление первой статьёй экономии (Modern Corporate Governance..., 2010). Свою роль сыграло и перекрытие каналов импорта стандартов корпоративного управления через прямые иностранные инвестиции, которые резко упали в 2009 г. и продолжили падение в 2010 г. В деловой прессе также появились примеры крупнейших компаний, где собственники вернулись к исполнительному управлению или позиции председателя совета директоров. За этим стояли или боязнь, что экономическая нестабильность спровоцирует рост оппортунизма менеджмента, или стремление лично спасти бизнес.

В середине 2000-х гг. автором — впервые в российской литературе — было предпринято эмпирическое исследование факторов, которые определяют выбор собственников в пользу назначения наемных менеджеров и связи этого решения с состоянием корпоративного управления. Информационной основой исследования был опрос руководителей 822 акционерных обществ промышлен-

ности и связи, инициированный в 2005 г. ИАПР совместно с Университетом Хиточубаши (Токио) в 64 регионах России. Исполнителем полевых работ стал «Левада-центр». Описание выборки см. в (Российская корпорация..., 2007, с. 415—424). Результаты показали, что в середине 2000-х гг. (Долгопятова, 2007, с. 49—51) существенный вклад в назначение наемных менеджеров внесли разнообразные инструменты, «ответственные» за защиту прав собственности, прежде всего интеграционные связи, а также давление конкурентов из развитых экономик, отрицательное влияние было характерно для прошедшей ранее приватизации и продолжающейся реструктуризации предприятий. При этом участие в интеграции стало признаком, определившим различия в роли выявленных факторов для независимых предприятий или участников групп компаний. Для последних весомым оказалось негативное влияние реструктуризации и положительное — сложности управления во всей группе компаний. Учитывая неизбежное завершение реструктуризации плановой экономики и ужесточение конкуренции на товарных рынках на фоне сглаживания наследия приватизации и продолжения интеграционных процессов, мы прогнозировали расширение практики отхода собственников от исполнительного менеджмента, определив, что для ее поддержки необходимо дальнейшее улучшение корпоративного управления.

В контексте полученных результатов представляют интерес проведение аналогичного эмпирического исследования в нестабильных экономических и институциональных условиях и падения мотиваций бизнеса к развитию корпоративного управления. Это позволит понять, как мог сказаться кризис на масштабах отхода собственников от управления и на составе факторов их такого решения. Мы располагаем возможностями обращения к материалам крупномасштабного обследования предприятий, проведенного зимой 2009 г., в разгар кризиса. Вместе с тем, подчеркнем, что объект анализа в этом случае ограничен только обрабатывающей промышленностью, причем далеко не самыми крупными компаниями, что может отразиться на результатах.

Эмпирической базой представленного в статье исследования стали данные второго раунда мониторинга конкурентоспособности фирм, проведенного НИУ ВШЭ в 2009 г. при финансовой поддержке Минэкономразвития России в 48 регионах страны; исполнителем работы был «Левада-центр». В финальную выборку вошло 957 предприятий обрабатывающей промышленности восьми видов экономической деятельности с числом занятых от 100 до 10 тыс. человек. Среднее число занятых на предприятиях выборки — 587 человек (медиана — 290). Респондентом почти на 68% фирм был первый исполнительный руководитель, а еще на 31% — его заместитель по экономическим, финансовым, коммерческим вопросам. Менее полутора процентов респондентов занимали другие должности. Описание принципов формирования выборки приведено в (Российская промышленность..., 2008), кратко наиболее значимые итоги второго раунда показаны в (Предприятия и рынки..., 2010).

Анализ основан на данных по хозяйственным обществам (три основные формы организации предприятий: открытые АО, закрытые АО и общества с ограниченной ответственностью (ООО)), составляющим более 95% выборки. Именно для этих форм стоит обсуждать инструменты обеспечения контроля над бизнесом. Сегодня интеграционные процессы обусловили переплетение ООО и АО в группах компаний, где многие материнские (управляющие) компании часто существуют в форме ООО, контролируя деятельность открытых и закрытых АО, что отражается на действии внутрикorporативных механизмов в акционерных обществах.

Статья организована следующим образом. Во втором разделе представлена динамика назначений собственниками наемных руководителей в хозяйствен-

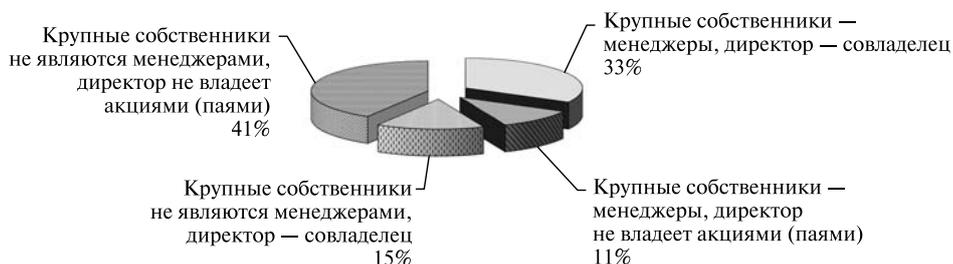
ных обществах на фоне корпоративной интеграции. В третьем проведен эмпирический анализ факторов принятия собственниками подобного решения, а в четвертом выявлены особенности поведения и конкурентоспособности фирм, в которых работают наемные топ-менеджеры. В заключительном разделе содержатся выводы из исследования.

### **Практика привлечения наемных менеджеров на фоне интеграционных процессов**

Как показал опрос руководителей 822 АО (Долгопятова, 2007), в 2005 г. в 29% обществ директор не имел акций компании, а ее крупные акционеры не входили в состав исполнительного руководства (было возможно только наличие миноритариев из числа менеджеров, но не первого руководителя). Именно эту ситуацию мы назвали отделением управления от владения. Она наблюдалась всего на 21% независимых предприятий, не входящих в группы компаний, холдинги, среди головных (управляющих) компаний холдингов — на 22%, тогда как у рядовых участников групп компаний примеров отделения было вдвое больше — почти 44% случаев. Что касается «полного совмещения», т. е. присутствия в составе крупных акционеров топ-менеджеров, включая и самого первого руководителя, то оно обнаружено на 40% АО выборки с обратной распространенностью: у 48% независимых предприятий, а у рядовых участников холдингов — всего на 24% фирм. В 2005 г. приватизированные предприятия отличались более низкой долей АО с отделением управления от собственности: там их оказалась только четверть против 37% в новых или реорганизованных компаниях, что свидетельствовало о сохранении на тот момент определенного эффекта избранного в начале 1990-х гг. способа приватизации, наделившего акциями работников и администрацию предприятия.

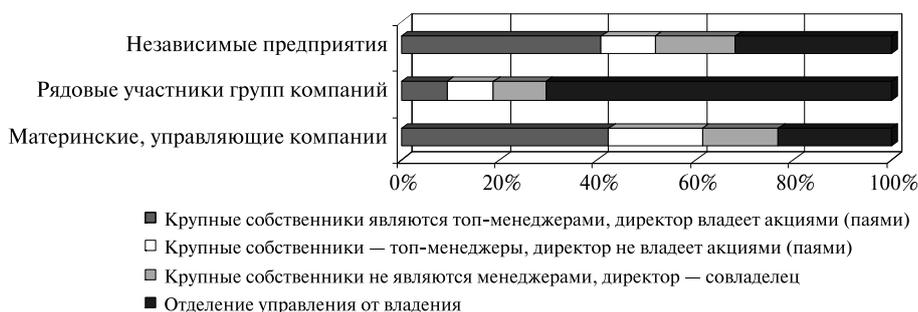
Интеграционные процессы размывали практику совмещения управления и владения, поскольку интеграция выступает особой формой контроля: вхождение в группу компаний делает предприятие зависимым от головной компании и ее владельцев, внедривших свои внутренние инструменты мониторинга менеджмента. Поэтому чаще наемные директора работали в дочерних структурах групп компаний и холдингов. В то же время отход собственников от управления становится необходимой предпосылкой профессионализации управленческой деятельности, так как управленческие навыки «красных директоров» и предпринимателей — основателей бизнеса устаревали по мере развития рынка, нарастания процессов глобализации. В 2000-е гг. ощутимо улучшилось предложение на рынке управленческого труда, постепенно растет генерация молодых и профессионально подготовленных управленцев, получивших соответствующее образование и навыки работы в рыночной экономике.

Опираясь на данные второго раунда мониторинга, мы рассмотрим распространение наемного менеджмента на примере не только АО, но и всех хозяйственных обществ. В 2009 г. топ-менеджеры были крупными совладельцами около 42% фирм, а директор владел акциями или паями 48% обществ. Соединение этих двух фактов дает группировку фирм по соотношению владения и управления (рис. 1): разделение функций характерно для 41% совокупности хозяйственных обществ, в то время как ситуация «полного совмещения» — для трети. В подвыборке АО доля объектов с отделением управления от владения составила менее 38%, а с «полным совмещением» — свыше 36%. Как и в опросе 2005 г., оказалось, что предприятия, входящие в группы компаний в качестве рядовых участников, существенно обогнали независимые фирмы и головные компании по удельному весу предприятий с наемным менеджментом (рис. 2). Если 70%



**Рис. 1. Группировка АО и ООО по участию собственников в управлении, %**

И с т о ч н и к: расчеты автора по данным второго раунда мониторинга.



**Рис. 2. Распределение хозяйственных обществ по участию собственников в управлении на фоне корпоративной интеграции, %**

И с т о ч н и к: расчеты автора по данным второго раунда мониторинга.

дочерних фирм групп компаний, холдингов характеризовались отделением управления от владения, то совместно среди независимых предприятий и материнских (управляющих) компаний — всего 32%.

Не располагая возможностями прямого сопоставления материалов двух раундов мониторинга (в первом раунде подобные вопросы не задавались), мы можем сравнить полученные результаты с данными опроса 822 АО, приведя их по возможности к условно сопоставимому виду (табл. 1)<sup>1</sup>. Видно, что доля фирм с отделением управления от владения увеличилась более чем на треть — почти на 10 п.п., при этом более чем на четверть стало меньше фирм с первым руководителем — совладельцем бизнеса.

Таблица 1

**Примерная динамика соотношения владения и управления в АО обрабатывающей промышленности, % ответивших**

Участие акционеров в управлении	2005	2009
Крупные акционеры — менеджеры, директор — акционер компании	43,3	36,2
Крупные акционеры работают топ-менеджерами компании	8,3	11,2
Директор — акционер компании	20,5	15,0
Крупные акционеры не являются топ-менеджерами, директор не имеет акций компании (отделение управления от владения)	27,9	37,6
Количество ответивших	541	635

<sup>1</sup> Для этого из выборки 2005 г. были исключены предприятия связи, топливно-энергетического комплекса и промышленности строительных материалов — отраслей, не вошедших в сферу мониторинга, а также все фирмы с числом занятых свыше 10 тыс. человек. По данным 2009 г. расчеты сделаны только по АО всех видов деятельности.

Таким образом, во второй половине 2000-х гг. продолжились процессы отхода крупных собственников промышленных предприятий от исполнительного управления. Эти процессы поддерживались участием предприятий в корпоративной интеграции с вхождением в группы компаний в качестве рядовых членов. Сильная связь интеграционных процессов и наличия наемных менеджеров будет протестирована в следующем разделе более корректно, с учетом и других возможных факторов.

### **Факторы отхода собственников от управления: регрессионный анализ**

Какие условия деятельности компаний способствуют или препятствуют выбору ведущих собственников в пользу наемного менеджмента? На этот вопрос ранее мы пытались ответить, используя модель бинарного выбора на данных опроса 822 АО (Российская корпорация..., 2007, с. 94—114). Опираясь на предпосылки и результаты этого эмпирического анализа, предпринято исследование факторов, влияющих на выбор собственников в пользу назначения наемных менеджеров, на данных кризисного 2009 г. Выдвинуты две аналогичные базовые гипотезы.

*Гипотеза 1.* Различные инструменты защиты прав собственности работают как стимулы к выбору отделения управления от владения, представляя собственникам иные возможности контроля исполнительного менеджмента. К этим инструментам мы относим, во-первых, включение предприятий в группы компаний в качестве их рядовых членов, поскольку в группах сложились свои организационные механизмы управления участниками (они хорошо описаны рядом авторов, например, в (Авдашева, 2005; Паппэ, Галухина, 2009; Радыгин, 2004). В качестве индикатора интеграции будет принята переменная принадлежности фирмы к некоему бизнесу, т. е. независимым предприятиям или управляющим компаниям, при его организации в виде группы связанных юридических лиц или части бизнеса, т. е. дочерним и зависимым предприятиям холдингов, групп компаний.

Во-вторых, высокая концентрация собственности помогает контролировать руководителей, поскольку дает легитимные основания для подчинения органов управления обществом, облегчая замену топ-менеджмента. В то же время при распыленном владении возможно приглашение наемных руководителей. Ведь назначение кого-либо из собственников на управленческие позиции дает им явные преимущества захвата оперативного контроля и финансовых потоков, что наши предприятия уже проходили в первой половине 1990-х гг. в результате бесконтрольного поведения топ-менеджеров, сращивания интересов «красных директоров» с узкой группой акционеров (Клейнер, 1996; Розинский, 2002; Яковлев, 2000). Менеджер, не владеющий акциями, может стать компромиссной фигурой для совладельцев. Кстати, анализ данных 2005 г. как раз выявил позитивную роль низкой концентрации при отходе собственников от управления. Для оценки концентрации в дальнейшем использовано разбиение хозяйственных обществ на группы с низким (отсутствие владельца хотя бы блокирующего пакета), средним (наличие владельца с пакетом акций или паев свыше 25 и до 50%), высоким (присутствие владельца контрольного пакета) уровнями. При этом в случае высокой концентрации общества поделены еще на две подгруппы: где наблюдался или нет еще один крупный собственник, имевший хотя бы блокирующий пакет.

*Гипотеза 2.* Она касается роли усложняющейся деловой среды и роста конкуренции, выдвигающих более высокие требования к качеству и профессионализму менеджмента, что может стимулировать поиск удовлетворяющих этим тре-

бованиям руководителей. В качестве косвенных индикаторов сложности могут выступать большой масштаб бизнеса, принадлежность к некоторым отраслям (например, машиностроительным видам деятельности, особенно производству электронного и оптического оборудования). Также возрастающая сложность менеджмента может быть связана с усилением стратегической ориентации предприятий и необходимостью выживания в условиях высокой конкуренции на рынках. Для измерения этой ориентации введена специальная дамми-переменная склонности к стратегическому поведению, и методика ее построения подробно описана в следующем разделе. Факт наличия сильной конкуренции оценен самими респондентами в опросе.

В то же время необходимость системной реструктуризации играет обратную роль: для ее проведения, как подчеркивается в менеджерской литературе, важно наличие единого центра принятия решений (Шекшня, Кетс де Врис, 2007). В качестве индикаторов реструктуризации предприятий выбраны: совершенствование организационных структур, диагностика и реструктуризация бизнес-процессов (эти индикаторы отличны от использованных в эмпирическом анализе по данным 822 АО).

Кроме того, в качестве частных гипотез выдвинуты предположения, что на увеличение вероятности выбора владельцами бизнеса отделения управления от владения действуют:

а) наличие особых собственников. Это государство, которое по определению перекладывает функцию распоряжения на назначенного уполномоченными органами руководителя, или иностранные инвесторы, которые зачастую прибегают к услугам локальных управленцев;

б) открытость компании, т. е. ее принадлежность к открытым АО (компаниям, ориентированным при создании на свободное обращение акций) или к торгуемым на биржах фирмам, на которых децентрализация функций может стать позитивным сигналом для розничных инвесторов;

в) принадлежность к вновь созданным компаниям, неприватизированному бизнесу. В данном случае в отличие от 2005 г. мы располагаем только косвенным индикатором истории предприятия — годом его создания.

Кроме того, будет отражена не только сторона спроса на менеджеров, но и его предложение. Очевидно, что речь должна идти о территориальных характеристиках, поскольку рынок труда в России имеет ярко выраженные региональные различия. Исходя из предположения, что степень развитости рынка управленческого труда может позитивно повлиять на выбор в пользу наемных менеджеров, в настоящем исследовании в качестве прокси-переменных использована информация о статусе поселения, в котором находится предприятие, а в качестве меры регионального развития взят рейтинг инвестиционного потенциала региона, предложенный рейтинговым агентством «Эксперт РА»<sup>1</sup>. Заметим, что анализ по 822 АО опирался на статус поселения, численность населения в нем, а также размер средней заработной платы руководителей предприятий и организаций в регионе расположения предприятия (по данным Росстата). Тогда удалось выявить влияние только последнего индикатора, причем исключительно для дочерних компаний связи и энергетики, организованных в федеральные холдинги, но не предприятий обрабатывающих отраслей.

Использована модель бинарного выбора (логистическая регрессия), в которой зависимая переменная принимает значение 1, если собственность и менеджмент разделены, и 0 в остальных случаях. Для проверки гипотезы о стиму-

<sup>1</sup> Регионы получали рейтинги от 1 (наилучший потенциал) до 12 (наихудший). См.: <http://www.raexpert.ru/ratings/regions/2008/> с описанием методики расчета рейтингов и их значений.

лирующей роли предложения управленческого труда анализировалась дополнительная спецификация ( $R$ ), в которую введены оба названных индикатора. Независимые переменные описаны в табл. 2 (в скобках приведены имена переменных регрессии).

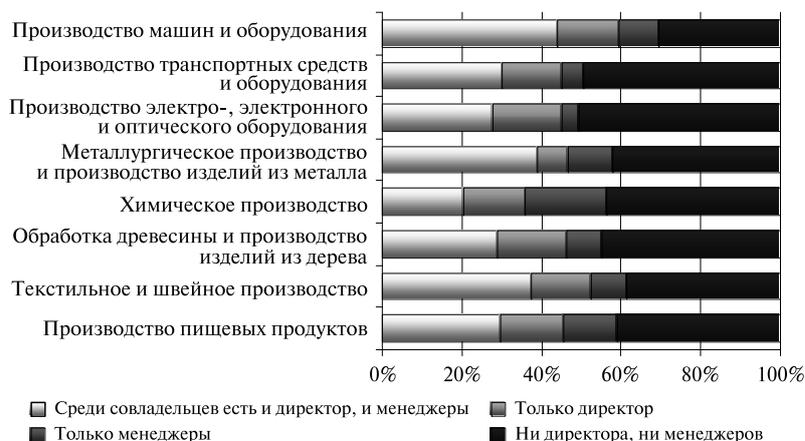
Контрольными переменными выступали размеры бизнеса, а также принадлежность к одному из восьми видов экономической деятельности. Как видно по рис. 3, при сопоставлении форм участия собственников в управлении в разрезе видов деятельности разброс был значимым на 1%-ном уровне: разделение

Таблица 2

**Сравнение компаний с отделением управления от владения  
и с разными формами совмещения**

Независимые переменные	Совмещение	Разделение	Значимость различий
Среднее число занятых, человек ( <i>COMSIZ</i> )	572	525	0,649
ООО, % ( <i>LLICOM</i> )	19,5	31,3	0,000***
Закрытые АО, % ( <i>CLOSCO</i> )	25,6	17,9	
Открытые АО, % ( <i>OPENCO</i> )	54,9	51,0	
Созданы после 1999 г., % ( <i>COMNEW</i> )	8,7	11,0	0,273
Созданы в 1992—1998 гг., % ( <i>COMMID</i> )	17,3	13,8	
Созданы до 1992 г., % ( <i>COMOLD</i> )	74,0	75,2	
Компании, чьи ценные бумаги представлены на фондовых биржах, % ( <i>STOCKM</i> )	10,0	4,3	0,003**
Независимое предприятие или материнская компания в группе компаний, % ( <i>BUSINES</i> )	87,2	56,9	0,000***
Рядовые участники группы компаний, % ( <i>SUBSID</i> )	12,8	43,1	
Средняя доля владения иностранных инвесторов, % уставного капитала ( <i>OWNFOR</i> )	3,2	11,6	0,001**
Средняя доля владения органов власти всех уровней, % уставного капитала ( <i>OWNSTA</i> )	1,2	5,0	0,044*
Низкий уровень концентрации, % компаний ( <i>CONLOW</i> )	15,6	30,5	0,000***
Средний уровень концентрации, % компаний ( <i>CONMED</i> )	19,0	7,9	
Высокий уровень концентрации и наличие второго крупного акционера, % компаний ( <i>CONCOU</i> )	26,1	23,7	
Высокий уровень концентрации и отсутствие второго крупного акционера, % компаний ( <i>CONHIG</i> )	39,1	38,0	
Компании, работающие в конкурентной среде, % ( <i>COMPET</i> )	37,4	34,0	0,313
Стратегически ориентированные компании, % ( <i>STRBEH</i> )	31,0	23,7	0,036*
Компании, совершенствующие организационные структуры, % ( <i>RESORG</i> )	62,6	64,3	0,623
Компании, проводящие диагностику и реструктуризацию бизнес-процессов, % ( <i>RESPRO</i> )	35,8	38,6	0,401
Рейтинг инвестиционного потенциала региона, в среднем ( <i>REGRAT</i> )	5,43	5,65	0,333
Расположение в столицах (центрах) регионов, % компаний ( <i>CAPLOC</i> )	47,6	41,5	0,121
Расположение в небольших городах, % компаний ( <i>TOWLOC</i> )	39,4	44,4	
Расположение в поселках городского типа, селах, % компаний ( <i>VILLOC</i> )	8,1	6,6	
Расположение в Москве, % компаний ( <i>MOSLOC</i> )	4,9	7,5	

*Примечание.* Сравнение частот — тест  $\chi^2$ ; сравнение средних — тест Крускала—Уоллеса: \*\*\* — значимо на 0,1%-ном уровне; \*\* — значимо на 1%-ном уровне; \* — на 5%-ном уровне.



**Рис. 3. Распределение хозяйственных обществ по участию собственников в управлении в разрезе видов экономической деятельности, %**

И с т о ч н и к: расчеты автора по данным второго раунда мониторинга.

функций встречалось с минимальной частотой в производстве машин и оборудования и с максимальной — в производстве электронного оборудования. Подгруппа с «полным совмещением» реже всего представлена в химическом производстве и чаще всего — при производстве машин и оборудования. Для представления набора восьми видов деятельности использована категориальная переменная *INDUST* (базовая категория — производство машин и оборудования), а размеры отражены логарифмом количества занятых.

Модели сначала оценивались для всех хозяйственных обществ и отдельно для ООО и АО с учетом особого регулирования этих форм (переменная «доля участия органов власти в капитале» в уравнения для ООО не включена). Избранные результаты анализа приведены в приложении (табл. П1). По данным всех трех выборочных совокупностей, устойчивый значимый эффект характерен для собственности, интеграции и уровня концентрации. Нет устойчивых подтверждений влияния открытости компании (напротив, ООО оказались чаще ориентированными на использование наемных руководителей, а между открытыми и закрытыми АО разницы не было) или ее возраста, но роль особых собственников соответствовала предположениям. Факторы сложности менеджмента и реструктуризации не были значимы, так же как и отраслевая принадлежность, размеры бизнеса. Среди региональных характеристик наблюдалось слабое негативное влияние расположения предприятия в столицах регионов (по сравнению с Москвой) только для полной выборки<sup>1</sup>.

Мы вновь получили устойчивые высоко значимые результаты в пользу существенной роли принадлежности предприятий к рядовым фирмам групп компаний в повышении шансов привлечения наемных руководителей. Для выявления факторов их назначения в разных типах предприятий модели протестированы для фирм, представляющих бизнес (*B*) или его часть (*S*). Расчеты сделаны для всех обществ и АО (расчеты по ООО из-за малых выборок не позволили получить значимые модели).

Получено, что предприятия, представляющие бизнес, сохранили устойчивое влияние характеристик собственности. Кроме того, здесь проявилась роль от-

<sup>1</sup> Оба региональных индикатора не проявили значимого хотя бы на 10%-ном уровне влияния по отдельности в АО и ООО при последующем разбиении выборки с учетом вовлеченности предприятий в процессы интеграции, а также мало влияли на коэффициенты при других переменных и параметры модели. Поэтому спецификации модели *R* для этих случаев не приводятся в приложении.

раслевой принадлежности, отчасти ожидаемая (позитивное влияние на шансы выбора для предприятий транспортного машиностроения), отчасти неожиданная (позитивное влияние пищевой промышленности). Предполагаемое негативное воздействие реструктуризации подтвердил индикатор совершенствования организационных структур, а противоположное, но неустойчивое влияние было характерно для диагностики и реструктуризации бизнес-процессов. Роль присутствия ценных бумаг на биржах оказалась негативной, хотя и слабо значимой. Судя по всему, способы формальной организации управления еще не важны для инвесторов на фондовых рынках.

Не удалось получить значимые модели для рядовых участников групп компаний, и факторы организации контроля в них лежат вне объяснения нашими гипотезами. В данном случае — в отличие от исследования 2005 г. — не работали и предположения о роли требований к сложности менеджмента. Не исключено, что тем самым получено свидетельство первостепенной важности именно агентских издержек. Выбор собственников внутри групп компаний тогда определяется не объективными причинами, а доверием, особыми отношениями между владельцами всего бизнеса и назначенными ими менеджерами дочерних или зависимых фирм, что крайне трудно измерить в формализованном опросе.

Итак, в итоге подтвердилась первая гипотеза о роли защиты прав собственности, и корпоративная интеграция была решающим фактором отделения управления от владения. Прямое участие в управлении предпочитают владельцы независимых предприятий и управляющих компаний, а привлечение наемных менеджеров — рядовые участники холдингов. Положительное влияние низкой концентрации также может быть объяснено трудностями защиты прав собственности в случае ее распыления. Вторая базовая гипотеза не нашла убедительного подтверждения. Возможно, что проведение второго раунда в 2009 г. в нестабильных кризисных условиях не могло представить доказательств эффективности наемных менеджеров. В следующем разделе мы обратимся к более детальному анализу их деятельности и ее результатов.

#### **Поведение и конкурентоспособность фирм: менеджеры-собственники vs. наемных руководителей**

Ранее высказывались соображения, что необходимость в использовании более сложных методов управления для развития должна подтолкнуть бизнес к выходу на рынки управленческого труда. Но полученные результаты свидетельствовали о запросе на доверие и инструменты защиты прав собственности, а не о требованиях к профессионализации управленческой деятельности в условиях кризиса в отличие от результатов исследования 2005 г. Кроме того, поскольку назначение наемных руководителей характерно прежде всего для предприятий, входящих в группу компаний, сложно ожидать их существенного вклада в стратегическое поведение, поскольку зачастую такие предприятия имеют ограниченные управленческие функции, часть из которых, в том числе формирование стратегии бизнеса, сконцентрирована «наверху» (Авдашева, 2005; Долгопятова, 2004).

Начнем с описательного сопоставления управленческих команд по комплексу измеренных в мониторинге характеристик организации и поведения предприятий. Выбраны показатели, описывающие процессы стратегического развития и текущего управления, финансово-инвестиционного поведения. Наряду с частными индикаторами, которые прямо следуют из опроса, используются и два обобщающих индикатора стратегического поведения и качества менеджмента.

Автором предложен сводный индикатор склонности фирмы к стратегическому поведению на основе кластерного анализа, позволившего разбить выборку на две группы (28% были склонны к стратегическому поведению и 72% — нет). Для процедуры кластеризации выбраны пять исходных переменных, относящихся к стратегии бизнеса: целевые установки предприятия по позиционированию на товарных рынках (стать лидером по производству продукции, выпускать продукцию по аналогам ведущих фирм, закрепиться на рынках традиционной продукции за счет хорошего соотношения цена — качество); уровень осуществления инвестиций в 2005—2008 гг. (не было, незначительные и значительные); факт планирования инвестиций в ближайшие 12 месяцев после опроса (да-нет); горизонт стратегического видения (пятизначная шкала по длительности горизонта прогнозирования развития от 0 до свыше 5 лет); глубина инновационных процессов (глобальные инноваторы, инноваторы на российском рынке, инноваторы для предприятия, имитаторы, пассивные)<sup>1</sup>.

Для оценки качества менеджмента был взят показатель, измеряющий его количеством (разнообразием) применяемых на предприятии управленческих технологий: чем оно больше, тем качество менеджмента выше. Всего во втором раунде оценивалось наличие 14 технологий (средний уровень использования 4,1, медиана — 4). Предприятия разбиты на три группы: с низким качеством менеджмента (использовали не более 2 технологий), средним (от 3 до 5) и высоким (6 и более инструментов)<sup>2</sup>.

В табл. 3 приведены результаты сопоставления предприятий. Практически все индикаторы методов и технологий текущего управления в этих двух группах обществ близки, за исключением подготовки отчетности по МСФО, и только тут общества с наемными руководителями отличились в лучшую сторону. По характеристикам стратегического поведения или не наблюдалось различий, или они говорили в пользу компаний с совмещением функций: эти предприятия были более инвестиционно и инновационно активными, чаще применяли методы стратегического планирования, работали на создание бренда. Наибольшая склонность к стратегическому поведению характерна для компаний с «полным совмещением»: более 35%. Преобладание независимых предприятий и управляющих компаний среди обществ, где директор и (или) топ-менеджеры были совладельцами, очевидно, дало такие результаты.

Рассмотрение дополнительно аспектов финансово-инвестиционного поведения, характеризующих удельный вес внешних источников финансирования инвестиций и длительности предоставления кредитов, также не дало значимых расхождений. Некоторая разница обнаружена в использовании отдельных институтов получения средств для инвестиций: предприятия с совмещением функций в 1,2 раза чаще обращались к собственным источникам (амортизация или прибыль), при этом чаще всего эти источники использовали общества в случае «полного совмещения». Отделение собственности от управления помогло лишь в доступе к средствам нефинансовых партнеров, в том числе в холдингах, что неудивительно, если вспомнить большую склонность интегрированных предприятий к назначению менеджеров, не владеющих акциями (паями) предприятия.

Заметим, что в области корпоративного управления — в отличие от корпоративного менеджмента — ситуация оказалась иной. К сожалению, материалы

<sup>1</sup> В этот перечень не включен вопрос о разработке формального документа — стратегии развития предприятия, он характеризует не поведенческие установки, а управленческую деятельность по их реализации.

<sup>2</sup> Этот подход и группировка предложены ст. н. с. ИАПР НИУ ВШЭ В. В. Голиковой (Предприятия и рынки..., 2010, с. 52—53) и основаны в том числе на зарубежных эмпирических работах по измерению уровня менеджмента.

Таблица 3

**Стратегическое развитие и качество управления для предприятий  
с отделением управления от владения, % ответивших**

Характеристики предприятий	Общества с наемными менеджерами	Другие общества
<b>Стратегическое поведение</b>		
Стратегически ориентированные	23,7	31,0**
Инвестировавшие в 2005—2008 гг., активно или незначительно	65,0	75,9***
Планирующие инвестиции в ближайшие 12 месяцев	29,4	34,5
Инновационно активные	25,4	32,7**
Инноваторы на глобальном и российском рынках	16,7	26,9***
С горизонтом прогноза своего развития свыше 3 лет	17,1	17,6
Имеющие стратегические цели: — стать лидером в производстве продукции — создать продукцию по аналогам ведущих фирм — закрепиться на рынке традиционной продукции	34,4 17,7 47,9	34,7 20,1 45,1
Сотрудничающие с российскими стратегическими партнерами	41,2	46,6
Сотрудничающие с зарубежными стратегическими партнерами	24,2	18,9
<b>Качество и методы управления</b>		
С качеством менеджмента выше среднего	20,5	17,9
Разрабатывающие стратегию развития более чем на 3 года	36,8	63,2*
Проводящие бенчмаркинг с зарубежными конкурентами	15,9	20,9*
Проводящие бенчмаркинг с российскими конкурентами	28,5	27,8
Совершенствующие организационные структуры	64,3	62,6
Проводящие диагностику и реструктуризацию бизнес-процессов	38,6	35,8
Применяющие аутсорсинг ряда функций и бизнес-процессов	19,9	17,3
Готовящие отчетность по МСФО или ОПБУ США	11,5	7,7*
Создавшие/автоматизировавшие систему управленческого учета и отчетности	51,0	47,8
Имеющие сертификат ИСО 9000	47,6	50,2
Продвигающие свои торговые марки, создающие бренд	31,1	7,4*
Внедряющие систему ресурсо- и энергосбережения	25,1	20,9
Создавшие систему управления поставками «точно в срок»	17,3	15,4
Разрабатывающие систему ключевых показателей для оценки эффективности подразделений и сотрудников	28,8	24,0
Привлекающие фирмы — консультанты в области управления	9,8	10,8

*Примечание.* Для сравнения частот использован критерий  $\chi^2$ : \*\*\* — значимо на уровне до 1%, \*\* — 5% и \* — 10%.

мониторинга не располагают необходимыми для этого оценками, и мы можем лишь сослаться на более ранние исследования (Российская корпорация..., 2007, с. 52—59; Национальный доклад..., 2008, с. 29—33), которые продемонстрировали, что АО с отделением управления от владения отличаются более высокой ролью совета директоров в принятии решений, большим удельным весом голосов независимых директоров, да и в целом его состав более адекватен для осуществления мониторинга менеджмента (превалируют голоса внешних крупных акционеров). Также в компаниях с наемными руководителями чаще происходит обновление и исполнительных органов общества, и совета директоров, очевидно, снижается способность менеджмента к окапыванию.

Итак, предположения об улучшении качества управления при отделении его от владения не подтвердились. Хотя привлечение профессиональных менеджеров должно приводить к улучшению показателей деятельности компаний, но факт совмещения позволяет смягчить агентские издержки и может быть позитивен, особенно в нестабильных условиях экономического кризиса. Ведь предприниматели (совладельцы), сформировавшие свой бизнес в хронически нестабильных условиях реформ и спада, смогут лучше управлять им, нежели управленцы, хорошо обученные для стандартных ситуаций. Данные тезисы нуждаются в проверке, во-первых, путем оценки связи результирующих характеристик эффективности фирмы с формами участия собственников в управлении. Во-вторых, поскольку парные распределения не учитывали воздействия комплекса факторов, способствующих назначению наемных менеджеров, их также необходимо ввести в анализ, что требует обращения к многофакторным регрессионным моделям.

Измерение эффективности деятельности затруднительно по опросным данным, и мы используем в качестве зависимой переменной уровень конкурентоспособности (КСП) предприятия, который определен путем разделения фирм на три группы: с низким, средним и высоким уровнями<sup>1</sup>, что позволяет прибегнуть к модели порядковой регрессии (1 — низкий уровень, 2 — средний и 3 — высокий).

Наряду с формами участия совладельцев бизнеса в управлении независимыми стали переменные, характеризующие интеграционные процессы<sup>2</sup>, уровень концентрации собственности, размеры государственного и иностранного участия, организационную форму, присутствие ценных бумаг на фондовых рынках. Дополнительно мы ввели в анализ еще и факт смены основных владельцев фирмы в предшествующие четыре года, который должен вести к более высокой ее эффективности (дамми-переменная *REPOWN*).

Базовые характеристики бизнеса были учтены как контрольные переменные. Позитивными для конкурентоспособности могут стать факторы масштаба в самых разных проявлениях (размеры предприятия, его удачное расположение в более крупном поселении или агломерации, создающими рынки ресурсов и товаров). Также можно ожидать, что созданные после начала реформ предприятия будут отличаться лучшей адаптацией по сравнению со «старыми», родом из СССР. Что касается контролируемого вида деятельности, сама конструкция показателя КСП не позволяет рассчитывать на проявления представительных различий. Дополнительно введен в анализ и фактор наличия сильной конкуренции на рынках как вероятно влияющий и на уровень КСП.

Для моделирования связей построены следующие модели: А — включающие только индикаторы собственности и контроля; В — включающие индикаторы собственности и контроля, а также базовые факторы бизнеса, постепенно вводимые в спецификации.

Анализ показал (приложение, табл. П2), что устойчиво способствует более высокой КСП полное совмещение управления и владения по сравнению с разделением функций, а в некоторых спецификациях, хотя и со слабой значимостью, проявилась такая же роль наличия топ-менеджеров среди крупных собственников. Итак, весомым стал не столько профессионализм, сколько централизация

<sup>1</sup> Данная группировка разработана вед. н. с. ИАПР НИУ ВШЭ Б. В. Кузнецовым на основе двух параметров: объективного (производительность труда в сопоставлении со среднеотраслевым уровнем) и субъективного (оценка уровня конкурентоспособности предприятия его руководителем по сравнению с отраслевыми лидерами). Примерное разбиение хозяйственных обществ выборки по группам: почти 55% имели средний уровень КСП, около 28% — высокий и более 17% — низкий.

<sup>2</sup> В данной модели использована категориальная переменная с тремя значениями: *INDENT* как независимое предприятие, *PARENT* — статус головной компании и использовавшееся ранее значение *SUBSID* — рядовой участник группы компаний.

управления фирмой. В то же время, подчеркнем, что всегда существенно снижает конкурентоспособность принадлежность к независимым предприятиям.

Среди базовых характеристик не обнаружено роли расположения и организационной формы, но выделяется высоким вкладом размер предприятия. При расчете полной спецификации В-4 без этой переменной практически без изменений значимости и величины остались коэффициенты при других независимых переменных, хотя значения псевдо  $R$ -квадрат упали на треть и более (7 п.п.).

Во всех уравнениях устойчиво способствуют росту конкурентоспособности размеры иностранной собственности, а препятствуют — владения органов власти. При этом раздельный учет в уравнениях долей федеральной и региональной/местной собственности (результаты опущены) показал, что эти препятствия значимы только для федерального владения. Ни в одной из спецификаций не проявилась роль концентрации капитала и выхода на фондовые рынки. Прохождение через сделки корпоративного контроля оказалось слабо значимым, но неустойчивым. Слабое позитивное влияние на рост КСП было связано с образованием фирм в 1992—1998 гг., тогда как более «старые», но самые новые предприятия, созданные в период роста, им проигрывали.

Таким образом, управление предприятием посредством совмещения управления и владения сопровождается более высоким уровнем КСП, нежели при работе наемных менеджеров с контролем ряда других характеристик бизнеса, включая участие в интеграции.

### Заключение

Одной из существенных особенностей российского бизнеса стало совмещение собственности и управления путем непосредственного участия акционеров в исполнительном менеджменте. Вместе с тем постепенное улучшение институтов и практики корпоративного управления, а также интенсивные интеграционные процессы способствовали постепенному дрейфу организации контроля в сторону разделения функций управления и владения. Для обследованных в 2009 г. промышленных предприятий характерна значительная доля — 41%, в которых работали топ-менеджеры, включая и первого руководителя, не имеющие акций (паев). Эта форма организации управления вышла на первое место по сравнению с оценками середины 2000-х гг., потеснив предприятия с «полным совмещением» функций. Соображения о массовом возврате владельцев бизнеса к оперативному управлению в кризис, которые прослеживались на отдельных примерах крупных компаний, в нашей выборке обрабатывающих предприятий не подтвердились.

Тенденция отхода владельцев от исполнительного управления поддерживается прежде всего участием предприятий в корпоративной интеграции в качестве рядовых участников групп компаний. Комбинация владения и управления как инструмент контроля замещается отношениями имущественной интеграции и специфическими способами его реализации в бизнес-группах, холдингах. Прямое участие собственников в управлении присуще независимым предприятиям и управляющим (головным) компаниям, где такие способы контроля не могут быть применены.

Склонность к отделению управления продемонстрировали также предприятия с низким уровнем концентрации владения, что может объясняться трудностями защиты прав собственности некрупных акционеров при передаче прав управления одному из них. Более высокая доля компаний с наемными менеджерами в обществах с ограниченной ответственностью выглядит несколько неожиданно и скорее свидетельствует, что многие открытые АО фактически остаются частыми фирмами.

В то же время не выявлено устойчивой роли реструктуризации. По данным опроса, ее сложно разделить на адаптационную (кардинальную, болезненную) и текущую компоненты. Скорее всего, после 20 лет реформ сохранившиеся предприятия завершили процесс адаптации и ведут ту деятельность по совершенствованию управления бизнесом (как реструктуризация бизнес-процессов), где нужны управленческие навыки менеджеров-профессионалов. Видимо, со временем роль приватизации сгладилась и не действует напрямую возраст фирмы. Для обоснования отхода собственников от управления важную роль сыграла зрелость предприятия, которая оценивается не просто его возрастом, а характеризуется определенным этапом жизненного цикла.

Кризис мог повлиять на состав значимых факторов использования наемных менеджеров. Есть косвенные свидетельства, что в случае рядовых участников групп компаний работали неформализуемые отношения менеджеров и владельцев холдингов. Хотя наемные руководители сохранили и упрочили свои позиции, но в кризисных условиях не продемонстрировали более активного и результативного применения управленческих технологий. Напротив, результаты эмпирического исследования выявили, что назначение наемных менеджеров было сопряжено с наиболее низким уровнем конкурентоспособности (наилучшие результаты достигались при наличии крупных пакетов акций или паев у первого руководителя и топ-менеджеров), что иллюстрирует тезис о наличии в этом случае более высоких агентских издержек. В то же время эти результаты нуждаются в развитии и более глубоком понимании с качественным объяснением мотивов и ограничений собственников. Формализованный опрос этого не позволяет, и альтернативным инструментом могут быть углубленные интервью, которые помогли бы уточнению гипотез количественного анализа и интерпретации его результатов.

### Источники

*Авдашева С. Б.* Бизнес-группы как форма реструктуризации предприятий: движение вперед или шаг назад? // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 1. С. 3–26.

*Долгопятова Т. Г.* Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 2. С. 3–26.

*Долгопятова Т. Г.* Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 3. С. 27–52.

*Долгопятова Т. Г., Ивасаки И., Яковлев А. А.* Российский бизнес 20 лет спустя: путь от социалистического предприятия к рыночной фирме // Мир России. 2009. Т. XIII. № 4. С. 89–114.

*Клейнер Г.* Современная экономика России как «экономика физических лиц» // Вопросы экономики. 1996. № 4. С. 81–95.

Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 1 / под ред. А. Е. Шаститко; Национальный совет по корпоративному управлению. М., 2008.

Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 2 / под ред. А. Е. Шаститко; Национальный совет по корпоративному управлению. М., 2009.

*Папэ Я. Ш., Галухина Я. С.* Российский крупный бизнес: первые 15 лет. Экономические хроники 1993–2008 гг. М., 2009.

Предприятия и рынки в 2005–2009 годах: итоги двух раундов обследования российской обрабатывающей промышленности: доклад к XI Международной научной конференции ГУ ВШЭ / под ред. Б. В. Кузнецова. М., 2010.

*Радыгин А. Д.* Эволюция форм интеграции и управленческих моделей: опыт крупных российских корпораций и групп // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 4. С. 35–58.

*Розинский И. А.* Механизмы получения доходов и корпоративное управление в российской экономике // Сб. Российские предприятия: корпоративное управление и рыночные сделки. М., 2002. С. 168–181.

Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / под ред. Т. Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А. А. Яковлева. М., 2007.

Российская промышленность на этапе роста: факторы конкурентоспособности фирм / под ред. К. Р. Гончар, Б. В. Кузнецова. М., 2008.

Структурные изменения в российской промышленности / под ред. Е. Г. Ясина. М., 2004.

Шекиня С., Кетс де Врис М. Мнимый уход // Эксперт. 2007. № 5. С. 34—41.

Широкова Г. В., Шаталов А. И., Кнатько Д. М. Факторы передачи управления наемному менеджеру: опыт стран СНГ и Центральной и Восточной Европы // Российский журнал менеджмента. 2009. Т. 7. № 2. С. 31—50.

Яковлев А. А. Почему в России возможен безрисковый уход от налогов // Вопросы экономики. 2000. № 11. С. 134—151.

Modern Corporate Governance in Russia as Seen by Foreign Businessmen and Experts: Findings of the survey held by National Council on Corporate Governance and Russo-British Chamber of Commerce. Moscow, 2010. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nccg.ru/en/site.xp/056052051049124049052053050.html>

## Приложение

Таблица П1

### Избранные результаты регрессионного анализа факторов привлечения наемных менеджеров

Переменные	АО и ООО	АО и ООО (модель R)	АО	ООО	АО и ООО-В	АО и ООО-S	АО-В	АО-S
BUSINES	—****	—****	—****	—**				
LLICOM	+**	+**			+**	+		
CLOSCO	—	—	+		—	—	+	—
OPENCO	Базовая категория							
STOCKM	—	—	—	—	—*	—	—*	—
CONLOW	+***	+***	+***	+	+***	+	+**	+
CONMED	—	—	—	—	+	—**	+	—
CONCOU	+	+	+	—	+	+	+	+
CONHIG	Базовая категория							
OWNSTA	+*	+**	+**		+*	+	+**	+
OWNFOR	+****	+****	+***	+***	+****	+	+***	+
STRBEH	—	—	—*	+	—**	+	—***	+
RESORG	—	—	—	—	—**	+	—**	+
RESPRO	+	+	—	+	+**	—	+	—**
REGRAT		+						
CAPLOC		—*						
TOWLOC		—						
VILLOC		—						
MOSLOC	Базовая категория							
INDUST	Да	Да	Да	Да	Да**	Да	Да**	Да
Число наблюдений	531	531	407	124	389	142	303	104
—2Log likelihood	575,445	569,002	414,972	126,535	383,487	156,411	277,972	110,444
Псевдо R <sup>2</sup> Нагелькерка	0,311	0,324	0,338	0,400	0,286	0,180	0,263	0,240
Тест модели $\chi^2$	138,970****	145,411****	115,140****	44,060***	87,100****	19,380	58,900****	19,520

#### Примечания.

1. Модель рассчитана по логистической функции. Знак «+» означает положительное влияние на шансы привлечения наемных менеджеров, а знак «—» — отрицательное: \*\*\*\* — значимо на 0,1%-ном уровне, \*\*\* — 1%-ном, \*\* — 5%-ном, \* — 10%-ном.

2. Незначимые ни в одном из уравнений переменные размера и возраста фирмы, уровня конкуренции опущены.

Таблица П2

**Избранные результаты анализа влияния участия топ-менеджеров в капитале предприятий на их конкурентоспособность**

Переменные	A	B-1	B-2	B-3	B-4
REPOWN	+	+	+	+*	+*
OWNSTA	+***	+***	+***	+***	+**
OWNFOR	-**	-***	-***	-***	-***
INDENT	-***	-**	-**	-**	-**
SUBSID	-*	-*	-	-	-
PARENT	Базовая категория				
Полное совмещение владения и управления	+***	+****	+****	+****	+****
Директор — совладелец компании	+	+	+	+	+
Крупные собственники — топ-менеджеры компании	+	+	+*	+	+*
Компании с отделением управления от владения	Базовая категория				
COMSIZ		+****	+****	+****	+****
COMOLD				-	-
COMMED				+*	+*
COMNEW	Базовая категория				
INDUST			Да	Да	Да
Число наблюдений	545	545	545	545	545
-2 Log Likelihood	486,294	1000,487	992,053	981,104	975,290
Псевдо R <sup>2</sup> Нагелькерка	0,087	0,161	0,184	0,203	0,213
Тест модели $\chi^2$	42,417****	81,692****	94,825****	105,234****	111,049****

*Примечания.*

1. Порядковая регрессия рассчитана по логистической функции. Знак «+» означает положительное влияние на уровень конкурентоспособности, а знак «-» — отрицательное: \*\*\*\* — значимо на 0,1%-ном уровне, \*\*\* — 1%-ном, \*\* — 5%-ном, \* — 10%-ном.

2. Незначимые переменные уровня концентрации собственности и присутствия на биржах (во всех спецификациях), организационно-правовой формы (спецификации B-2, B-3 и B-4), остроты конкуренции (вводились в модели B-3 и B-4), а также принадлежности к типу поселения или агломерации (B-4) опущены. Исключены для краткости также дамми-переменные отдельных видов экономической деятельности.