

## **СТРУКТУРА ПРОТИВ ФУНКЦИИ: ЭВОЛЮЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ (НА ПРИМЕРЕ США)**

**ДЖ. ДЖИЛЛИС, П. БАРТА**

*Школа бизнеса им. Шулиха Йоркского университета*

**Р. ЛЕБЛАН**

*Йоркский университет*

Пять существенных событий сыграли доминирующую роль в установлении современных формы и практики корпоративного управления в США. Это — принятие британского общего права, решение Председателя Верховного суда Маршалла в деле Дартмутского колледжа, работа Берле и Минза, рост роли институциональных инвесторов и тенденция к недружественным поглощениям в 1980-х гг., а также серьезный провал в корпоративном управлении в конце 1990-х гг. и начале XXI столетия. Эти пять факторов оказали сильное воздействие на методы управления корпорациями в течение последних двухсот лет. Академические исследования по корпоративному управлению существенно повлияли на формирование законченной картины, демонстрирующей роль только одного из этих факторов. Мы предполагаем, что имеется шестое значимое событие, которое может оказаться причиной одного из главных изменений практики корпоративного управления в Соединенных Штатах, причем оно почти полностью обязано своим появлением академическим исследованиям.

Эволюция концепции корпоративного управления в США, рассматриваемая, как это и должно быть, в историческом контексте, может быть связана с пятью определяющими событиями.

Первым из них было решение северо-американских колоний сохранить британскую систему общего права в тот момент, когда они получили независимость

от Великобритании. В результате ими была приобретена та часть корпоративного законодательства, на которой основывались все последующие правовые нормы США, имевшие отношение к корпорациям. Возможно, наиболее важная отдельная часть этого законодательства была создана благодаря решению лорда Хартика в деле *The Charitable Corporation vs.*

*Sir Robert Hutton* [Fleischer, Haz, Kippler, 1985, p. 44–45] о том, что директора юридически ответственны перед акционерами за осуществление надлежащего надзора за деятельностью корпорации и с них может быть взыскана компенсация в пользу акционеров в случае потери последними денег из-за халатности директоров.

Вторым главным событием стало известное решение Председателя Верховного суда США Маршалла, принятое им в 1819 г. в деле *Dartmouth College*, где он дал следующее определение корпорации:

[Корпорация — это] собрание индивидов, объединенных в одной коллективной организации, имеющей специальное имя и обладающей определенными... возможностями, обусловленными ее коллективным характером, которых нет у отдельных физических лиц, учредивших ее. Кроме того, она обладает способностью к бесконечному возобновлению и осуществлению действий на основе коллективного голосования или желаний ее членов... Коротко можно сказать, что это — *искусственное существо, имеющее место быть благодаря нормам права и наделенное определенными полномочиями... причем столь отчетливо наблюдаемое, как будто оно — реальный персонаж.*<sup>1</sup>

Третьим событием была публикация в 1932 г. книги А. Берле и Г. Минза «Современная корпорация и частная собственность» [Berle, Means, 1932], которая открыла совершенно новый взгляд на проблему корпоративного управления и оказала серьезное влияние как на соответствующие правовые нормы, так и на академические исследования в этой области.

Четвертое событие не сводится к какому-то одному действию. Оно связано с появлением на сцене новой категории дей-

ствующих лиц: речь идет о росте значимости институциональных акционеров. В заключительной части XX столетия они сыграли ключевую роль в создании возможности и широкой распространенности недружественных поглощений 1990-х гг. [Drucker, 1976].

Пятое событие происходит в наши дни — эффективность корпоративного управления таеет прямо на глазах, что иллюстрируется крахом компаний типа *Enron* [Eichenwald, 2005] и соответствующим интеллектуальным кризисом всей области теоретических и практических исследований по корпоративному управлению.

Британское общее право основывается на решениях, принятых судами по конкретным делам. Оно также претерпевает дальнейшие изменения на базе новых решений.\* Следовательно, непосредственное влияние двух первых определяющих событий — ответственности директоров и принятия корпорации в качестве искусственного существа с собственной жизнью — возникло и продолжает развиваться благодаря судебной практике. В течение последних двух столетий была создана динамичная совокупность правовых норм корпоративного управления, которая находится в постоянном движении в силу того, что ведутся споры по поводу различных аспектов корпоративных действий и постоянно принимаются новые судебные решения. Однако при этом основные принципы корпоративного управления остаются неизменными.

В нашей статье мы выдвигаем гипотезу о том, что последние три события имеют взаимно усиливающий эффект и, взятые вместе, окажут революционное воздействие на управление корпорациями в США и других странах с британской

<sup>1</sup> Дело *Dartmouth College v. Woodward* 17 US 518 (1819).

\* Британское общее право основано на судебных прецедентах (кейсах), каждый из которых играет роль закона. — *Прим. пер.*

системой общего права. В действительности это воздействие вполне может составить основу возникновения *шестого* определяющего события: появления эффективного Совета директоров.

## ФЕНОМЕН БЕРЛЕ И МИНЗА

Сущность корпоративного управления при британском общем праве заключается в следующем. Акционеры выбирают директоров с тем, чтобы те заботились об их интересах. Для этого директора ведут себя как ответственные лица — так, как будто бы они занимаются своими собственными делами. Закон гласит, что директора ответственны только перед самой корпорацией, а не перед самими собой и акционерами. Краеугольным камнем закона о корпорациях выступают два принципа, которым должны следовать директора: соблюдение лояльности и соблюдение осторожности. Директора имеют фидуциарную ответственность\* перед акционерами, которая в течение многих лет, как правило, интерпретировалась в судах в том смысле, что в процессе выполнения всех своих обязанностей перед корпорацией директора должны знать о своей ответственности и перед акционерами — людьми, которые приобрели акции предприятия. Эта ответственность может быть наилучшим способом исполнена директорами при максимизации ценности компании для акционеров, не выходя при этом за рамки законов [Friedman, 1970].

Берле и Минз в своей основополагающей работе пришли к следующему выводу: корпорации стали настолько большими и акционерная собственность столь распылена, что предположение, согласно которому информированные акционеры

выбирают директоров, заботящихся об их интересах, является не чем иным, как мифом. Их исследование выявило то, что на самом деле было известно каждому активному участнику корпоративного управления, но никогда ранее не представлялось в документированной форме. Речь идет о том, что так как менеджеры имеют доступ к именам акционеров и управляют процессом выдвижения членов Совета директоров, то в действительности они контролируют выборы в Совет директоров. Вместо директоров, контролирующих менеджеров, — это и является их основной целью, — менеджмент контролирует Совет директоров. Не удивительно, что в таких условиях влияние директоров на деятельность фирмы стало относительно незначимым. Основным принципом корпоративного управления заключается в том, что на самом деле вы имеете предприятие с распыленной собственностью и все же — с помощью выборов директоров — гарантируете, что владельцы контролируют менеджмент. В действительности этот принцип попросту не был верным. Не удивительно, что в конце 1930-х гг. Ирвинг Олдс, Председатель Совета директоров Bethlehem Steel, на просьбу прокомментировать вопрос о ценности Советов директоров ответил, что «директора, как петрушка на рыбе, — декоративно, но бесполезно».

В результате поразительных открытий, представленных в работе Берле и Минза, и существовавшего общего ощущения, согласно которому корпорации неким необъяснимым образом ответственны за депрессию\*, правительство США ввело ряд законодательных мер, имевших далеко идущие последствия, учредив Комиссию по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission,

\* Обязанность агента действовать честно и грамотно в интересах принципала. — *Прим. пер.*

\* Речь идет о Великой депрессии, начавшейся в 1929 г. и продолжившейся до начала Второй мировой войны. — *Прим. пер.*

SEC) для наблюдения за функционированием рынка капитала и операциями корпораций. Почти все эти меры были направлены на увеличение публичного раскрытия информации о деятельности корпораций перед акционерами, усиление контроля над выпуском акций, установление запретов на инсайдерскую торговлю и т. д. Создание SEC означало, что время фактически неконтролируемых корпоративных действий закончилось.

### ПОДЪЕМ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫХ АКЦИОНЕРОВ И ЭРА ПОГЛОЩЕНИЙ

Во второй половине XX столетия многие корпорации и правительства штатов установили пенсионные программы для своих служащих. Эти программы со временем стали очень крупными держателями акций компаний. Значимость данного факта для корпоративного управления была впервые проанализирована Питером Дракером в известной книге [Drucker, 1976]. Имея чрезвычайно крупные инвестиции в различных корпорациях, управляющие пенсионными фондами начали проявлять больший интерес к вопросу о том, каков стиль корпоративного управления в различных корпорациях. Они не выдвигали кандидатов на выборах Советов директоров, но тем не менее четко давали понять, что могут и будут оказывать влияние на их формирование с помощью голосования своими акциями. Таким образом, менеджмент не мог быть больше уверен в том, что выдвинутые им кандидатуры будут автоматически избраны в Совет директоров.

В тот же период времени были предложены новые, впечатляющие, но во многих случаях весьма непопулярные, методы финансирования корпоративных поглощений. К началу 1990-х гг. стала широко распространенной практика, когда акционеры-диссиденты делали предложение о

покупке акций по цене со значительной премией, что давало им возможность захватить контроль над компанией вопреки желаниям менеджмента [Gillies, 1992, p. 147–164]. «Окопавшийся» менеджмент\* более не мог быть уверен в том, что ничто не сможет сдвинуть его с занимаемых позиций независимо от того, насколько плохо он управляет компанией. Действительно, в 1990-х гг. многие из крупнейших американских компаний были вовлечены в недружественные поглощения в качестве мишени или инициатора [Gillies, 1992, p. 124–125].

Это было тяжелое время для корпоративного управления. Организаторы корпоративных захватов стали известными, как кинозвезды, — более того, о них действительно снимали кинофильмы.<sup>2</sup> Истории о сражениях за контроль над корпорациями попадали на первые полосы новостей, и была написана масса бестселлеров о различных корпоративных сражениях [Bruck, 1988; Burrough, Helyar, 1990; Lampert, 1983; Taylor, 1987].

Между 1945 и 1985 гг. имелось относительно небольшое количество исследований по корпоративному управлению, а то, что было сделано, почти целиком связано с попытками измерить влияние различных структур Советов директоров

\* Подробнее об «окапывании» менеджмента см., напр., в Капелюшников Р. И. 2006. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений. *Российский журнал менеджмента* 4 (1): 3–42. — Прим. пер.

<sup>2</sup> Весьма удачный фильм был снят по книге «Варвары у ворот» [Burrough, Helyar, 1990]. В книге описывается история борьбы за контроль над крупной американской компанией RJR Nabisco. Авторы подробно рассказывают о действиях противоборствующих сторон: рейдеров, желавших установить контроль над Nabisco, и директоров, стремившихся помешать этому. (Русск. пер.: Бурроу Б., Хельяр Дж. 2003. *Варвары у ворот: История падения RJR Nabisco*. М.: Олимп-Бизнес. — Прим. пер.)

на эффективность корпорации. За исключением работы [Drucker, 1976] не было ни одного исследования, хоть в какой-то степени приближавшегося к статусу книги Берле и Минза. Однако к 1990-м гг. широкий интерес к реформе корпоративного управления и рекомендациям по его изменению принес огромный поток исследований — как теоретических, так и эмпирических. Действительно, корпорация и управление ею превратилось в указанный период в одно из наиболее часто анализировавшихся явлений в экономике.

В это же время среди наиболее богатых идеями и влиятельных авторов академических статей по корпоративному управлению на передовые позиции выдвинулся Майкл Дженсен из Harvard Business School. Большинство его работ носило теоретический характер и основывалось на агентской теории [Jensen, 1986]. Дженсен утверждал (но как показало время, не совсем верно), что агентские издержки, связанные с корпоративным управлением, столь высоки, что в будущем произойдет уменьшение числа публичных компаний и свое развитие получают различные формы частных корпораций [Jensen, 1979]. В президентском обращении к Американской финансовой ассоциации Дженсен указывал, что агентские проблемы, присутствующие в управлении современной корпорацией, столь велики, что было бы безумием зависеть от Советов директоров в вопросах эффективного управления корпорациями. Иначе говоря, он согласился с Берле и Минзом в том, что директора не могут осуществить то, что от них требует закон: эффективно осуществлять мониторинг деятельности корпорации [Jensen, 1986].

Работы по теории корпорации были более чем поддержаны эмпирическими исследованиями, направленными прежде всего на изучение связи между структурой Совета директоров и эффективностью его деятельности. В работе [Amoako-Adu, Smith, 1995] показано, что «в целом ре-

зультаты не подтверждают статистическую значимость взаимосвязи между корпоративной эффективностью и долей внешних директоров в Совете» [Amoako-Adu, Smith, 1995, p. 413]. Аналогично в работе [Dalton, Dalton, 2005] утверждается, что

после изучения 69 обследований (опубликованных в 1998 г.)... мы выяснили, что фирмы, где позиции CEO и Председателя Совета директоров разделены, не обгоняют по эффективности фирмы, в которых эти позиции совмещены... (мы также)... проанализировали 159 обследований, проведенных в течение 40-летнего периода, и не нашли подтверждения систематической связи между составом Совета директоров — в самых различных пониманиях — и финансовой эффективностью фирмы... Мы сегментировали обследования с учетом того, бухгалтерская или рыночная мера эффективности была использована... (и) мы не обнаружили никаких подтверждений связи между составом Совета и эффективностью фирмы [Dalton, Dalton, 2005, p. 92].

В дополнение к такому явлению, как поглощения, всеобщее внимание привлек крах ряда ведущих компаний. По величине денежных потерь для акционеров эти банкротства не принесли существенно больших убытков, чем в предшествующие годы. Разница, однако, заключалась в том, что крах этих корпораций находился теперь в центре внимания, люди хотели узнать, почему это произошло и почему власти и регулирующие органы не предприняли больших усилий для предотвращения этого. В результате методы корпоративного управления также привлекли к себе внимание регулирующих органов. Это, естественно, привело к созданию множества комиссий и публикации практически бесконечного числа докладов по корпоративному управлению. В США, возможно, наиболее важную роль сыграла комиссия, возглавлявшаяся Джеймсом К. Тредвеем, бывшим Председателем SEC, которая пришла к выводу,

что проблемы в корпоративном секторе были результатом бессилия и неэффективности Советов директоров.

Все формальные отчеты имели одну общую особенность. Они утверждали, что по причине плохой организации Советы директоров не выполняли свои обязанности ни по эффективному мониторингу деятельности корпораций, ни по максимизации ценности для акционеров. Кроме того, в некоторых весьма прискорбных случаях Совет директоров, который согласно закону нес ответственность за благосостояние предприятия, был так плохо структурирован, что компания потерпела крах. В этих отчетах указывалось, что структура Советов директоров выступает в качестве источника проблем для корпораций, и демонстрировалось практически полное единомыслие относительно необходимых изменений. Во всех отчетах содержались призывы к:

- 1) разделению должностей Председателя Совета директоров и CEO;
- 2) поиску большинства директоров за пределами компании;
- 3) созданию независимых комитетов по выдвижению кандидатов в Совет директоров;
- 4) формированию независимых комитетов по аудиту, в которых бы отсутствовали представители менеджмента компании.<sup>3</sup>

В течение всего нескольких лет после появления этих отчетов регулирующие органы, торговые ассоциации и власти ввели в действие новые инструкции, регламенты и даже законы, управляющие

структурой и деятельностью Советов директоров. В результате произошло гигантское увеличение количества регулируемых актов, рекомендаций; были приняты кодексы корпоративной эффективности; произошли изменения в законодательстве. Все это было сделано для того, чтобы директора прониклись своей ролью в области мониторинга и разработки рекомендаций менеджерам по вопросам принятия наиболее важных решений в компаниях.

Любопытно отметить, что все написанное членами комиссий базировалось, похоже, на их собственных мнениях и жизненном опыте. Сравнительно малое внимание было уделено доступным независимым исследованиям деятельности Советов директоров. Отчеты комиссий настоятельно предлагали реформаторские меры, призванные изменить структуру Советов директоров. И это несмотря на то, что результаты научных исследований прямо указывали: реформы будут иметь незначительное воздействие на результаты деятельности корпораций. Это был случай из разряда обычной «лукавой мудрости» экспертов по поводу корпоративного управления, которая полностью подменяла или игнорировала то, что, согласно данным исследователей, происходило в реальности. Между тем в кильватере за этими отчетами последовало множество новых правил и положений, некоторые из них были даже приняты в ожидании того, что они «очистят от мусора» проблему корпоративного управления.

Весьма вероятно, что все кодексы и процессуальные нормы, введенные в действие в 1990-е гг., оказали небольшое воздействие на уровень управления корпора-

<sup>3</sup> Большинство основных отчетов известно теперь по именам их председателей-составителей. Так, отчет «Корпоративное управление в Канаде» [Where were..., 1994] был поддержан фондовой биржей Торонто, отчет «Где были директора: руководство для улучшения корпоративного управления в Канаде» известен как отчет Дея. Составленный в Великобритании отчет «Предложения комитета по финансовой стороне

корпоративного управления» повсеместно известен как отчет Кэдбери [Cadbury, 1993]. И наконец, «Отчет Национальной комиссии о преднамеренном искажении финансовой отчетности» [The Report..., 1987] всегда цитируется как отчет Тредвея.

циями. Неизвестно, что могло бы произойти в случае, если бы эти правила и нормы не были введены, так как невозможно доказать что-то непроизошедшее. Однако к середине 1990-х гг. установилось широко распространенное представление о том, что экономическая система работает очень хорошо. Корпорации были в состоянии привлекать значительные объемы капитала как от индивидуальных, так и от институциональных инвесторов, цены акций росли, соответственно возрастала и уверенность в правильном функционировании рынков и управлении корпорациями. Стандартная позиция, которую занимали и представители регулирующих органов, и академические исследователи [Gillies, 1992; Lorsch, MacIver, 1989], изучавшие данную проблему, состояла в том, что корпоративное управление улучшается. Признавалось, что акционеры имеют немного оснований волноваться относительно усердия, компетентности и добросовестности Советов директоров, которые они якобы выбирали для мониторинга действий тех предприятий, акции которых приобрели.

Оглядываясь назад, большинство наблюдателей согласилось бы с тем, что такой высокий уровень уверенности был крайне неуместен. И все же это десятилетие недружественных поглощений и крупных корпоративных крахов было весьма плодотворным для развития корпоративного управления: Советы директоров начали играть в нем существенную роль, серьезные ученые впервые обратили внимание на изучение корпоративного управления как ключевой проблемы экономической деятельности.<sup>4</sup>

<sup>4</sup> Парадоксальным явлением является огромная масса публикаций, выполненных в течение XX в. по макроэкономике, при практически полном игнорировании экономических институтов, которые являются основой экономической деятельности, — речь идет о бизнесе.

## А ЗАТЕМ БЫЛ ENRON

В начале XXI в. беспрецедентная череда крахов корпораций доминировала в известиях о событиях в экономике США. Эти крахи были не итогом общего спада деловой активности, а скорее результатом невероятно слабого — и во многих случаях осуществлявшегося с нарушением законности — корпоративного управления. Действительно, было так много преступлений против закона и бесчестного поведения, что Джеймс Б. Комей, заместитель Генерального прокурора США, назвал период с мая по июнь 2002 г. «летом мошенничества» [Comey, 2004]. В *New York Times* в таблице, озаглавленной «Вопрос подотчетности», был представлен перечень крупнейших американских компаний, в которых были обнаружены аудиторский обман, сокрытие долгов или убытков, инсайдерская торговля или завышение выручки.<sup>5</sup> Речь идет о таких хорошо известных организациях, как Arthur Anderson, KPMG, Enron, Kmart, Tyco International, Worldcom, Globalcrossings, Xerox, Haliburton, Lucent Technologies и др. [Leblanc, Gillies, 2005, p. 9–10].

Последствия этих крахов корпоративного управления были разрушительными. В самом деле,

ущерб и убытки для акционеров корпораций, имевшие место в результате злоупотреблений, были широко распространены и беспрецедентно разрушительны. Пенсионеры, работники, акционеры, держатели облигаций, кредиторы и поставщики потеряли свыше десятков миллионов, а в некоторых случаях и миллиарды долларов, в результате плохого менеджмента, мошенничества с финансовой отчетностью, публикации ложных отчетов о деятельности компаний и совершенно вводящих в заблуждение, а может быть, и откровенно

<sup>5</sup> *New York Times*. 2002 (June 16). Business Section. P. 12.

нечестных советов инвестиционных консультантов. Инвестиционные и пенсионные планы буквально тысяч людей и домохозяйств были полностью «смыты» этими событиями или по существу перестали чего-либо стоить [Leblanc, Gillies, 2005, p. 10–11].

Неудивительно, что этот глубочайший провал корпоративного управления медленно привлек к себе внимание политиков. Призыв к реформам, а во многих случаях — к наказанию виновных в мошеннической деятельности распространился повсеместно. Президент и Конгресс США посчитали ситуацию настолько серьезной, что все они оказались вовлечены в процесс обсуждения реформ принципов регулирования рынка капитала и того, как должна быть устроена власть в корпорациях. В результате были приняты изменения в законодательстве, являющиеся самыми радикальными после 1930-х гг., которые касались эмиссии ценных бумаг, членов Советов директоров и консультантов корпораций, таких как юристы и бухгалтеры. В результате закон, известный ныне как закон Сарбейнса–Оксли, вступил в силу 30 июля 2002 г.

В отличие от реформ 1930-х гг., связанных с появлением книги Берле и Минза, изменения начала 2000-х гг. не были основаны на каком-либо новом исследовании или гипотезе о механизме корпоративного управления.\* На самом деле, все исследовательские результаты, полученные в 1990-х гг., были полностью проигнорированы. Основная предпосылка закона Сарбейнса–Оксли состоит в следу-

\* Предположение о том, что именно книга сыграла значительную роль, представляется слишком сильным, но влияние Берле (юриста, тогда как Минз был экономистом) в годы борьбы с Депрессией и разработки Нового курса было действительно значительным — он являлся одним из основных авторов речей для выступлений Президента Франклина Делано Рузвельта. — *Прим. пер.*

ющем: проблемы корпоративного управления в США могут быть разрешены за счет введения в большем количестве процессуальных норм и положений, определяющих структуру и действия комитетов Советов директоров, самих Советов директоров, а также комитетов консультантов. Закон требует, чтобы СЕО приняли на себя большую ответственность за аудит финансовой документации и содержание отчетов, публикуемых корпорацией; законодательно устанавливается более высокая пропорция внешних и независимых членов Советов директоров; предусматриваются чрезвычайно строгие наказания за несоблюдение правовых норм, вплоть до возможности тюремного заключения. Для большинства корпораций результатом стало огромное увеличение издержек, связанных с соблюдением правовых норм. Это выражалось как в денежных затратах, так и в затратах времени. Возможно, это стало причиной возросшего нежелания потенциально эффективных кандидатов входить в состав Советов директоров крупнейших корпораций.

Как и предполагалось, период бедствий повлек за собой новый виток исследований функционирования Советов директоров. Результаты практически всех из них были теми же, что и прежде. В работе [Westphal, 2002, p. 6] автор после обзора литературы пишет, что «академические исследования в различных дисциплинах (финансах, учете и менеджменте) на предмет последствий того или иного состава Совета директоров... (не дают)... доказательств, что независимость Совета директоров увеличивает его эффективность». В том же году в работе [Bhagat, Black, 2002, p. 6] сообщалось, что

фирмы, имеющие больше независимых директоров в своем составе (измеряется разность между долей независимых директоров и долей директоров-инсайде-

ров), не достигают более высоких размеров прибыльности... Этот факт показывает, что обычное убеждение по поводу важности вопроса о независимых директорах не находит эмпирического подтверждения. Количество директоров в Совете также не имеет существенной корреляции с эффективностью Совета... Аналогичным образом, эмпирические исследования демонстрируют отсутствие корреляции между эффективностью организации, с одной стороны, и разделением ролей Председателя Совета директоров и CEO — с другой.

Таким образом, согласно [Bhagat, Black, 2002] для прибыльности компании совершенно не важно, один или два человека исполняют функции руководителя. В исследовании [Deutsch, 2005, р. 440] утверждается, что «полученные результаты не подтверждают широко распространенное в бизнес-сообществе убеждение, согласно которому „Совет с более высоким процентом внешних директоров является лучшим стражем интересов акционеров“». В работе [Finkelstein, Mooney, 2003, р. 101] отмечается, что «внимание к тем вопросам, которые мы могли бы назвать „обычными подозреваемыми“, — о количестве аутсайдеров в Совете, наличии акций у директора, размере Совета и скомбинированности позиций CEO и Председателя Совета — не приносит ни серьезных исследовательских результатов, ни более устойчивого корпоративного управления на практике».

Аналогичным образом выглядят исследовательские результаты для всех «структурных вопросов». Подводя итоги обширного обзора предшествующей литературы, авторы работы [Dalton, Dalton, 2005, р. 92] пишут, что «фирмы, где позиции CEO и Председателя Совета директоров разделены, не превосходят по эффективности те фирмы, в которых эти позиции объединены... (Хотя) имеется меньшее количество исследований взаимосвязи состава комитета Совета директоров по

аудиту и эффективности деятельности фирмы... (но) никому не удалось установить связь между независимостью членом комитета по аудиту и эффективностью фирмы». В работе [Romano, 2005, р. 130] показано, что «срок, на который заключается контракт с директорами, никак не связан с эффективностью Совета директоров». Кроме того, в [Lawler, Finegold, 2005, р. 69] отмечается, что «наличие ограничения на возраст директоров не является значимо связанным с эффективностью Совета».

Помимо этого, в [Harris, Shimizu, 2004, р. 791] подчеркивается, что «исследования показывают, что (директора, которые заседают во многих Советах) оказывают не ухудшающий, а улучшающий эффект на принятие ключевых стратегических решений». С таким выводом солидарны авторы [Ferris, Jagannathan, Pritchard, 2005, р. 1109–1110], указывающие, что «не удается найти отрицательную связь... между числом директорских позиций, занимаемых одним директором, и последующей эффективностью фирмы, где имеется такой директор».

Итак, эмпирические исследования демонстрируют незначительную или просто отсутствующую корреляцию между структурой Совета директоров — его составом и размером, разделением позиций CEO и председателя Совета директоров, организацией комитета по аудиту и т. д. — и эффективностью деятельности корпорации. В действительности многие из корпораций, которые полностью удовлетворяли общим требованиям хорошего корпоративного управления в соответствии с этическими кодексами и правилами, принятыми в 1990-е гг., обанкротились, со всеми сопутствующими издержками для всех видов стейкхолдеров. Так как нет никакого реалистичного пути осуществления регулирования, направленного против прямого обмана, исследователи считают, что подход

к корпоративному регулированию, предложенный законом Сарбейнса–Оксли, будет иметь незначительное влияние. Причина на удивление проста. Те позиции, которые подвергнуты нормам регулирования, не оказывают большого влияния на эффективность корпорации.

Нынешняя ситуация является отражением интересного парадокса. В отличие от 1930-х гг., когда научная монография Берле и Минза имела огромное влияние и привела к инновационной политике регулирования рынков капитала и корпораций, многочисленные отчеты, составленные в течение последнего десятилетия, не предлагают ничего нового и практически повторяют типовые подходы к регулированию, доминировавшие последние семь десятилетий. Вопреки тому что утверждают заголовки СМИ и воображаемый мир телевидения, закон Сарбейнса–Оксли не означает нового направления ни в корпоративном управлении, ни в регулировании рынка корпораций и капитала. Речь идет все о том же. Законодательство соответствует политически удобному, но дискредитированному аналитиками «общественному мнению», которое фокусируется на структуре Совета директоров и его комитетов, количестве внешних директоров, разделении позиций CEO и Председателя Совета директоров и т. п. К сожалению, на сцене общественной жизни отсутствует персонаж, аналогичный тому маленькому мальчику, который имел смелость крикнуть: «А король-то голый!» Более того, мы вряд ли услышим даже шепот: «Закон Сарбейнса–Оксли — полная бессмыслица».

Итак, эмпирические исследования показывают, что не существует корреляции между структурой Совета директоров и эффективностью корпорации. Но это вовсе не означает, что не должно быть никакого регулирования данной структуры. Корпоративное законодательство призвано прежде всего убедить акционеров в

том, что с ними обращаются соответствующим образом — справедливо и честно. Нельзя создать эффективное законодательство против бесчестности, но можно предложить законодательство, которое гарантирует прозрачность, защиту миноритарных акционеров, исключает инсайдерскую торговлю и другие злоупотребления. В сложном современном обществе, где на корпорации приходится все больший процент экономической деятельности, весьма существенными являются правовые нормы. Советам директоров самим по себе не хватает «мощности» для того, чтобы заменить тысячи отсутствующих собственников в процессе мониторинга. Им необходимы помощь и «вводные» от процессуальных норм и положений, которые устанавливают границы и стандарты деятельности Совета. В связи с этим отметим, что регулирование структуры — хотя и «необходимое», но очевидно не «достаточное» условие эффективности корпоративного управления.

#### **СЛЕДУЮЩЕЕ ЗНАЧИМОЕ СОБЫТИЕ В КОРПОРАТИВНОМ УПРАВЛЕНИИ — СОЗДАНИЕ ЭФФЕКТИВНЫХ СОВЕТОВ ДИРЕКТОРОВ**

Имеется огромное различие между тем Советом директоров, который составлен по структурным соображениям, и тем, который сформирован для того, чтобы быть эффективным. В конечном счете корпорации создаются и функционируют не для того, чтобы кто-то занялся их регулированием. Они существуют для того, чтобы исполнять свою экономическую функцию, и эффективность Совета директоров должна оцениваться в зависимости от того, обеспечивает ли он рост доходов акционеров и одновременно благополучие всех своих стейкхолдеров. В ходе выполнения обязанностей директора всегда должны действовать честно и в лучших

интересах своей корпорации и ее стейкхолдеров. При этом лимитирующим фактором выступают правовые нормы, регулирующие структуру корпоративного управления. Но процессуальные нормы и положения по последнему вопросу есть не более чем граница, внутри которой Совет занимается своей основной деятельностью — принятием решений, определяющих благополучие компании.

Существует множество внешних факторов, таких как стихийные бедствия, политические сдвиги, смерть топ-менеджеров, приход конкурентов и т. п., которые оказывают свое влияние на компанию. Тем не менее очевидно, что решения на уровне Совета директоров имеют и должны иметь огромное влияние на успех или неудачу корпорации. По идее, это настолько бесспорно, что можно было бы ожидать появления на библиотечных полках огромного количества исследований, описывающих то, как Советы на самом деле принимают решения. В реальности этого не происходит. Дело в том, что подвергать исследованию Советы директоров крайне сложно ввиду их исключительной конфиденциальности — доступ на их заседания строго контролируется [Leblanc, Gillies, 2005, p. 263–269]. Техника принятия решений Советом директоров тщательно скрывается и представляет собой некий «черный ящик корпоративного управления» [Leighton, Thain, 1997, p. viii]. Поэтому заключения по поводу того, как устроена власть в компании, базируются на опубликованных документах, а не на наблюдениях за тем, как действуют члены Советов директоров.

К счастью, в настоящее время пробел в знаниях об истинной атмосфере, царящей в Советах директоров, сужается. Отчасти это произошло благодаря систематическому пятилетнему исследованию Советов директоров 29 канадских корпораций [Leblanc, 2003]. На основе данных, непосредственно полученных как путем наблюдения за деятельностью Советов

директоров, так и из интервью, взятых приблизительно у 200 практикующих директоров, была построена модель функционирования Совета директоров, получившая название модели *эффективного Совета директоров* [Leblanc, Gillies, 2005]. Обширные полевые работы вместе с соответствующими теоретическими соображениями привели нас к гипотезе о том, что Совет, сконструированный согласно этой модели, принесет оптимальные финансовые доходы акционерам корпорации при соблюдении процессуальных норм и положений.

### ЭФФЕКТИВНЫЙ СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ — C-V-S-R МОДЕЛЬ

Концепция «эффективного Совета» основана на следующих предположениях:

- 1) Советы постоянно принимают решения — как очень важные (например, выбор CEO), так и менее значимые (например, назначение даты следующего собрания);
- 2) Совет директоров является небольшой группой для принятия решений;
- 3) Совет принимает решения, определяющие успех или неудачу компании (см. подр.: [Leblanc, Gillies, 2005, p. xxi, 314]).

На самом деле, не структура Совета, а «процессы, протекающие в Совете» определяют эффективность работы корпорации. Это, в свою очередь, зависит от компетентности директоров и от того, как они взаимодействуют друг с другом в процессе создания и реализации стратегий, которые призваны сделать компанию успешной. Так как компании отличаются от отрасли к отрасли, а их стратегии со временем изменяются, то существенным является то, чтобы директора подбирались — и время от времени увольнялись, — так чтобы обеспечить специфические нужды компании в каждый момент времени.

Подытоживая проведенный нами анализ, мы утверждаем, что Совет директоров не является неким аморфным образованием, которое функционирует независимо от его членов. Это — группа людей, имеющих свои индивидуальные убеждения, точки зрения, определенную манеру поведения и культуру. Достижимый результат — будет ли Совет работать хорошо и принимать хорошие решения, или он будет дисфункциональным и станет принимать плохие решения — зависит в основном от того, как члены Совета работают вместе. Это, в свою очередь, в значительной мере определяется комбинацией *поведенческих* (behavioural) характеристик директоров, что соответствует букве В в комбинации C-B-S-R.

Наблюдение за действиями директоров показало, что их влияние на принятие решений может быть ранжировано в рамках континуума от «высокого» до «низкого», где ранжирование проводится при рассмотрении альтернатив: «убедительный–неубедительный», «спорщик–соглашатель», «индивидуалист–коллективист». В соответствии с занимаемым положением на разработанной шкале директора могут быть разделены на две группы — вносящие позитивный вклад в процесс принятия решений и те, кто таковыми не являются. Первых мы называем функциональными директорами, а вторых — дисфункциональными директорами.

Функциональные директора обычно убедительны, способны успешно работать с другими членами группы, склонны продвигать компромиссные предложения, в результате чего решения принимаются относительно быстро. Дисфункциональные же директора представляют собой полную противоположность. Они не слишком убедительны, всегда находят причины для того, чтобы не сделать шаг навстречу коллегам, не очень хороши в работе в группе.

Очевидно, что не все директора получают самый высокий ранг по каждой из поведенческих характеристик. На практике наблюдаются всевозможные комбинации, но в большинстве случаев три поведенческие характеристики, введенные нами выше, являются доминирующими в вопросе о том, что каждый индивидуальный директор может вложить в процесс принятия решений. Эти поведенческие характеристики являются, конечно, личностными и свойственны всем видам деятельности, а не только работе в Совете директоров.

Можно также продолжить классификацию функциональных и дисфункциональных директоров, используя более узкие категории характеристик, связанных с принятием решений Советом директоров. Функциональные директора — обычно носители перемен, люди, умеющие достигать компромисс, не пропускающие ни единой идеи без конструктивных предложений, активно участвующие в обсуждениях. В свою очередь, дисфункциональные директора скорее склонны контролировать, быть конформистами, выступать исключительно в «группе поддержки»; кроме того, они, как правило, обычно критически настроены. Очевидно, что эффективный Совет директоров должен состоять из людей, способных работать вместе во имя выработки эффективных решений. Поскольку последнее свойство зависит от всего набора поведенческих характеристик директоров, постольку в Совете директоров обязательно должны присутствовать люди, умеющие вырабатывать консенсус и организовывать процесс обсуждения. Наконец, всем Советам следует избегать «групп поддержки», контролеров, конформистов и критиков. Понятно, что идеальный Совет должен состоять исключительно из функциональных директоров.

Каждый из индивидов имеет различные поведенческие характеристики, а так-

же, в соответствии со своим происхождением и опытом, разные компетенции. В нашей модели буквой С обозначены *компетенции* (competencies), при этом имеются в виду компетенции членов Советов директоров. Безусловно, необходимые компетенции зависят от характера деятельности компании или отрасли, в которой она функционирует. Очевидно, что фирма в банковской отрасли должна иметь директоров с некоторыми знаниями в области рынков капитала и банковского дела; компании в деревообрабатывающей отрасли нуждаются в директорах, осведомленных в вопросах производства целлюлозы и бумаги. На самом деле, в процессе подбора или изменения состава Совета директоров компании целесообразно разработать каталог различных компетенций, которые она считает обязательными для кандидатур.

Компетенции и поведенческие характеристики директоров существенно варьируют в зависимости от того, на каком этапе жизненного цикла находится компания. Буквой S нами обозначена *стратегия* (strategy). Если корпорация уже имеет разработанную стратегию, в соответствии с которой она должна продолжать делать то, что уже делает, а потому не слишком заинтересована в изменениях, то она, скорее всего, не желает, чтобы в Совете директоров доминировали члены, являющиеся «носителями перемен». Наоборот, компании, находящиеся в состоянии изменений, нуждаются в директорах, имеющих способности к выработке конструктивных предложений и выступающих носителями перемен.

В представленной модели буквой R обозначен *процесс привлечения директоров* (recruit). После того как мы определили компетенции и поведенческие характеристики, которые требуются от директоров для выполнения конкретной стратегии, встает последний вопрос: как найти и привлечь эффективных членов

Совета директоров? Из-за обилия возможных комбинаций необходимых компетенций и характеристик, которые чрезвычайно сложно найти в небольшой группе людей, попадающих в поле зрения при отборе, процесс привлечения директоров всегда является трудным. Кроме того, при изменении стратегии может возникнуть необходимость произвести замену ряда директоров, которые уже не удовлетворяют требованиям со стороны данной организации. Обычно эта процедура крайне неприятна, но очень важно, чтобы она была вовремя осуществлена.

Для того чтобы быть уверенным в том, что «эффективный Совет» будет успешно функционировать, требуется наличие компетентного Председателя. На самом деле, успех или неудача Совета в значительной мере зависят именно от его способностей. Хороший Председатель должен быть убедительным и способным успешно сотрудничать со всеми членами Совета, стремиться привести Совет к консенсусу. Он должен уметь определить, на чье мнение можно положиться, каким образом остановить неэффективные комментарии, как сгладить разногласия среди членов Совета и каким образом подвести дело к голосованию, если последнее необходимо. По сути, это деятельность «председателя-дирижера», по аналогии с оркестром: он сотрудничает с каждым отдельным членом Совета с тем, чтобы максимизировать результаты его труда и гарантировать оптимальную эффективность деятельности всей группы.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Станет ли принятие вышеприведенной «эффективной модели» для формирования Совета директоров следующим значимым событием в эволюции корпоративного управления в США? Некоторые первые подтверждения того, что это может

произойти, имеются. В ряде стран с британской системой общего права регулирующие органы начали требовать указания компетенций и поведенческих стереотипов при формировании Советов.<sup>6</sup> Появились и первые Советы директоров, построенные на основе этой модели. Однако принятие именно данной модели отнюдь не гарантировано по целому ряду причин.

Во-первых, тот факт, что формирование Советов на базе «эффективной модели», при прочих равных, приносит более высокие доходы акционерам, является лишь гипотезой. Эта модель нуждается в тщательной проверке. Некоторые практические подтверждения того, что Советы, сформированные в соответствии с этой моделью, на самом деле более эффективны, имеются, но они все еще немногочисленны. Необходимо проделать довольно объемную исследовательскую работу до того, как можно будет сделать заключение о том, что наша модель приводит к тем результатам, которые мы ей приписываем.

Во-вторых, провести соответствующие исследования чрезвычайно сложно. Полевые исследования того, что происходит в Советах директоров, все еще пребывают в состоянии младенчества. Несомненно, будущие исследования по корпоративному управлению прежде всего будут сфокусированы на принятии решений и тех факторах, которые их определяют.

В-третьих, проблематичным является сам вопрос о том, сумеем ли мы сделать такие полевые исследования достаточно масштабными. В академических кругах дебаты вокруг методологии исследований продолжаются со времен публикации великой книги лорда Роббинса «Природа и значение экономической науки» [Rob-

<sup>6</sup> Например, комиссия по ценным бумагам провинции Онтарио (Канада) теперь рекомендует Советам директоров обратить специальное внимание на компетенцию и поведенческие характеристики при подборе директоров.

bins, 1984]. В результате представители социальных наук все более склоняются к использованию количественных методов. По существу, они стали основным методом исследования в таких областях, как стратегический менеджмент. Однако начиная с 1970-х гг. часть ученых [Creswell, 1994, p. 162–163] стала склоняться к тому, что количественные методы могут оказаться не самым эффективным подходом при исследовании некоторых ситуаций, касающихся человеческого поведения. Удалось добыть немало новых знаний, был проделан значительный объем работ в так называемом качественном подходе.

В области исследований по корпоративному управлению преобладают количественные методы, что уже неоднократно упоминалось в связи с исследованиями взаимосвязи между структурой Совета директоров и финансовой эффективностью корпорации. Однако пока количественный подход не удалось использовать в исследованиях о принятии решений Советом директоров. Вместо этого мы опираемся на качественные исследовательские методы, что, по мнению многих ученых, работающих в этой области, не является в достаточной мере научным подходом, а потому и не может быть принято научным сообществом.

Наконец, надо отметить, что традиции все-таки преобладают. Самыми разнообразными способами регулирующие органы, торговые ассоциации, фондовые биржи, инвестиционные банки, сами директора и многочисленные корпорации сопротивляются любым изменениям и принятию новых концепций. Их деятельность основывается на традициях и правовых нормах, которые подчас насчитывают больше двух столетий истории. При таких обстоятельствах очень трудно реализовать изменения.

Тем не менее доводы в пользу перемен чрезвычайно сильны. Практика и теория

показывают, что структура Советов директоров оказывает крайне ограниченное влияние (если оно вообще существует) на финансовую эффективность корпораций. Должно существовать другое объяснение того, почему одни корпорации успешны, а другие — нет; почему некоторые компании приносят высокие доходы своим акционерам, тогда как другие, в той же самой отрасли, — не делают этого. Гипотеза о том, что «процессы в Совете ди-

ректоров определяют различия», все еще нуждается в доказательстве, тем не менее совершенно очевидно, что ее тестирование или видоизменение станет основным направлением развития корпоративного управления в XXI в. Появление концепции «эффективного Совета» и ее реализация на практике твердо позиционируют «процесс», а не «структуру» как центральный вопрос в области корпоративного управления.

## ЛИТЕРАТУРА

- Amoako-Adu B, Smith B. F. 1995. Outside financial directors and corporate governance. In: Daniels R. J., Mork R. (eds.). *Corporate Decision Making in Canada*. University of Calgary Press: Calgary; 401–420.
- Bhagat S., Black B. 2002. The non-correlation between board independence and long term board performance. *Journal of Corporation Law* 27 (2): 231–273.
- Berle A., Means G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. MacMillan: N. Y.
- Bruck C. 1988. *The Predators Ball*. Simon and Schuster: N. Y.
- Burrough B., Helyar J. 1990. *Barbarians at the Gate: The Fall of RJR Nabisco*. Harper and Row: N. Y.
- Cadbury, Sir Adrian. [1933] 1993. Highlights of the proposals of the Committee on financial aspects of corporate governance. In: Prentice D. D., Holland P. R. J. (eds.). *Contemporary Issues in Corporate Governance*. Clarendon Press: Oxford.
- Comey J. B. 2004. *Lessons Learned from Recent Corporate Debacles*. Paper Presented at the 2004 Annual Corporate Governance Conference of the National Association of Corporate Directors, Washington, D. C., October 18, 2004.
- Creswell J. W. 1994. *Research Design: Qualitative and Quantitative Approaches*. SAGE Publications: Thousand Oaks, CA.
- Dalton C., Dalton D. 2005. Boards of directors: Utilising empirical evidence in developing practical prescriptions. *British Journal of Management* 16 (Supplement 1): 91–97.
- Deutsch Y. 2005. The impact of board composition on firms' critical decisions: A meta-analytical review. *Journal of Management* 31 (3): 424–444.
- Drucker P. 1976. *The Unseen Revolution: How Pension Fund Socialism Came to America*. Harpers and Row: N. Y.
- Eichenwald K. 2005. *Conspiracy of Fools*. Broadway Books: N. Y.
- Ferris S. P., Jagannathan M., Pritchard A. C. 2005. Too busy to mind the business? Monitoring by directors with multiple board appointments. *Journal of Finance* 58 (3): 1087–1111.
- Finkelstein S., Mooney A. C. 2003. Not the usual suspects: How to use board process to make boards better. *Academy of Management Executive* 17 (2): 101–113.
- Fleischer A. J. Jr., Haz G. G., Kippler M. Z. 1985. *Board Games: The Changing Shape of Corporate Power*. Little Brown and Company: Boston, MA.
- Friedman M. 1970. The social responsibility of business is to increase its profits. *The New York Times Magazine* (13 September).
- Gillies J. 1992. *Boardroom Renaissance: Power, Morality and Performance in the*

- Modern Corporation*. McGraw-Hill Ryerson: Toronto.
- Harris I. C., Shimizu K. 2004. Too busy to serve? An examination of the influence of over boarded directors. *Journal of Management Studies* 41 (5): 775–798.
- Jensen M. C. 1979. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* 67 (5): 61–74.
- Jensen M. C. 1986. The agency costs of free cash flow, corporate finance and takeovers. *American Economic Review* 76 (2): 323–329.
- Lampert H. 1983. *Til Death do us Part: Bendix vs. Martin Marietta*. Harcourt Brace Jovanovich, Inc.: N. Y.
- Lawler E., Finegold D. L. 2005. The changing face of corporate boards. *MIT Sloan Management Review* 46 (2): 67–70.
- Leblanc R. 2003. *Boards of Directors: An Inside View*. Faculty of Graduate Studies, York University: Toronto.
- Leblanc R., Gillies J. 2005. *Inside the Boardroom: How Boards Really Work and the Coming Revolution in Corporate Governance*. Wiley: Toronto.
- Leighton D., Thain D. 1997. *Making Boards Work: What Directors Must Do to Make Canadian Boards Effective*. McGraw-Hill Ryerson: Toronto.
- Lorsch J. W., MacIver E. 1989. *Pawns or Potentates: The Reality of America's Corporate Boards*. Harvard Business School Press: Boston, MA.
- Robbins L. [1932] 1984. *An Essay on The Nature and Significance of Economic Science*. 3rd ed. New York University Press: N. Y.
- Romano R. 2005. The Sarbanes-Oxley Act and the making of quack corporate governance. *The Yale Law Journal* 114 (7): 1521–1611.
- Taylor J. 1987. *Storming the Magic Kingdom*. Knopf: N. Y.
- The Report of the National Commission on Fraudulent Accounting Reportings*. 1987. The Committee of Sponsoring Organizations. Washington, D. C.
- Westphal J. D. 2002. Second thoughts on board performance: Why do so many demand board independence when it does so little good. *The Corporate Board* 23 (136): 6–10.
- Where were the Directors: Guidelines for Improved Corporate Governance in Canada*. 1994. The Toronto Stock Exchange Committee on Corporate Governance in Canada: Toronto.

Статья поступила в редакцию  
13 декабря 2005 г.