

## НОВЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

# ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ПУТИ ИХ РЕШЕНИЯ В КОРПОРАТИВНОМ ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВЕ

**А. Е. ШАСТИТКО**

*Фонд «Бюро экономического анализа»*

В статье представлены взаимосвязи между различными аспектами корпоративного управления, рассмотренные сквозь призму инструментария новой институциональной экономической теории. Обозначены ключевые характеристики и проблемы корпоративного управления в России с учетом особенностей выбранного режима осуществления трансформации, в том числе приватизации как ключевого для становления системы корпоративного управления в России элемента институциональных изменений. Очерчено поле возможных изменений в сфере корпоративного законодательства, направленных на повышение эффективности системы корпоративного управления. Раскрыты основные характеристики подхода, на основе которого следует рассматривать предложения по совершенствованию корпоративного законодательства.

Многочисленные теоретические и прикладные исследования показывают, что в долгосрочной перспективе экономическое развитие и экономический рост зависят от качества институтов — как формальных, так и неформальных правил, подкрепляемых механизмами, обеспечивающими их соблюдение. Понимание значения институтов в той или иной форме декларировалось в России с самого начала процесса преобразований в 90-е гг. прошлого

века. Вместе с тем недооценка их роли в обеспечении устойчивости экономического роста и экономического развития<sup>1</sup> на практике обернулась затяжным трансформационным спадом и недоиспользованием существенных резервов развития в сравнительно благоприятном последнем пятилетии.

Невысокое качество институтов в России проявляется во множестве форм, которые касаются как проблем защиты и

<sup>1</sup> В определенной мере несоответствие между декларациями и действиями, а также последовавшими за ними результатами было обусловлено временными и интеллектуальными ограничениями в возможностях создания такого рода институтов. В частности, в то время не было отчетливого представления о механизмах институциональных изменений, перспективах и алгоритме институционального проектирования (включая такой инструмент, как оценки регулирующего воздействия), ограничениях на импорт институтов и других важных компонентов интеллектуального обеспечения реформ.

развития конкуренции, так и проблем обеспечения эффективности государственного управления. В числе сфер, содержащих значительные резервы повышения качества институтов, следует выделить и сферу корпоративных отношений (отношений корпоративного управления).<sup>2</sup> Проблемы корпоративного управления в России попали в поле зрения исследователей практически одновременно с началом приватизации, формированием корпоративного сектора. В течение более полутора десятков лет данная тема активно разрабатывается многими российскими и зарубежными исследователями.

Актуальность проблемы поиска эффективной модели корпоративного управления стала еще более значительной после волны корпоративных скандалов в развитых странах, особенно в США (Enron, Worldcom, Computer Associates, Dynegy, Qwest, Lucent Technologies и т. д.), а также в связи с механизмами, которые использовались для перераспределения прав контроля над корпорациями в России, корпоративных конфликтов, недобросовестных корпоративных захватов. В свя-

<sup>2</sup> Работа базируется на идее, сформулированной во многих исследованиях, в которых используется понятийный аппарат новой институциональной экономической теории: институты как правила и механизмы, обеспечивающие их соблюдение, имеют значение с точки зрения эффективного использования ресурсов и устойчивости экономического развития (см.: [North, 1991; Норт, 1997; Шализи, 2003] и многие другие). Объясняя данный тезис, можно отметить следующее. Институты определяют характеристики прав собственности — как абсолютных (т. е. распространяющихся на неопределенный круг лиц), так и относительных (т. е. распространяющихся на участников контрактов, содержащих обещания). Данные характеристики включают такие важные компоненты, как степень защищенности (исключительности) права (в том числе с точки зрения устранения негативных последствий асимметричного распределения информации), бессрочность права (временной аспект), а также механизмы, связанные с возможностями передачи прав другим лицам.

зи с упомянутыми выше корпоративными скандалами в ведущей экономике мира для России возникает дополнительная сложность использования в качестве точки отсчета какой бы то ни было внешней модели корпоративного управления. Иными словами, в данной сфере использование в качестве образца или ориентира сложившейся в другой стране практики не может рассматриваться как привлекательная и жизнеспособная стратегия для формулирования и решения практических вопросов в сфере реформирования отношений корпоративного управления.<sup>3</sup>

По вопросам корпоративного управления проведено весьма значительное число эмпирических исследований, в рамках которых были выявлены факторы, влияющие на формирование модели корпоративного управления в России, а также последствий ее функционирования и развития.<sup>4</sup> В данной статье мы не претендуем ни на создание новой объясняющей модели, ни на формулирование и тем более проверку собственных гипотез относительно закономерностей формирования отношений корпоративного управления в России.

<sup>3</sup> Так, знаменитый акт Сарбейнса–Оксли, принятый вскоре после разразившихся крупных корпоративных скандалов, вызвал неоднозначную реакцию в плане оценок его результатов (см., напр.: [Pollock, 2005]) — в первую очередь прямых и косвенных издержек, связанных с выполнением требований данного акта.

<sup>4</sup> Отметим работы таких исследователей, как С. Авдашева, С. Аукуционек, Л. Григорьев, С. Гурьев, Т. Долгопятова, Е. Журавская, Р. Капелюшников, Б. Кузнецов, П. Кузнецов, А. Муравьев, А. Радыгин, Ю. Симачев, К. Сонин, Р. Энгов, А. Яковлев и др. Среди исследовательских центров, активно занимавшихся проблематикой корпоративного управления, следует выделить Государственный университет – Высшую школу экономики, Институт экономических проблем переходного периода, Межведомственный аналитический центр, Центр экономических и финансовых разработок, Центр по изучению переходной экономики ИМЭМО РАН «Российский экономический барометр».

Цель предлагаемой вниманию читателей работы состоит в том, чтобы на основе представления взаимосвязей между различными аспектами корпоративного управления с учетом уже имеющихся результатов исследований обозначить ключевые характеристики и проблемы корпоративного управления в России, а также очертить без чрезмерной детализации поле возможных изменений в сфере корпоративного законодательства, направленных на повышение эффективности системы корпоративного управления.

Данная статья состоит из трех разделов. В первом разделе раскрывается суть проблем корпоративного управления сквозь призму инструментария новой институциональной экономической теории и обозначается сопряженность с другими аспектами экономической организации.<sup>5</sup> Во втором — рассматриваются специфические проблемы корпоративного управления, возникающие в переходной экономике (с учетом особенностей выбранного режима осуществления трансформации в России, в том числе приватизации как ключевого для становления системы корпоративного управления в России элемента институциональных изменений). В третьем разделе дано описание направлений модернизации отношений корпоративного управления с учетом того, что исчерпывающий перечень изменений в корпоративном законодательстве составить практически невозможно. В заключение включены общая характеристика сложившейся базовой модели корпоративного управления в России на рубеже веков, а также формулировка подходов, на основе которых следует рассматривать не только сформулированные в третьем разделе предложения по совершенствованию корпоративного законодательства, но и вновь появляющиеся в ходе публичных обсуждений данной проблематики.

<sup>5</sup> Такую постановку вопроса можно, в частности, найти в [Williamson, 1996; Bolton, Scharfstein, 1998].

## 1. КОМПЛЕКС ПРОБЛЕМ, СВЯЗАННЫХ С КОРПОРАТИВНЫМ УПРАВЛЕНИЕМ КАК ОСОБЫМ ТИПОМ ОТНОШЕНИЙ

Как это ни парадоксально, но понятие корпоративного управления не имеет общепризнанного определения.<sup>6</sup> Правда, из этого не следует, что в экономической теории нет понимания того, что составляет основу отношений корпоративного управления. Как правило, проблемы корпоративного управления в явной форме или имплицитно связывают с обособлением прав собственности от прав управления (контроля) в условиях распыленности между множеством акционеров титулов прав собственности [Berle, Means, 1932; Григорьев, 2003; Долгопятова, 2002; 2003; Лазарева, 2004; Радыгин, Энтов, 2003; Радыгин, Энтов, Межераупс, 2003; Хаши, 2004; Шаститко, 1996], что является основополагающей характеристикой акционерных обществ (корпораций), в которых применяется принцип ограниченной ответственности и обеспечивается возможность свободной продажи (покупки) титулов прав собственности.<sup>7</sup> Вместе с тем анализ различных подходов к определению предметной области приводит к выводу о том, что корпоративное управление — это совокупность отношений между отдельными людьми или группами людей, основанных на обособлении

<sup>6</sup> Об этом свидетельствует перечисление разных моделей корпоративного управления в представленном на сайте Минэкономразвития России проекте Концепции развития корпоративного законодательства, а также различные варианты определения данного понятия, содержащиеся в энциклопедии по корпоративному управлению (см.: [What is corporate governance?]) и других источниках.

<sup>7</sup> Строго говоря, факт распыленности прав собственности среди множества акционеров характерен для «аутсайдерской» модели корпоративного управления [Третьяков, 2004], которая в наиболее отчетливой форме позволяет обозначить особенности данной формы экономической организации.

прав собственности от прав управления (прав контроля).<sup>8</sup>

Для более точного понимания сути проблемы корпоративного управления следует исходить из того, что «пучок правомочий собственности на компанию», включая так называемые конечные права<sup>9</sup>, оказывается распределенным между отдельными участниками отношений. Такого рода разделение обусловлено сравнительными преимуществами специализации на использовании пучков правомочий различными группами лиц: менеджерами (администрацией, должностными лицами компании) — с одной стороны, и владельцами (акционерами) — с другой. В то же время такого рода специализация сопряжена с целым рядом рисков, нивелирование которых является важнейшим фактором обеспечения эффективности системы корпоративного управления.

<sup>8</sup> Оговорка о том, что отношения корпоративного управления не сводятся к паре «акционеры — менеджеры», особенно актуальна для России, где собственность не только высококонцентрирована, о чем свидетельствуют многочисленные эмпирические исследования за весь рассматриваемый период, но и зачастую крупные акционеры непосредственно участвуют в процессе управления, что создает основание для смещения акцента в сторону отношений «мажоритарии — миноритарии». Вместе с тем следует учитывать, что в правовых системах развитых стран по-разному определяется сфера отношений корпоративного управления, что находит выражение в подходах к решению вопроса о составе Советов директоров (или наблюдательных советов). В этом плане США и Великобритания в наибольшей степени соответствуют модели, основанной на узком определении корпоративного управления в терминах отношений, тогда как Германия — максимально широкому [Becht, Bolton, Roell, 2002, p. 17].

<sup>9</sup> Конечными называются права на принятие решения тем или иным субъектом, которые совершаются за пределами условий заключенных договоров. По этой причине конечные права — это один из важнейших коррелятов неполных контрактов в новой экономической теории прав собственности.

Основополагающее определение корпоративного управления указывает на ключевое отношение, участниками которого являются, с одной стороны, акционеры компании, а с другой — ее менеджеры. Однако в сферу корпоративного управления включают и другие классы отношений. В их числе — отношения между миноритарными и мажоритарными (доминирующими) акционерами, а также взаимоотношения компании с группами других заинтересованных лиц (трудовыми коллективами, кредиторами, потребителями и поставщиками, органами государственной власти и др.), которые регламентируются нормами иных отраслей права. В частности, ряд авторов рассматривают корпоративное управление как управление поведением исполнителя (высшего должностного лица компании), принципалами (поручателями) которого являются акционеры, кредиторы, поставщики, клиенты, работники, а также другие стороны, вступающие в деловые отношения с высшим должностным лицом, выступающим от имени корпорации [Becht, Bolton, Roell, 2002, p. 14].

В предлагаемой статье основное внимание будет уделено первым двум группам отношений, за исключением случаев, когда права контроля передаются, или могут быть переданы, или де-факто передаются одной из групп заинтересованных лиц (в данном случае — кредиторам). Эта оговорка имеет принципиальное значение в контексте сопряженности проблем корпоративного управления и корпоративных финансов. Права контроля в ситуациях, когда финансовое положение компании благополучно, концентрируются у администрации, в то время как в случае возникновения ситуации банкротства появляется основание для перераспределения прав контроля в пользу кредиторов.<sup>10</sup>

<sup>10</sup> В этой связи нельзя не отметить следующее: использование института банкротства как инструмента перераспределения прав контроля

Завершая изложение вопроса о подходах к разработке рабочего определения понятия корпоративного управления и соответствующих ему отношений, важно подчеркнуть, что его решение имеет не только теоретическое, но и большое прикладное значение. В частности, в практике разрешения споров с участием акционеров и должностных лиц акционерного общества (в первую очередь единоличного исполнительного органа — генерального директора) возникает проблема подведомственности: должен ли тот или иной случай рассматриваться судом общей юрисдикции или все же арбитражным судом? В соответствии с действующими нормами процессуального права все корпоративные споры рассматриваются арбитражным судом, а все трудовые споры — судом общей юрисдикции. Но всегда ли спор, в котором участвует должностное лицо акционерного общества в качестве истца или ответчика, может и должен рассматриваться как трудовой, и наоборот?

Далее мы проанализируем риски, с которыми связано использование схемы с разделением пучка правомочий. Кроме того, будут обозначены возможные направления компенсации (нивелирования) данных рисков, которые, в свою очередь, порождают риски второго, третьего и т. д. порядков, что дает основание говорить о необходимости комплексного, последовательного решения вопросов повышения качества корпоративного управления.

1. Менеджмент обладает преимуществами в информированности о существующих возможностях использования ресурсов

---

показывает, что данный тип отношений имеет самое непосредственное отношение к проблематике корпоративного управления, поскольку влияет на стимулы как администрации, так и акционеров обществ-должников. В то же время здесь, как и во многих других случаях, существует проблема злоупотребления правом, которая проявляется в использовании банкротства в качестве инструмента осуществления недобросовестных корпоративных захватов. К данному вопросу мы вернемся во втором разделе статьи.

компании, на базе которых могут быть приняты решения относительно способов и направлений использования этих ресурсов в собственных интересах и в ущерб интересам акционеров.<sup>11</sup> Именно с этим обстоятельством связаны такие проблемные сферы корпоративного управления, как раскрытие информации, конфликт интересов (сделки с заинтересованностью), обеспечение ответственности менеджеров за принимаемые решения и т. д.

В самом простом виде проблема корпоративного управления сводится к созданию механизмов, которые призваны обеспечивать соблюдение интересов акционеров в ситуации, когда значимая для принятия решений (как текущих, так и стратегических) информация распределена асимметрично в пользу преследующих собственные интересы менеджеров при условии сохранения возможностей принятия ими решений об использовании активов компании. В то же время предполагается, что менеджеры обладают сравнительными преимуществами в принятии профессиональных решений. Базовая модель взаимоотношений между менеджерами как исполнителями (агентами) и собственниками как принципалами (поручателями) представлена в [Дженсен, Меклинг, 2004]. Если акционеры заинтересованы в максимизации стоимости фирмы (соответственно, стоимости тех долей, которыми каждый из них обладает), то управляющие, помимо стоимости

---

<sup>11</sup> Данная проблема соответствует детально изученному в экономической теории феномену асимметрии информации и связанной с ней проблемой оппортунистического поведения, которое проявляется в сокрытии действий и манипулировании информацией в ущерб неинформированной стороне. Суть этого явления сводится к следующему: благосостояние принципала (неинформированная сторона, в данном случае — акционеры) зависит от действий агента (информированной стороны, в данном случае — менеджмента). Однако эта зависимость далеко не всегда учитывается менеджментом, действующим в собственных интересах.

компаний, заинтересованы в максимизации своей полезности, в качестве аргумента которой выступают частные выгоды, в том числе в неденежной форме. Данные выгоды негативно связаны (корреляционно) с величиной стоимости фирмы. Более точно их можно было бы назвать частными выигрышами, оценка которых может быть выражена в денежном эквиваленте. Их формы разнообразны, начиная от использования функционально избыточных офисов, найма на работу родственников и друзей, распоряжения средствами компании в интересах аффилированных структур [Tirole, 2001, p. 8] и заканчивая такими формами недобросовестного поведения, как вывод активов из компании, заключение «обескровливающих» контрактов с поставщиками или потребителями, подконтрольными менеджеру, инвестиции в неприбыльные проекты [Чиркова, 1999, с. 35; Black, Kraakman, Tarassova, 2000].

В связи с обозначенной выше проблемой важно отметить, что права собственности и права управления (контроля), строго говоря, могут быть обособлены в разной степени, что предполагает различные информационные требования к организации работы той или иной компании. Отсюда — необходимость корректировки набора разрешенных организационно-правовых форм, более четкого определения статуса публичной компании, механизмов изменения статуса компании, а также спецификации ответственности директоров и менеджеров, урегулирования комплекса вопросов, связанных с крупными сделками и сделками с заинтересованностью.

2. Создание действенной системы стимулирования и контроля менеджмента со стороны акционеров является важным условием настройки стимулов менеджмента компании, но в то же время оно сопряжено с издержками, которые должны быть распределены между акционерами. В случае сильного распыления прав собственности, которое предполагается в соответствии с одной из моделей построения сис-

темы корпоративного управления, у каждого из акционеров возникает стремление извлечь выгоды от действенного контроля за менеджментом без участия в издержках обеспечения такого рода контроля.<sup>12</sup>

Один из вариантов решения проблемы коллективного действия — концентрация прав собственности, точнее, появление мажоритариев, которые, с одной стороны, несут основное бремя издержек по контролю за менеджментом, а с другой стороны, аккумулируют основную часть выгод, возникающих в результате такого контроля. Однако само по себе наличие мажоритария может оказаться недостаточным для решения проблемы коллективного действия, создавая при этом дополнительные проблемы.

Другие варианты связаны с функционированием набора сопряженных рынков и существованием инфраструктурных институтов корпоративного управления. Для решения проблем, возникающих в связи с формированием систем корпоративного управления, используется два вида механизмов: «внешнего» и «внутреннего» контроля. В числе механизмов «внешнего» контроля можно выделить: 1) фондовый рынок; 2) рынок корпоративного контроля (прежде всего недружественные поглощения, а также банкротства); 3) рынок услуг менеджеров высшего звена. Первый и второй механизмы тесно взаимосвязаны, поскольку переход корпоративного контроля от одной группы к другой может осуществляться посредством покупки соответствующих пакетов акций, которые, в свою очередь, могут быть предложены к продаже акционерами в случае, если управление компанией неэффективно. Отметим, что перечисленные формы «внешнего» контроля обуславливают постановку в контексте проблематики корпоративного управления вопросов, связанных с

<sup>12</sup> Это соответствует известной в экономической теории «проблеме безбилетника», являющейся ключевой в теории коллективных действий.

развитием рынка ценных бумаг (в первую очередь корпоративных ценных бумаг), а также с разграничением юрисдикций корпоративных споров и трудовых споров с участием должностных лиц компаний (в первую очередь единоличного управляющего органа).

К «внутренним» методам контроля относятся: аудит, с помощью которого оцениваются результаты принимаемых в компании решений; привлечение неисполнительных директоров; оценка соответствия стандартам практики корпоративного управления в рамках механизма саморегулирования или сорегулирования; система санкций за недобросовестность и небрежность в выполнении своих функций как должностных лиц компании.<sup>13</sup>

3. Существование разнородных групп акционеров порождает новый тип проблем, связанных с распределительными конфликтами. С одной стороны, это вымогательство, основанное на асимметричном распределении выгод от функционирования компании (гринмейл). В числе форм гринмейла выделяют: 1) блокирование принятия решений; 2) постоянные требования о предоставлении информации, которую в соответствии с существующим законодательством акционерное общество обязано предоставлять акционерам; 3) обращение с исками в суд в отношении акционерного общества или крупного акционера [Жоков, Шаститко, 2004, с. 66–71]. С другой стороны, это создание дискриминирующих условий для миноритарных акционеров вплоть до их вытеснения. Надо отметить, что вопросы корпоративного шантажа не являются ни российским изобретением, ни изобретением стран с переходной или развивающейся рыночной экономикой. Данные проблемы существовали и сохраняются до сих пор в развитых странах, различия могут проявляться лишь в их формах. Вместе с тем на одну особенность, о которой далее будет сказано, следует обратить

особое внимание. В условиях высокой концентрации прав собственности инсайдеров (фактически — менеджмента компаний), на что обращают внимание исследователи, миноритариям противостоят не просто владельцы крупных пакетов акций, но и лица, которые одновременно обладают правами оперативного контроля. Это не может не создавать дополнительные сложности для миноритариев, если не сформировать более сложную систему защиты их прав, которая, в свою очередь, способна порождать дополнительные риски применения миноритариями тактики корпоративного шантажа.

Вот почему вопрос о поиске баланса при определении прав мажоритариев (контролирующих акционеров) и миноритариев тоже является одним из приоритетных, что должно находить отражение в урегулировании прав акционеров в случае поглощения, а также вопросов, связанных с дробными акциями. Причем особенности данного баланса, видимо, должны отражать складывающуюся доминирующую систему распределения пучков прав между различными группами участников корпоративных отношений.

4. Взаимоотношения между менеджерами и акционерами, с одной стороны, а также между мажоритариями и миноритариями — с другой, могут оказывать значительное влияние на положение других стейкхолдеров, в числе которых: 1) кредиторы общества (не только финансовые организации, но и контрагенты на рынках); 2) государство; 3) население, проживающее на той территории, где компания осуществляет свою деятельность. Поскольку многие из этих видов отношений регулируются другими видами законодательства (трудовым, экологическим и т. д.), то основное внимание будет уделено вопросам, которые являются наиболее актуальными в современных условиях с точки зрения распределения прав контроля.

В частности, проблемы с так называемыми внешними стейкхолдерами могут проявляться в условиях реорганизации,

<sup>13</sup> См., напр.: [Грачева, 2004].

когда в ситуации риска оказываются кредиторы, которые выступают в качестве «неинформированной» стороны. Отсутствие гарантий кредиторов при осуществлении реорганизации повышает риск, что ведет к увеличению требуемой доходности и, соответственно, ослабляет стимулы потенциальных кредиторов предоставлять компании необходимые ресурсы. Таким образом, обеспечение минимальных гарантий кредиторам — важное условие снижения стоимости ресурсов.

Представленный перечень рисков, а также способов их снижения не является специфичным для той или иной страны или группы стран.

Качество системы корпоративного управления может найти отражение в таких показателях, как устойчивое увеличение капитализации компаний, рост инвестиций, устойчивость экономического роста. Система корпоративного управления, в которой стимулы настроены правильно, при прочих равных условиях оказывает благоприятное воздействие на стоимость фирмы.<sup>14</sup> В контексте обозначения взаи-

<sup>14</sup> Кратко поясним суть данного тезиса. Известно, что в исходном пункте теория корпоративных финансов базировалась на теореме Модильяни-Миллера, упрощенная формулировка которой выглядит следующим образом: стоимость фирмы не зависит от ее финансовой структуры (структуры капитала) [Hart, 2001, p. 1080; Милгром, Робертс, 1999, т. 1, с. 220; Модильяни, Миллер, 2001, с. 44; Чиркова, 1999, с. 31–32]. Иными словами, многообразие финансовых инструментов, которые используются для финансирования деятельности фирмы, не имеет существенного значения для определения ее рыночной стоимости. К данному тезису примыкает другой: стоимость фирмы не зависит от ее дивидендной политики. Однако многочисленные исследования (в том числе Дженсена, Меклинга, Агийона, Болтона, Харта и др.) показали обратное: рыночная стоимость фирмы зависит от ее финансовой структуры, причем данная зависимость раскрывается не только в рамках теории управления поведением исполнителя, но и в экономической теории прав собственности, а также в теории трансакционных издержек.

мосвязей между проблемами корпоративного управления и корпоративных финансов представляет интерес тезис о том, что финансовая структура фирмы имеет значение, так как посредством использования различных финансовых инструментов выстраивается соответствующая им система контроля принимаемых в корпорации решений. Таким образом, множество аспектов корпоративного управления тесно переплетаются с проблемами корпоративных финансов. Однако в связи с этим следует учитывать, что один и тот же по форме финансовый инструмент на самом деле может означать разный режим контроля в зависимости от прав, которыми обладает его собственник де-факто, а также от механизма, обеспечивающего соблюдение этих прав (в том числе очередность удовлетворения прав требования в случае банкротства компании, ее реорганизации).

Эффективная система корпоративного управления в условиях институциональной среды, обеспечивающей надежные гарантии прав собственности (включая их спецификацию, защиту законных владельцев, а также восстановление нарушенных прав при их передаче) и условия для добросовестной конкуренции, позволяет генерировать нововведения, что существенно для обеспечения устойчивости экономического роста во время второй экономической революции.<sup>15</sup> Такая система корпоративного управления обеспечивает баланс жесткости требований к менеджерам со стороны других стейкхолдеров при сохранении достаточной степени гибкости в принятии решений<sup>16</sup> для инициирования и продолжения прибыльных проектов, предполагающих значи-

<sup>15</sup> Вторая экономическая революция — радикальное изменение ресурсообеспеченности населения, основанное на эластичном предложении новых знаний, использовании капиталоемких технологий и соответствующих им форм экономической организации [North, 1981].

<sup>16</sup> Данный тезис сформулирован в [Tirole, 2001, p. 19; Becht, Bolton, Roell, 2002, p. 6].



тельный уровень риска, а также возможности неудачи некоторых проектов и их своевременного прекращения.

В то же время эффективная система корпоративного управления (с точки зрения генерирования нововведений) вряд ли возможна без устойчивой защиты прав собственности, обеспечения достаточного уровня открытости, конкуренции и глубины финансовой инфраструктуры экономики [Зингалес, Раджан, 2003]. В [Burki, Reggu, 1998] отмечено, что существует прямая взаимосвязь между степенью защищенности прав инвесторов (акционеров) и масштабами развития рынка капитала (фондового рынка). Одновременно враждебные поглощения с использованием фондового рынка являются важнейшим средством дисциплинирования менеджеров компаний. Данный тезис основан на предположении, что компании-рейдеры не будут переплачивать за акции, если после получения контроля прибыльность операций фирмы с учетом дисконтирования не компенсирует вложенные средства. Это означает, что при прочих равных условиях компания-рейдер может провести такую реструктуризацию, которая повысит эффективность фирмы.<sup>17</sup>

## 2. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В КОНТЕКСТЕ ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ТРАНСФОРМАЦИИ

Исследователи проблем экономической трансформации в новейшей истории, в том числе основополагающих изменений в

<sup>17</sup> Следует учитывать, что указанный тезис имеет силу при условии соблюдения достаточно сильных предпосылок, таких как: 1) информированность рейдеров о существующих возможностях реструктуризации; 2) способность решения кадровых вопросов; 3) обладание доступом к финансовым ресурсам. В связи с третьим условием нельзя не отметить такое изобретение 80-х гг. прошлого века, как бросовые облигации.

экономическом строе России, имеют хорошее основание продолжать споры о том, что было возможно в нашей стране в начале 90-х гг. прошлого века при осуществлении либерализации, макроэкономической стабилизации и приватизации и что из возможного по тем или иным причинам не было реализовано. В большинстве работ, на которые сделаны ссылки в данном разделе, вопрос о соотношении возможного и реализованного в сфере приватизации так или иначе обсуждается. Обращение к не столь давней истории связано с тем, что многие характеристики системы корпоративного управления обусловлены особенностями процесса трансформации, становления новых институтов. Вместе с тем важно специально отметить, что многие проблемы корпоративного управления так же, как и возможные пути их решения, рассматриваются в ходе дальнейшего изложения *не столько в связи с выбранным способом приватизации, сколько в связи с проблемами, относящимися к институтам современной экономики в сфере корпоративных отношений. В ходе активной фазы трансформации эти проблемы не только не удалось решить, многие из них возникли именно в тот период.*

Складывающиеся контуры системы корпоративного управления в российской экономике значительно отличаются от «классических» представлений о наборе ключевых вопросов корпоративного управления (хотя это не означает, что данные черты уникальны при межстрановых сопоставлениях). В частности, в [Радыгин, Энтов, 2003, с. 445; Black, Kraakman, Tarassova, 2000] указаны следующие характеристики системы корпоративного управления:

- *перманентное перераспределение титулов собственности в корпорациях с нарушением прав собственности в том числе посредством манипулирования реестрами акционеров, проведения параллельных собраний, манипулирования такими инструментами*

- корпоративного контроля, как Совет директоров и ревизионная комиссия;
- *слабость или «дисфункциональность»* таких «внешних» механизмов корпоративного управления, как рынок ценных бумаг, банкротства, рынок корпоративного контроля;
  - *ориентация стимулов менеджеров и крупных акционеров на контроль финансовых активов и «вывод» активов* (что особенно широко было распространено в 1990-е гг.);
  - *значительная роль государства* (в том числе региональных властей) в корпоративном управлении;
  - *выборочность и неэффективность защиты прав акционеров государством.*

В значительной мере такие характеристики отношений корпоративного управления связаны с нерешенностью базовых вопросов формирования институтов рыночной экономики. Становление новой модели корпоративного управления (с соответствующей спецификой) в странах с переходной экономикой было сопряжено прежде всего с приватизацией государственных предприятий. Способ приватизации оказал существенное влияние на формирование корпоративного управления (эффект зависимости от траектории предшествующего развития) [Андрефф, 2003, с. 130; Григорьев, 2003]. Вот почему для понимания особенностей модели корпоративного управления важно понимание процесса приватизации, который в основном пришелся на период 1992–1995 гг. Истории приватизации и влиянию ее особенностей на формирование корпоративного управления в России посвящено, в частности, исследование Блэка, Краакмана и Тарасовой [Black, Kraakman, Tarassova, 2000]. В целом поддерживая направленность оценок и аргументацию авторов, которая сводится к тому, что далеко не все возможности более успешной по результатам приватизации были использованы, следует обратить внимание на некоторые открытые вопросы, связанные с нереализованными

возможностями, а также на объяснение особенностей отношений корпоративного управления.

В теоретическом обосновании выбора в пользу массовой и быстрой приватизации, которая была проведена в России, по сути, содержалось три тезиса:

1. Необходимо использовать «окно возможностей» для того, чтобы процесс реформ был необратимым. Данной идее хорошо соответствует примененная схема приватизации, которая предполагала изначальную распыленность прав собственности де-юре (ваучеризация). Теоретически это означало, что практически каждый гражданин становится участником приватизации, что должно было обеспечить политическую поддержку реформам. Другой аспект аргумента за «ваучеризацию» — ограничение возможностей менеджеров по выводу активов с предприятий [Nellis, 2001]. Однако результаты оказались совершенно иными.

2. Слабое государство не располагало эффективными рычагами воздействия на менеджеров государственных предприятий. Вот почему необходимо было применить тактику подкупа, в соответствии с которой менеджеры должны были получить доступ к дешевым акциям. Тем самым, как предполагалось, можно было получить поддержку руководителей государственных предприятий. Не случайно изначально в руках менеджеров и работников предприятий концентрировалось 60–65% акций. Дальнейшее развитие событий показало, что акции постепенно концентрировались у менеджмента предприятий [Black, Kraakman, Tarassova, 2000, p. 1740].

3. Даже если изначально предприятия попадут к неэффективному собственнику, затем посредством перераспределения прав они в конечном счете окажутся у собственника наиболее эффективного. По умолчанию предполагалось, что с приватизацией должна достаточно быстро возникнуть инфраструктура, обеспечивающая переход прав собственности от не-

эффективных собственников к эффективным. Иными словами, по умолчанию делалось допущение: результирующая эффективность корпоративного управления не зависит от первоначальной спецификации прав собственности, что в точности соответствует ядру «теоремы Коуза»<sup>18</sup> с одним только дополнением — предпосылкой о нулевых трансакционных издержках. Отметим также, что в «теореме Коуза» фактически предполагается четкая специфицированность изначальных прав собственности как условие последующего добровольного обмена. Однако практика приватизации и в данном аспекте также обнаружила существенные отклонения от представленной простой схемы. Фактически, как указывают многие исследователи, собственники предприятий действовали в отношении самих себя парадоксально, а именно «оппортунистически», выводя активы и тем самым предпочитая стратегию разворовывания предприятия стратегии создания стоимости, объяснение чему дано в [Black, Kraakman, Tarassova, 2000, p. 1736].

Традиционно используется еще один тезис в пользу приватизации: частные предприятия по определению более эффективны, чем государственные, ввиду более сильных стимулов к эффективному использованию ресурсов, которыми обладают их собственники. По мнению Дж. Стиглица, данный тезис вполне соответствует идее о том, что приватизация монополистов позволит извлечь большие средства для решения проблемы бюджетного дефицита и стабилизации макроэкономической ситуации [Стиглиц, 2003, с. 78]. Однако это фактически означает использование допущения, согласно которому конкуренция не имеет существен-

<sup>18</sup> Напомним, что краткая формулировка «теоремы Коуза» звучит следующим образом: если трансакционные издержки равны нулю, то эффективность окончательного размещения ресурсов не зависит от первоначальной спецификации прав собственности (более подробно см.: [Коуз, 1993; Шаститко, 2002а; 2002б]).

ного значения для обеспечения результативности реформ, что не получило подтверждения последствиями проводившейся впоследствии политики.

Кроме того, есть еще одна сторона рассматриваемого вопроса. Наряду с приватизацией, могла быть проведена стратегия корпоратизации (а точнее — коммерциализации): создание системы жестких бюджетных ограничений для государственных предприятий.<sup>19</sup> Последнее фактически предполагает изменение механизмов управления трансакциями. Возникает парадоксальная ситуация: для формирования эффективного механизма внутрифирменного управления необходимо повышение эффективности механизмов государственного управления, которые отвечают в том числе и за обеспечение соблюдения прав не только государственной, но и частной собственности де-юре.

Вопрос о качестве государственного управления в данном контексте актуален, как минимум, по двум основаниям:

1. Критики сложившейся практики приватизации утверждают, что вполне возможным было проведение альтернативной политики, включающей приватизацию на определенных государством условиях (прибыльность предприятия), постепенность приватизации (в том числе схему аренды предприятия) и т. п. [Black, Kraakman, Tarassova, 2000].

2. Совершенствование отношений корпоративного управления, в том числе посредством изменений в законодательстве,

<sup>19</sup> Ссылаясь на исследования [Vickers, Yarrow, 1988; 1991], Дж. Стиглиц отмечал, что в Польше удалось предотвратить массовое обдирание активов предприятий посредством не массовой приватизации, а корпоратизации [Стиглиц, 2003, с. 297]. Вместе с тем в течение длительного периода сначала на советских, а затем и на российских государственных предприятиях фактически права собственности директоров расширялись, что, однако, не сопровождалось соответствующим ужесточением бюджетных ограничений. Данное явление институционализировалось в том числе в праве хозяйственного ведения.

осуществимо в том случае, если в качестве ограничения будет учтено современное состояние государственного управления с точки зрения как уровня квалификации, так и мотивированности и скоординированности действий работников государственного аппарата, от которых зависит обеспечение действенности рамок, в которых указанные отношения развиваются.

В связи с первым основанием важно отметить, что один из самых спорных пунктов аргументации об альтернативной траектории приватизации, которая могла бы существенным образом изменить картину корпоративного управления в настоящем, — состояние системы госуправления в России начала 1990-х гг. Судя по доводам упомянутых выше авторов, они не согласны с тем, что предложения о создании сдерживающих механизмов совершения сделок контролирующими менеджерами с компаниями (недопущение или управление конфликтом интересов), установлении очередности в приватизации предприятий на основе критерия прибыльности, дозированной доступности иностранных инвесторов на госпредприятия, создании более благоприятного делового климата не соответствовали возможностям существовавшей в те годы системы госуправления. К сожалению, в настоящее время отсутствуют позитивные исследования, позволяющие проверить обоснованность такого рода предположений.

Итак, особенностью доминирующей модели корпоративного управления в России, сформировавшейся в конце 90-х гг. XX в., стал не только инсайдерский контроль доминирующего собственника, но и сравнительно узкий временной горизонт принятия решений применительно к использованию активов.<sup>20</sup> Общая характери-

<sup>20</sup> Нельзя не отметить, что временной горизонт принятия решений несколько расширился по сравнению со второй половиной 90-х гг. XX в. Причиной тому явилась макроэкономическая, политическая стабильность. Вместе с тем каче-

стика модели корпоративного управления сопряжена с другими важными свойствами, такими как:

1) сравнительно высокий уровень концентрации собственности у одного акционера или узкого круга акционеров (малой группы, для которой не столь существенна «проблема безбилетника» при осуществлении контроля, но в то же время есть возможность диверсифицировать риски личной безопасности);

2) непосредственное участие в управлении доминирующего акционера (акционеров) либо жесткий (текущий) контроль за наемным менеджментом (фактический собственник имеет непосредственный доступ к информации обо всех важных решениях, не являясь вместе с тем де-юре топ-менеджером компании);

3) опора на самофинансирование инвестиционных проектов либо на использование ресурсов контрагентов с установленными долгосрочными партнерскими отношениями (в том числе в рамках интегрированных бизнес-групп) как средство минимизации риска корпоративного захвата;

4) использование подстраховочных схем с выводом активов (в том числе расчеты между российскими компаниями за рубежом с использованием зарубежной банковской системы), многозвенной системой номинальных собственников акций (подставные фирмы в оффшорах);

5) установление и поддержание личных связей с представителями органов го-

ство роста в современной экономике России свидетельствует о том, что практически отсутствуют долгосрочные инвестиционные проекты с серьезным участием предпринимателей (особенно если не принимать во внимание нефтяную отрасль и пищевую промышленность) в качестве не просто стратегического инвестора, но инвестора, вкладывающего средства в обновление или создание основного капитала. Одна из фундаментальных проблем — слабая незащищенность как вещных, так и обязательственных прав в России. Данный вопрос рассмотрен также в [Тамбовцев, Шаститко, Мишина, 2005].

сударственной власти различного уровня (в том числе личное участие в государственном управлении при сохранении контроля над компаниями);

б) недостаточно развитое делегирование полномочий ввиду значительных издержек управления поведением исполнителя как средство компенсации риска экспроприации в условиях неэффективной судебной защиты.

Вместе с тем важно учитывать, что в рамках экономической трансформации возникли такие проблемы в корпоративных отношениях, которые нельзя связывать только с особенностями приватизации. В частности, выбранная стратегия развития рынка ценных бумаг, в соответствии с которой ставка была сделана на бездокументарные ценные бумаги, создала дополнительные сложности с обеспечением защиты от хищений ценных бумаг, соблюдением условий конфиденциальности информации, а также проблему манипуляций с реестрами акционеров в корпоративных конфликтах и корпоративных захватах. Отчасти это касается и проблемы так называемых невостребованных ценных бумаг, хотя основаниями такого рода невостребованности являются в том числе и стимулы широкого круга лиц, получивших на стадии массовой приватизации доступ к титулам прав собственности. Последовавшие за приватизацией консолидация пакетов акций, а затем действия, направленные на вытеснение миноритариев, в том числе посредством перехода на единую акцию, создали проблему дробных акций, которая также требует урегулирования. Вместе с тем они могут быть рассмотрены в более широком контексте гарантий прав собственности. Данные вопросы будут более подробно рассмотрены в первой части следующего раздела.

Поскольку изначально вопрос об аффилированных лицах регламентировался законом «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках», что указывает на достаточно низкое качество институционально-

го проектирования, появлялись многочисленные проблемы с применением соответствующих норм к отношениям корпоративного управления. В связи с этим возникают также вопросы урегулирования конфликта интересов на основе концепции контроля. В современных исследованиях отмечается, что данная проблема настолько не нова, насколько и многогранна. Конфликт интересов может возникать на разных стадиях процесса принятия решений и осуществления контроля. С ним могут столкнуться не только менеджеры высшего звена или члены Совета директоров, но также и аудиторы, аналитики, брокеры, инвестиционные банкиры, регуляторы, адвокаты... [Demski, 2003]. Перспективным направлением создания институциональных рамок для урегулирования конфликта интересов выступает не только установление запрета на те или иные действия, но и требование к раскрытию информации.<sup>21</sup> Более подробно обозначенные вопросы рассмотрены во второй части третьего раздела.

Далее вниманию читателей предлагается описание направлений совершенствования корпоративного законодательства, при этом мы вернемся к описанию ряда проблем в данной сфере.

### **3. ОСНОВНЫЕ ПОДХОДЫ И НАПРАВЛЕНИЯ МОДЕРНИЗАЦИИ КОРПОРАТИВНОГО ЗАКОНОДАТЕЛЬСТВА КАК СРЕДСТВО ПОВЫШЕНИЯ ЭФФЕКТИВНОСТИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Данный раздел преследует цель показать, что направления изменений в системе корпоративных отношений посредством модернизации корпоративного законодательства, с одной стороны, связаны с проблемами

<sup>21</sup> В этом случае представлены две крайние формы урегулирования конфликта интересов [Demski, 2003, p. 52].

выбранного способа построения рыночных институтов (включая процессы приватизации), но вместе с тем имеют и более широкий охват. Вот почему далее будут рассмотрены направления возможных изменений в корпоративном законодательстве, которые непосредственно не связаны с особенностями приватизации 1990-х гг. Более того, некоторые из вероятных изменений основаны на предположении, что временной горизонт принимаемых решений в сфере корпоративного управления действительно расширяется.

Модернизация корпоративного законодательства, направленная на повышение эффективности корпоративного управления, предполагает решение комплекса задач, в числе которых значатся:

- надежная спецификация и защита прав собственности;
- обеспечение баланса интересов мажоритарных и миноритарных акционеров;
- обеспечение баланса интересов акционеров и менеджеров;
- обеспечение баланса интересов акционеров и кредиторов.

Важно отметить, что все блоки задач, за исключением первого, соответствуют отношениям корпоративного управления в зависимости от широты его определения, варианты которого были представлены в первом разделе. Однако первый блок вопросов затрагивает комплекс отношений, охватывающих значительно большее число участников экономических обменов, чем обычно имеют в виду даже при расширительном толковании понятия «корпоративное управление». Дальнейшее изложение представляет лишь ряд возможных направлений модернизации корпоративного законодательства, принципы которой изложены в заключении данной статьи. В связи с этим подчеркнем, что подразделы 3.1–3.4 не содержат исчерпывающего перечня ни возможных изменений корпоративного законодательства, ни тем более — вероятных изменений в отношениях корпоративного управления.

### 3.1. Спецификация и защита прав собственности

Повышенные риски, обусловленные неэффективностью спецификации и защиты прав собственности, связаны с тем, что объект права на рынке ценных бумаг, как правило, не имеет материального субстрата (бездokumentарность ценных бумаг), что предопределяет повышенные требования к надежности системы регистрации и учета прав ввиду достаточно широких возможностей для их хищения. Законный владелец акций, не совершая никаких действий по их отчуждению, лишается своей собственности. Более того, информация об утрате прав собственности может поступать не сразу.<sup>22</sup> В результате у лиц, похитивших ценные бумаги, имеется возможность совершить последовательно ряд сделок, посредством которых похищенные акции смешиваются с акциями, приобретенными законным путем. Ощутимая вероятность хищения ценных бумаг (т. е. такой уровень вероятности, которым не пренебрегают владельцы ценных бумаг и их потенциальные покупатели) приводит к их более чем пропорциональной недооценке законными владельцами.<sup>23</sup>

Кроме того, ввиду бездокументарности ценных бумаг, а также нерешенности вопроса об определении правового статуса реестра владельцев ценных бумаг манипулирование с реестром акционеров может приводить к существенному повышению издержек управления компанией — как прямых, так и косвенных, — негативно влияя на ее капитализацию и результаты функционирования, что, в свою очередь, отрицательно сказывается на величине доходов инвесторов, а также на величине выплачиваемых ими налогов, обеспечении выполнения обязательств

<sup>22</sup> Один из таких примеров представлен в [Списанные акции..., 2006].

<sup>23</sup> Данный момент известен в теории выбора в условиях риска как эффект определенности.

перед работниками данной компании и т. д.

Обеспечение надежности спецификации и защиты прав собственности участников рынка ценных бумаг предполагает решение следующих задач: определение правового статуса реестра акционеров, включая уточнение прав и обязанностей эмитента и регистратора; урегулирование вопроса о распределении ответственности в случае хищений бездокументарных ценных бумаг между регистраторами, эмитентами, их приобретателями (не всегда добросовестными).

В связи с тем, что существует проблема разграничения приобретателей на добросовестных и недобросовестных (ввиду различной ответственности за незаконное владение ценными бумагами), встает задача уточнения особенностей правового положения добросовестного приобретателя безналичных ценных бумаг, включая возможность, условия и порядок «виндикации» таких бумаг в случае списания их помимо воли владельца.

Достаточно важным представляется вопрос об определении статуса «невостребованных» (в том числе выморочных) ценных бумаг, их судьбы при отсутствии (невывявлении) наследников у умершего владельца, а также отсутствии в течение продолжительного времени обратной связи между владельцем ценной бумаги и эмитентом и/или регистратором. С одной стороны, их владельцы не голосуют, а с другой — высока вероятность того, что осуществление крупных сделок и сделок с заинтересованностью может потребовать для минимизации в дальнейшем рисков оспаривания такого рода сделок голосования именно этими акциями.

В целях повышения эффективности российской системы акционерных обществ предлагается реализовать в законодательстве понимание акционерного общества как единой модели, однако с дифференцированными требованиями к свободе обращения акций и к раскрытию информации в зависимости от того, в каком порядке

привлекается акционерный капитал и где обращаются акции. Такое разграничение может существенно облегчить решение вопроса о применении «виндикационной» модели распределения ответственности в случае хищения ценных бумаг (в первую очередь — акций).

Содержащееся в законе «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности» определение аффилированных лиц позволяет допускать ошибки как I рода (включение лиц, в действительности не оказывающих воздействия на принятие решений, в состав аффилированных лиц), так и II рода (невключение лиц, в действительности оказывающих воздействие на принятие решений, в состав аффилированных лиц).

Вот почему для лучшего регулирования института аффилированных лиц, который оказывает влияние на распределение прав собственности де-факто, целесообразно уточнить правовое определение понятия аффилированных лиц, положив в основу определения возможность осуществления контроля со стороны физического или юридического лица над деятельностью другого физического или юридического лица; внедрить в законодательство различные правила регулирования аффилированных лиц в отношении разного круга последних.

Несмотря на то что российская правовая доктрина традиционно исходит из принципа неделимости акций (как и других ценных бумаг), что связано с представлением о ценной бумаге как о документе, удостоверяющем совокупность имущественных прав и способном при переходе от одного владельца к другому обеспечивать переход указанных прав к новому владельцу<sup>24</sup>, при бездокументарной форме существования акций идея «дробной акции» оказывается вполне жизнеспособной.

Наличие неопределенности в отношении объема и порядка реализации прав

<sup>24</sup> Гражданский кодекс Российской Федерации, ст. 142.

по дробным акциям, предоставляемых владельцам таких акций, является основанием для постановки таких задач, как уточнение перечня оснований для возникновения дробных акций при размещении акций; расширение перечня оснований для возникновения дробных акций в процессе обращения акций (в частности, при наследовании и в иных случаях для избежания общей долевой собственности); урегулирование вопросов учета дробных акций в системе ведения реестра и в депозитариях.

### **3.2. Обеспечение баланса интересов мажоритарных и миноритарных акционеров**

Действующий закон «Об акционерных обществах» содержит нормы, предусматривающие дополнительную защиту акционеров (в первую очередь миноритарных), в виде права продавать принадлежащие им ценные бумаги по цене, сложившейся на момент существенного перераспределения прав контроля.<sup>25</sup> Такой подход вполне объясним, особенно если учитывать дополнительные преимущества, которыми располагают крупнейшие акционеры общества по сравнению с миноритариями (прежде всего участие в принятии решений или доступ к информации о принятии решений в рамках повседневной деятельности обще-

<sup>25</sup> «Лицо, которое самостоятельно или совместно со своим аффилированным лицом (лицами) приобрело 30 и более процентов размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров — владельцев обыкновенных акций более 1000 с учетом количества принадлежащих ему акций, в течение 30 дней с даты приобретения обязано предложить акционерам продать ему принадлежащие им обыкновенные акции общества и эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции, по рыночной цене, но не ниже их средневзвешенной цены за шесть месяцев, предшествующих дате приобретения» (Закон «Об акционерных обществах», ст. 80, п. 2).

ства). Вместе с тем данная норма не работает ввиду отсутствия законодательно предписанной процедуры реализации, которая бы предусматривала механизмы защиты всех добросовестных участников сделки.

В то же время доминирующей акционер в соответствии с российским корпоративным законодательством не обладает правом выкупа пакета миноритарных акционеров. Поскольку в рамках определенных корпоративных действий (например, при одобрении сделки с заинтересованностью) решения миноритарных акционеров могут приобрести существенное значение, доминирующий собственник может быть заинтересован в снижении для себя издержек приобретения контроля (вытеснения миноритарных собственников).

В целях обеспечения возможности реализации прав собственности доминирующим собственником в полном объеме может быть создан механизм, позволяющий доминирующим акционерам консолидировать 100%-й пакет акций при наличии «почти полного» (например, не менее 95%) пакета акций.

В свою очередь, обеспечение дополнительных гарантий защищенности прав собственности внешних (главным образом, миноритарных) акционеров может быть осуществлено посредством создания механизма действия нормы о гарантированной продаже миноритарными акционерами пакета акций при переходе контроля; обеспечения справедливой цены предложения миноритарным акционерам в ходе гарантированной продажи; формирования механизма, ограничивающего возможность снижать стоимость компании в период действия обязательного предложения о продаже акций.

В целях недопущения перераспределения титулов собственности в корпорациях с нарушением прав собственности совершенствование системы управления в акционерных обществах может включать в себя такие нововведения, которые



исключали бы или существенно ограничивали возможности проведения «параллельных собраний акционеров», ужесточали ограничения на представительство работников компании в Совете директоров, устанавливали запрет на вхождение в состав ревизионной комиссии для всех без исключения работников органов управления и т. д.

Продемонстрированные направления действий, нацеленных на поиск баланса интересов миноритариев и мажоритариев, безусловно, не являются исчерпывающими. В частности, стратегии по выводу активов принимают форму обескровливания дочерних обществ усилиями лиц, контролирующих процесс принятия решений в основном обществе. Для защиты миноритарных акционеров дочерних обществ от недобросовестных действий основных обществ возникает основание для рассмотрения вопроса о повышении ответственности последних по долгам дочерних обществ, включая возможный отказ от «презумпции невлияния» основного общества при решении вопроса о возложении на него ответственности по долгам дочернего общества; расширения круга случаев, когда основное общество признается имеющим право давать дочернему обществу обязательные указания.

### **3.3. Обеспечение баланса интересов акционеров и менеджеров**

В российском законодательстве существуют нормы, позволяющие оспаривать сделки, являющиеся крупными и в которых есть конфликт интересов (в первую очередь для единоличного исполнительного органа общества). Данные нормы направлены на воспрепятствование стратегии, широко распространенной в практике корпоративного управления в России, что было отмечено в предыдущем разделе. Однако применение норм о крупных сделках и сделках с заинтересованностью выявило ряд значительных недостатков правового регулирования. Самым серьезным из них

является применение формального подхода при признании подобных сделок недействительными, когда процедурные нарушения фактически могут быть использованы как предлог для признания сделки недействительной, даже если она не повлекла за собой возникновение ущерба для его участников и общества, от имени которого действовали соответствующие лица, что создает значительные риски неустойчивости хозяйственного оборота. В настоящее время процедурные нарушения фактически являются необходимым и достаточным условием признания сделки недействительной.

Вот почему в части регламентации крупных сделок и сделок с заинтересованностью достижение баланса интересов акционеров и менеджеров (в том числе действующих по указанию контролирующих акционеров) может быть основано на решении таких задач, как уточнение правового статуса крупной сделки и сделки с заинтересованностью, в том числе оснований и процедуры признания крупной сделки недействительной; определение перечня категорий лиц с конфликтом интересов на основе концепции контроля; более четкое определение процедуры одобрения крупной сделки и сделки с заинтересованностью; установление мер административной ответственности (включая дисквалификацию), оказывающих сдерживающее воздействие на лиц с конфликтом интересов в плане злоупотреблений своим положением и стратегического манипулирования информацией; определение множества видов сделок, на которые не будут распространяться правила о сделках с заинтересованностью.

Обеспечение действенности механизма определения оснований и объема ответственности директоров и менеджеров за убытки, причиненные ими компаниям, а также механизма возложения такой ответственности требует законодательной детализации критериев добросовестности и разумности — напрямую либо методом «от противного» (в том числе посредством

описания модельных ситуаций, свидетельствующих об отсутствии добросовестности и разумности).

Для упорядочения структуры корпоративной собственности и предотвращения манипуляций инструментами корпоративного управления посредством перекрестного владения акциями в качестве вариантов решения можно рассмотреть определение количественных границ допустимого перекрестного владения (доли акционерного капитала АО, которым могут владеть его дочерние и зависимые компании); ограничения на права, которыми наделяются дочерние и зависимые компании в отношении акций материнской компании.

### 3.4. Обеспечение баланса интересов акционеров и кредиторов

Как отмечалось во втором разделе, менеджеры предприятий, одновременно являющиеся держателями крупного пакета акций, существенно более часто выбирают стратегию на вывод активов вместо создания стоимости, что порождает значительные сложности в применении схем кредитования ввиду незащищенности прав кредиторов, в том числе в случае осуществления реорганизации юридического лица-должника.

Вот почему действующее гражданское законодательство (ГК РФ, а вслед за ним и специальные законы) предусматривает норму, предоставляющую кредиторам юридического лица право потребовать во внесудебном порядке прекращения или досрочного исполнения обязательства, должником по которому является реорганизуемое юридическое лицо, а также возмещения убытков. Указанная норма, составляющая принципиальное положение для действующего законодательства о реорганизации, закрепляет по сути безусловную защиту прав кредиторов реорганизуемого юридического лица. Наделяя кредиторов де-факто правом вето (если кредитор или кредиторы являются достаточно крупными, чтобы их требования о досрочном

выполнении обязательств могли оказать серьезное влияние на текущее финансовое положение предприятия) на осуществление реорганизации, действующее законодательство создает благоприятные условия для злоупотребления правами, которые оно предоставляет кредиторам. Вот почему данный вопрос представлен в качестве примера проблемы корпоративного управления в расширенной версии, которая предполагает включение в число участников данных отношений также внешних стейкхолдеров. В результате права контролирующих собственников де-факто могут оказаться ущемленными даже в случае благоприятного финансового положения компании.

По мере расширения временного горизонта принимаемых решений, а также усложнения архитектуры корпоративного управления возникают основания для пересмотра существующих норм, в том числе посредством ограничения возможностей кредиторов накладывать де-факто вето на принимаемые решения о реорганизации юридического лица; расширения информационных требований к действиям по реорганизации; усиления ответственности лиц, принимающих решения о реорганизации, включая ответственность возникающих в результате реорганизации юридических лиц.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В начале XXI в. в России сформировалась модель корпоративного управления, в которой в той или иной форме *доминирует собственник-инсайдер со сравнительно коротким временным горизонтом принятия решений*, что создает существенные ограничения для ориентированного на нововведения экономического развития, несмотря на возникновение условий конкуренции с производителями на внутреннем рынке.

Если внешние формы контроля действий исполнителя (менеджера) — прежде всего фондовый рынок и недруже-

ственные поглощения — работают плохо, а также существует проблема коллективных действий разрозненных акционеров, то прямой контроль через концентрацию блокирующего (или более значительного) пакета акций создает условия для решения проблемы управления поведением исполнителя, нивелирования контрактных рисков. Однако ввиду слабой защиты прав собственности акционеров и постоянно сохраняющейся угрозы частичной или полной экспроприации из-за нерешенности проблемы легитимизации результатов приватизации российская модель корпоративного управления включает в качестве компонента «формально скрытого собственника»<sup>26</sup> и подстраховочные схемы, связанные с использованием зарубежных банков для расчетов, а также инвестиции в персональные отношения с представителями власти.

Эффективность корпоративного управления в рамках отдельных компаний также, как и направления изменения эффективности, не может быть определена вне связи с институциональной средой и характеристиками финансовой инфраструктуры. Вот почему, ведя речь об отклонениях в складывающейся системе корпоративного управления от модели корпоративного управления, основанной на распыленной собственности, нет достаточных оснований рассматривать данные отклонения как признак неэффективности сложившейся модели. Однако с точки зрения создания условий устойчивого развития характеристики институциональной среды и соответствующие им свойства институциональных соглашений, составляющих основу отношений корпоративного управления, все же могут быть определены. Общее направление повышения эффективности корпоративного управления связано прежде всего с

созданием адекватных стимулов для нововведений в долгосрочной перспективе.

1. Повышение качества институциональной среды вообще и государственного управления — в частности. Это означает обеспечение надежной спецификации и защищенности прав собственности, в том числе посредством повышения качества законодательства (процессуального, гражданского, административного), а также практики правоприменения, включая обеспечение доступности, независимости, беспристрастности и квалифицированности судебных механизмов разрешения споров; смягчение проблемы асимметричного распределения информации между участниками спора и судами посредством более четкого определения материально-правовых и процессуальных аспектов, затрудняющих манипулирование правом.<sup>27</sup>

2. Развитие конкуренции, создающей соответствующие стимулы и механизмы информирования принципалов о действиях агентов. Причем развитие конкуренции касается как товарных рынков, так и рынков услуг, в том числе финансовых. С этой точки зрения развитие финансового рынка (и конкуренции на данном рынке) — одно из ключевых условий повышения эффективности корпоративного управления. Именно финансовый рынок, а точнее, его фондовый сегмент представляет собой ту сферу осуществления трансакций, посредством использования которой может быть произведен цивилизованный переход прав собственности к более эффективному собственнику.

3. Использование так называемых нерегуляторных альтернатив, обеспечивающих решение проблем корпоративного управления с учетом отраслевой (и иных видов) специфики. Поскольку не все существенные для обеспечения эффективности корпоративного управления проблемы поддаются решению в рамках системы государственного регулирования,

<sup>26</sup> Данная идея в терминах скрытых прав собственности была введена Л. М. Григорьевым около 15 лет назад (см.: [Grigoriev, 1991; Григорьев, 2005]).

<sup>27</sup> Более подробно об этом см.: [Тамбовцев, Шаститко, Мишина, 2005].

в числе ключевых направлений развития корпоративного управления можно выделить расширение возможностей: а) самостоятельного урегулирования вопросов корпоративного управления участниками отношений (включая третейские суды, механизмы медиации, комитеты по корпоративной этике); б) использование нерегуляторных альтернатив (в том числе страхования ответственности).

4. Сложившаяся модель корпоративного управления предполагает, что различные аспекты как внутри ее, так и за ее пределами сопряжены друг с другом. Изменения в данной системе происходят в значительной мере в результате целенаправленных действий, ориентированных на создание новых норм и совершенствование механизма правоприменения. С этой точки зрения трансформация модели требует механизма, обеспечивающего достижение компромисса между общей системностью изменений (со значительными стартовыми издержками) и последовательностью и темпами частичных изменений (со значительными последующими издержками, обусловленными первоначальным снижением эффективности корпоративного управления ввиду нарушения исходного равновесия, разбалансировки системы интересов).

Сформулированные в третьем разделе статьи предложения по направлениям совершенствования корпоративного законодательства не являются готовым ответом на глобальный вопрос о том, каким образом можно улучшить корпоративное управление в России. Материал данного раздела следует скорее рассматривать как формулировку варианта повестки дня для институционального проектирования в сфере регламентации корпоративных отношений.

В рамках применения технологии институционального проектирования ключевое место занимает обсуждение концепций и проектов нормативно-правовых актов, а также предлагаемых изменений представителями групп интересов и эксперта-

ми, на основе общего понимания сути проблем, их масштабов, возможных вариантов решения, включая выгоды, издержки и риски каждого из них для целевых групп. Такие обсуждения должны структурироваться посредством применения техники оценок регулирующего воздействия и других инструментов, позволяющих полно и своевременно использовать информацию, имеющую значение для выработки коллективных решений по совершенствованию корпоративного законодательства и правоприменения в данной сфере. Вопрос об использовании оценок регулирующего воздействия в контексте реформы системы государственного регулирования не является предметом обсуждения в рамках данной статьи. Отметим лишь, что реализуемость предлагаемой технологии зависит от множества факторов, в числе которых находится и степень готовности государственного аппарата обеспечивать соблюдение принципов институционального проектирования.

## БЛАГОДАРНОСТИ

Автор благодарит за поддержку, которая была оказана в ходе работы над статьей и обсуждения ее отдельных фрагментов, А. В. Попову, директора Департамента корпоративного управления Минэкономразвития России, Р. А. Кокорева, заведующего сектором частной финансовой системы Фонда «Бюро экономического анализа», Е. В. Макееву, советника по корпоративному управлению ОАО «ТНК-ВР Менеджмент», Д. И. Степанова, адвоката, а также анонимных рецензентов. При написании разделов 3.1–3.3 были использованы фрагменты предварительных оценок регулирующего воздействия, разработанных С. Б. Авдашевой, Р. А. Кокоревым, С. М. Плаксиным, исследователем Фонда «Бюро экономического анализа», значительная часть которых опубликована в виде информационно-аналитических бюллетеней (декабрь 2005 г. — февраль 2006 г.). Ответственность за все возможные ошибки и неточности несет автор.

## ЛИТЕРАТУРА

- Андрефф В. 2003. Постсоветская приватизация в свете теоремы Коуза (транзакционные издержки и управленческие затраты). *Вопросы экономики* (12): 122–136.
- Грачева М. 2004. Развитие британских стандартов корпоративного управления: доклад Хиггса. *Вопросы экономики* (1): 118–128.
- Григорьев Л. М. 2003. Программы приватизации 90-х годов. В сб.: Васильев С. А. (ред.). *Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов*. Московский центр Карнеги. М.: Гендальф.
- Григорьев Л. М. 2005. Проблемы собственности: от перестройки до передела. В кн.: *Пути России: двадцать лет перемен*. М.: МВШСЭН.
- Дженсен М. К., Меклинг У. Х. 2004. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (4): 118–191.
- Долгопятова Т. Г. (ред.). 2002. *Российская промышленность: Институциональное развитие*. М.: ГУ–ВШЭ.
- Долгопятова Т. Г. 2003. *Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности*. Препринт WP1/2003/03. М.: ГУ–ВШЭ.
- Зингалес Л., Раджан Р. 2004. *Спасение капитализма от капиталистов. Скрытые силы финансовых рынков — создание богатства и расширение возможностей*. М.: Институт комплексных стратегических исследований.
- Жоков Р. А., Шаститко А. Е. (ред.). 2004. *Выявление механизмов недобросовестных корпоративных захватов и выработка предложений по противодействию их использованию (с учетом мирового опыта)*. Бюро экономического анализа. М.: Теис.
- Коуз Р. 1993. *Фирма, рынок и право*. М.: Дело.
- Лазарева О. 2004. *Изменение границ российских предприятий (Доклад)*. М.: ЦЭФИР.
- Милгром П., Робертс Дж. 1999. *Экономика, организация и менеджмент*. В 2 т. СПб.: Экономическая школа.
- Модильяни Ф., Миллер М. 2001. Стоимость капитала, финансы корпорации и теория инвестиций. В кн.: Модильяни Ф., Миллер М. *Сколько стоит фирма? Теорема ММ*. М.: Дело.
- Норт Д. 1997. *Институты, институциональные изменения и функционирование экономики*. М.: Фонд экономической книги «Начала».
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М. 2003. Корпоративное управление: экономические ограничения, факторы и механизмы. В кн.: Гайдар Е. Т. (ред.). *Экономика переходного периода: Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998–2002*. М.: Дело; 441–486.
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М., Межеряупс И. В. 2003. *Особенности формирования национальной модели корпоративного управления*. Научные труды Института экономики переходного периода № 55. М.: ИЭПП. <http://www.iet.ru>
- Списанные акции восстановлению не подлежат. *Коммерсантъ* (16 января 2006 г.). С. 7.
- Стиглиц Дж. 2003. *Глобализация: тревожные тенденции*. М.: Мысль.
- Тамбовцев В. Л., Шаститко А. Е., Мишина Е. А. 2005. *Предложения к Государственной программе «Укрепление гарантий прав собственности и защиты контрактов»*. М.: РЕЦЭП. <http://www.recsep.ru/documents.php>
- Третьяков М. 2004. Конвергенция моделей корпоративного управления. *Вопросы экономики* (1): 129–146.
- Хаши И. 2004. *Законодательная база эффективного корпоративного управления: сравнительный анализ опыта ряда постсоциалистических стран*. Центр социально-экономических исследований, № 268. Варшава.
- Чиркова Е. В. 1999. *Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности*. М.: Олимп-Бизнес.
- Шализи З. (рук.). 2003. *Доклад о мировом развитии 2003 года. Устойчивое развитие*

- в изменяющемся мире. Преобразование институтов, рост и качество жизни. М.: Весь мир.
- Шаститко А. Е. 1996. *Новая теория фирмы*. М.: Теис.
- Шаститко А. Е. 2002а. *Новая институциональная экономическая теория*. 3-е изд. М.: Теис.
- Шаститко А. Е. 2002б. Теорема Коуза: проблемы и недоразумения. *Вопросы экономики* (10): 96–99.
- Becht M., Bolton P., Roell A. 2002. *Corporate Governance and Control*. European Corporate Governance Institute. Finance Working Papers No. 2.
- Black B., Kraakman R., Tarassova A. 2000. Russian privatization and corporate governance: What went wrong? *Stanford Law Review* 52 (6): 1731–1807.
- Berle A., Means G. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Macmillan: N. Y.
- Bolton P., Scharfstein D. S. 1998. Corporate finance, the theory of the firm, and organizations. *Journal of Economic Perspectives* 12 (4): 95–114.
- Burki S. J., Perry G. E. (eds.). 1998. *Beyond the Washington Consensus: Institutions Matter*. World Bank: Washington, DC.
- Demski J. S. 2003. Corporate conflicts if interest. *Journal of Economic Perspectives* 17 (2): 51–72.
- Grigoriev L. 1991. *Ulterior Property Rights and Privatization*. Stockholm Institute of Soviet and East European Economics Working Paper No. 32.
- Hart O. 2001. Financial contracting. *Journal of Economic Literature* XXIX (4): 1079–1100.
- Nellis J. 2001. *The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies: A Retrospective Analysis*. Working Paper Center for Global Development: Washington, D. C.
- North D. C. 1981. *Structure and Change in Economic History*. Norton: N. Y.
- North D. C. 1991. Institutions. *Journal of Economic Perspectives* 5 (1): 97–112.
- Pollock A. J. 2005. *Economic Consequences of Sarbanes–Oxley*. (June 7). [http://www.aei.org/publications/pubID.22625,filter.all/pub\\_detail.asp](http://www.aei.org/publications/pubID.22625,filter.all/pub_detail.asp)
- Tirole J. 2001. Corporate governance. *Econometrica* 69 (1): 1–35.
- Vickers J, Yarrow G. 1988. *Privatization: An Economic Analysis*. MIT Press: Cambridge, MA.
- Vickers J., Yarrow G. 1991. Economic perspectives on privatization. *Journal of Economic Perspectives* 5 (2): 111–132.
- Williamson O. 1996. *Mechanisms of Governance*. Oxford University Press: N. Y.
- What is corporate governance? *Encycogov — The Encyclopedia about Corporate Governance*. <http://www.encycogov.com/WhatIsGorpGov.asp>

Статья поступила в редакцию  
18 января 2006 г.