

Глава 12. Корпоративное управление: экономические ограничения, факторы и механизмы

12.1. Значимость проблемы

Прозрачная и сбалансированная модель корпоративного управления¹, где права всех типов финансовых инвесторов в равной степени гарантированы *de jure* и *de facto*, является одним из ключевых условий роста капитализации, долгосрочного развития и привлечения инвестиций на микроуровне. На макроуровне эффективная модель корпоративного управления является одной из основных институциональных составляющих экономического роста. Национальные особенности (страновые модели) имеют значение, однако суть от этого не меняется.

Проблема «корпоративного управления» стала особенно актуальной в России со второй половины 90-х гг. Внешними побудительными мотивами для этого стали общемировые процессы, в частности возросший интерес к корпоративному управлению в США и ряде других стран в 80-е гг. (как реакция на волну враждебных захватов контрольных пакетов акций при одновременном усилении институциональных инвесторов), мировой финансовый кризис 1997–1998 гг. и проблемы корпораций стран с развивающимися рынками. Скандалы, связанные с «Enron», рядом других крупных компаний, инвестиционных банков и аудиторских фирм США, а также других стран, придали новый импульс дискуссии о реформе корпоративного управления уже в начале 2000-х гг.

Значительное количество различных национальных и международных кодексов корпоративного управления, появившихся в 90-е – начале 2000-х гг., отражает эту тенденцию и все в большей степени влияет на традиционное законодательство². Значимость проблемы подчеркивается тем, что вопросы реформы корпоративного управления вышли за национальные рамки и стали предметом внимания ОЭСР (Принципы корпоративного управления, 1999 г.), ЕС (создание группы экспертов по реформе законодательства о компаниях, 2001 г.), встреч «большой восьмерки» (2002 г.). В частности, подписанные в 1999 г. Принципы корпоративного управления ОЭСР стали обобщением опыта государств-членов ОЭСР в этой области и своего рода потенциальным модельным сводом стандартов и руководств, в том числе для стран с переходной экономикой³.

¹ Термин используется в наиболее узком и строгом смысле – как система взаимоотношений различных групп акционеров и менеджеров корпорации, имеющая своей целью защиту финансовых интересов акционеров (как части финансовых инвесторов) от оппортунистического поведения менеджеров. Такая группа финансовых инвесторов, как кредиторы, не рассматривается, равно как и более широкая проблема «со-участников» (stakeholders) корпорации. Очевидно, что в условиях России смысловые акценты проблемы видоизменены с учетом особенностей систем корпоративного контроля. См. также: *Radygin A., Shmeleva N. Main Corporate Governance Mechanisms and Their Specific Features in Russia. In: The Economics of Russian Transition. Ed. by Y.Gaidar. Foreword by S.Fischer. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2003. Chapter 15. P. 461–510.*

² *Gregory H. The globalisation of corporate governance. Weil, Gotshal and Manges LLP, 2001.*

³ Принципы корпоративного управления ОЭСР. ОЭСР, 1999.

Усиление внимания к корпоративному управлению происходит в контексте информационных проблем, институциональной и правовой инфраструктуры⁴. Помимо ортодоксальных либерализации и приватизации, находят, наконец, свое признание политические, социальные, налоговые ограничения реформ, а также долгосрочные проблемы собственности и управления. Форма собственности, наряду с интенсивностью конкуренции, приводит к межстрановым различиям в реформах на уровне самих предприятий. Качество инвестиционного климата и преобладание мягких бюджетных ограничений определяют различия на страновом уровне⁵.

В России первоначальный интерес к корпоративному управлению объективно возник лишь по окончании массовой приватизации 1992–1994 гг. В количественном плане корпоративный сектор России наиболее интенсивно формировался в процессе приватизации первой половины 90-х гг. (табл. 12.1). К началу 2002 г. совокупная доля предприятий частной и смешанной собственности составила более 92 % объема промышленного производства России (табл. 12.2).

Таблица 12.1

Акционерные общества в РФ: некоторые характеристики

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Общее число учтенных предприятий и организаций (ЕГРПО), тыс. ед. *	1245	1946	2250	2505	2727	2901	3106	3346	3594	Н.д.
В промышленности, тыс. ед. и (% от общего)	212 (17)	289 (14,8)	310 (13,7)	324 (12,9)	339 (12,4)	352 (12,1)	372 (12)	384 (11,5)	402 (11,2)	Н.д.
Хозяйственные общества и товарищества, тыс. ед. **	Н.д.	748	895	1329	1480	1623	1819	1985	Н.д.	Н.д.
- в т.ч. акционерные общества***	Н.д.	43130	51148	Н.д.	Н.д.	Н.д.	Н.д.	427000	Н.д.	Н.д.
Приватизировано (изменена форма собственности) предприятий (объектов), в год****	42924	21905	10152	4997	2743	2129	1536	2274	2287	2557
Число приватизированных за год промышленных предприятий	12052	5895	2087	864	365	229	140	160	123	137
АО, созданные в процессе приватизации, в год	13547	9814	2816	1123	496	360	258	199	125	125
АО, пакет акций которых закреплен в государственной и муниципальной собственности, в год	439	1496	698	190	84	142	101	72	59	38
АО с «золотой акцией», в год	204	792	429	132	58	28	42	8	2	1

* Данные – на 1 января следующего (за указанным) года. ЕГРПО – Единый государственный регистр предприятий и организаций всех форм собственности.

⁴ Stiglitz J. Whither Reform? Ten Years of Transition. World Bank Annual Conference on Development Economics. Washington, D.C., April 28–30, 1999.

⁵ Transition report 1999. Ten years of transition. EBRD, 1999. P. 9.

** До 1996 г. – «Акционерные общества и товарищества».

*** Для 1994–1995 гг. указаны только ОАО, для 2000 г. – АО всех видов. После 2000 г. данные Госкомстата РФ отсутствуют.

**** По различным оценкам, в 1991 г. в России имелось около 242 000 государственных предприятий, включая 30 000 средних и крупных. Всего в 1992–2002 гг. приватизировано (сменили форму собственности) около 140 300 предприятий (объектов), в том числе создано около 32 500 открытых акционерных обществ.

Источник: Госкомстат РФ.

Таблица 12.2

Распределение промышленных предприятий РФ по формам собственности, % от числа предприятий и (% от общего объема производства)

	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001
Государственная и муниципальная собственность	19,4 (44,9)	8,9 (21,5)	7,7 (11)	4,4 (10,4)	4,4 (10,2)	5,1 (11,4)	5,2 (9,4)	5,1 (9,3)	5,4 (9,3)
Частная собственность	61,3 (9,3)	72,1 (15)	72,3 (18,9)	87,1 (25,2)	88,1 (25,8)	88,1 (27,0)	88,4 (29,6)	88,7 (41,1)	85,6 (43,2)
Смешанная российская собственность	17,3 (43,7)	16,5 (60,9)	16,9 (66,9)	6,0 (60,8)	5,5 (58,8)	5,6 (52,4)	5,1 (51,0)	4,7 (33,1)	6,6 (29,9)

* Государственная собственность – имущество, принадлежащее на праве собственности РФ (федеральная собственность) и субъектам РФ (собственность субъектов РФ). Муниципальная собственность – имущество, принадлежащее на праве собственности городским и сельским поселениям и иным муниципальным образованиям. Частная собственность – любое имущество граждан и юридических лиц, за исключением отдельных видов имущества, которые не могут им принадлежать в соответствии с законом. Остаток (до 100 %) – собственность с иностранным участием, общественных организаций и др.

Источник: Госкомстат РФ.

Закон «Об акционерных обществах» (№ 208-ФЗ от 26 декабря 1995 г.) стал важной правовой вехой, однако можно утверждать, что прикладной характер дискуссия о корпоративном управлении (точнее – о дискриминации прав аутсайдеров) приобрела на фоне и по итогам фондового бума 1996–1997 гг. Генератором дискуссии в значительной мере стали иностранные портфельные инвесторы, непривычные к стандартам российской корпоративной культуры. Финансовый кризис 1998 г., вызвав новую волну и новые инструменты перераспределения собственности, лишь усилил остроту дискуссий. Прежде всего это произошло за счет и в ходе усиления имущественных позиций менеджеров и прихода в российские компании новых акционеров, дешево перекупивших пакеты акций в посткризисный период (см. главу 10).

В начале 2000-х гг. вопросы эффективного корпоративного управления стали одной из самых модных тем в России, предметом десятков, если не сотен, конференций и семинаров. Крупнейшие корпорации, еще 3–4 года назад фигурировавшие как злостные нарушители прав акционеров, срочно принимают «кодексы корпоративного управления», создают «отделы по работе с акционерами», вводят в советы директоров «независимых директоров», обеспечивают «прозрачность». ФКЦБ России подготовила собственный «кодекс корпоративного поведения». Несколько частных организаций в 2000–2001 гг. предложили рынку свои конкурирующие «рейтинги корпоративного управления». Чиновники научились оперировать термином. На волне этой конъюнктуры возникает ошутимая тенденция к выхолащиванию смысла и

превращения понятия «корпоративное управление» лишь в лозунг для очередной кампании⁶.

Столь повальное увлечение корпоративным управлением имеет несколько причин. Во-первых, у правительства в настоящее время остается весьма ограниченный набор способов демонстрации активности в сфере институциональных реформ. Во-вторых, у западных институциональных инвесторов корпоративное управление – это болезненная *idee fixe* с «диких» 90-х гг., формализованная в рекомендациях международных финансовых организаций. Наконец, у крупнейших российских эмитентов (что главное), завершается консолидация акционерного капитала, финансовые возможности для которой появились после кризиса 1998 г. Кроме того, экспансия и формирование новых интегрированных структур (групп) потребовали дополнительных ресурсов, и формальные стандарты корпоративного управления стали необходимым условием для создания бесконфликтного имиджа программ реорганизации и получения доступа к действительно внешним источникам финансирования за рубежом.

Вместе с тем очевидно, что в основе любых предложений по совершенствованию корпоративного управления в России должно лежать понимание реальных социально-экономических процессов. Прежде чем что-либо менять, следует достаточно четко осознавать, кого, от кого, зачем и в какой мере необходимо защищать в рамках национальной модели корпоративного управления. В большой мере модель корпоративного управления формируется за рамками права, хотя обратное влияние значительно. Есть также целый ряд концептуальных трудностей.

В целом в России среди ключевых особенностей развития национальной модели корпоративного управления необходимо выделить:

- перманентный процесс перераспределения собственности в корпорациях;
- специфические мотивации многих инсайдеров (менеджеров и крупных акционеров), связанные с контролем финансовых потоков и «выводом» активов корпорации;
- слабая или нетипичная роль традиционных «внешних» механизмов корпоративного управления (рынок ценных бумаг, банкротства, рынок корпоративного контроля);
- значительная доля государства в акционерном капитале и вытекающие проблемы управления и контроля;
- федеративное устройство и активная роль региональных властей как самостоятельного субъекта корпоративных отношений (причем субъекта, действующего в рамках конфликта интересов – как собственник, как регулятор через административные рычаги воздействия, как коммерческий/хозяйствующий агент);
- неэффективный и/или выборочный (политизированный) государственный инфорсмент (при сравнительно развитом законодательстве в области защиты прав акционеров).

Указанные особенности достаточно подробно анализировались в отечественной литературе⁷. Вместе с тем существует целый ряд проблем концептуального характера,

⁶ В этой связи неврдно вспомнить о кампании 1993–1998 гг. по созданию «финансово-промышленных групп» как панацеи для российской экономики. Кризис 1998 г. разрушил этот миф, хотя монографии с апологией этих структур выходят до сих пор.

⁷ См. работы С.Аукуционека, М.Афанасьева, И.Беликова, Д.Васильева, Т.Долгопятовой, Б.Кузнецова, Р.Капелюшникова, А.Клепача, П.Кузнецова, Г.Мальгинова, Я.Миркина, А.Муравьева, А.Радыгина, Ю.Симачева, И.Храбровой, Р.Энтова, А.Яковлева и др.

неопределенность в интерпретации которых заметно усложняет прикладные решения в сфере развития национальной модели корпоративного управления.

Прежде всего следует заметить, что полный анализ проблем корпоративного управления возможен только на основе систематизации подходов, выработанных в различных отраслях знания, так как различные механизмы корпоративного управления являются предметом исследования экономической и институциональной теории, корпоративных финансов и менеджмента, юриспруденции, социологии, психологии, истории и других отраслей науки. В последние годы отмечается тенденция к формированию междисциплинарного подхода к проблеме⁸.

При этом сам факт обсуждения понятия «корпоративное управление», по крайней мере, применительно к крупной публичной корпорации, оправдан лишь в том случае, когда имеют место составляющие его *экономическую основу* процессы:

- отделение собственности от управления в корпорации;
- отделение финансов (определенных источников финансов) от управления в корпорации.

Еще два момента имеют немаловажное значение. В контексте дискуссии о тяготении к тому или иному типу финансовых систем имеет смысл обсуждать структуру и уровень концентрации акционерного капитала, который обуславливает формы реализации права контроля в корпорации. Вместе с тем существует и точка зрения, что в современных условиях правовой подход (законодательство и инфорсмент) является более плодотворным для понимания корпоративного управления и его реформы, чем условное разграничение банковско- и рыночно-ориентированных финансовых систем⁹. Иными словами, возникает вопрос об обратном воздействии права на развитие экономических предпосылок формирующейся модели корпоративного управления.

Принципиальное значение в условиях переходной экономики имеет также последовательная и ясная политика государства как гаранта прав собственности (прав акционеров в системе корпоративных отношений) и регулятора процесса образования эффективных институтов. Как показывает практика России последних лет, деятельность (или, в ряде сфер, бездействие) государственных структур в большой степени носит дестабилизирующий характер в том, что касается формирования эффективной и цельной модели корпоративного управления. Вместе с тем бесспорной, с нашей точки зрения, является связь «институциональные барьеры – фрагментарность экономики – проблемы экономического роста»¹⁰.

Именно эти взаимосвязанные проблемы и формируют тот спектр экономико-правовых ограничений, который в своей совокупности станет определяющими для долгосрочного развития модели корпоративного управления в России.

⁸ См.: *Prentice D., Holland P.* Contemporary Issues in Corporate Governance. Oxford, Clarendon Press, 1993; *Monks R., Minow N.* Corporate Governance. Blackwell, 1995; *Turnbull Sh.* Corporate Governance: Its scope, concerns & theories. In: Corporate Governance: An International Review, Blackwood, Oxford, 1997. Vol. 5. № 4. P. 180–205; *Charkham J., Simpson A.* Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility, Oxford Univ Press, 1999 и др.

⁹ *La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Investor Protection and Corporate Governance, mimeo, 1998. P. 1–39.

¹⁰ *Клейнер Г.* Разорванный мир // Эксперт, 2002. № 3. С. 58.

12.2. Разделение собственности и управления, или агентская проблема

Общепризнано, что именно разделение функций собственника и управляющего характерно для крупных акционерных компаний (как фундаментальная тенденция) и вызывает к жизни собственно проблему корпоративного управления¹¹. В России ситуация пока более сложная и противоречивая.

Действительно, массовая приватизация привела к распылению собственности, и прежние (еще советские) менеджеры фактически господствовали в корпорациях в первой половине 90-х гг. В то же время стандарты корпоративного управления (как способ регулирования агентских проблем и оппортунистического поведения менеджеров) по разным причинам не стали элементом программы корпоратизации и приватизации.

Первые корпоративные конфликты середины 90-х гг. стали отражением растущей концентрации акционерной собственности. Менеджеры, активно проводившие стратегию «окапывания» и скупавшие акции своих предприятий, сражались с действительно внешними акционерами за право контроля, пользуясь всем арсеналом доступных им законных и незаконных средств. В этот период борьба шла действительно между новыми акционерами и старыми «окопавшимися» менеджерами.

Существует целый ряд исследований 2000–2001 гг., посвященных динамике личного состава менеджеров в российских компаниях (ИЭПП, БЭА, РЕЦЭП, ЦЭФИР и др.). Так, по данным ИЭПП, они сменились в 1992–1999 гг. на более чем 77% обследованных предприятий. Можно предположить, что эта смена обусловлена не столько «естественным отбором» в пользу более квалифицированных наемных высших менеджеров нового поколения при прежних собственниках, сколько укреплением старых (до порога мажоритарного контроля) или приходом новых собственников и формированием новых альянсов акционеров (включая «старых» менеджеров), взявших на себя управление или приведших за собой новых менеджеров (арбитражных управляющих и т.п.).

Более чем на половине предприятий выборки ИЭПП 2003 г., ответивших на вопрос о том, с какого года руководитель предприятия занимает эту должность, смена руководителя произошла после 1998 г., и лишь на четверти предприятий руководитель занял эту должность до 1992 г. (см. табл. 12.3).

Таблица 12.3

С какого года руководитель (генеральный директор) предприятия занимает этот пост

Ответ	Количество ответов	%	% среди ответивших	Накопительный %
До 1992	66	23.32	24.54	24.54
1992–1997	61	21.55	22.68	47.21
После 1997	142	50.18	52.79	100

¹¹ Уже в 1924 г. Т.Веблен констатировал переход контроля от собственников к менеджерам-инженерам (*Veblen Th. Engineers and the Price System*. NY, Viking, 1924). В 1926 г. Дж. М. Кейнс отмечал, что в процессе роста крупного института наступает момент, когда собственники капитала (т.е. акционеры) почти полностью отделяются от менеджмента (*Keynes J. Essays in Persuasion*. NY, Norton, 1963). А.Берли и Г.Минз дали классическое описание проблем разделения (распыления) собственности и перехода контроля к менеджерам (*Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property*. NY, MacMillan, 1932). В 1960–1990-х гг. агентские проблемы подробно анализировались в работах О.Williamson, W.Baumol, E.Fama, M.Jensen, W.Meckling, S.Grossman, O.Hart, A.Shleifer и др.

Итого (среди ответивших)	269	95.05	100	
Нет ответа	14	4.95		
Итого	283	100		

В ближайшие годы борьба между менеджерами и новыми внешними акционерами (и, соответственно, значимость классической агентской проблемы) не утратит своей актуальности и остроты. Тем не менее для второй половины 90-х гг. и современного периода более характерен специфический процесс *слияния функций менеджеров и контролирующих акционеров* во многих российских корпорациях.

Российская модель «менеджерального капитализма», таким образом, формируется в рамках двух параллельных тенденций:

– менеджеры постепенно становятся и контролируемыми акционерами в корпорации, т.е. ключевой характеристикой является не «капитализм управляющих» как наемных работников высшего уровня, а «капитализм управляющих», ставших собственниками (или «инсайдерский капитализм» в общепринятом в России значении);

– внешние акционеры по мере консолидации контроля сами начинают функционировать в качестве менеджеров или передают эти функции доверенному представителю («младшему партнеру») группы акционеров, связанному с ними не окладом или формальным контрактом, а целым комплексом экономических и внеэкономических интересов.

В любом случае во многих средних и крупных корпорациях России происходит фактическое отождествление фигур «менеджера» и «контролирующего акционера». Очевидно, что это вынужденная ситуация, связанная с целым рядом обстоятельств.

Во-первых, сохраняющееся слияние функций обусловлено тем, что при существующей внешней среде («серые» и «черные» схемы корпоративных финансов, «оптимизация налогообложения», контроль финансовых потоков, вывод активов, сложные организационные структуры, криминал и др.), и сохраняющихся тенденциях борьбы за контроль, собственнику (формальному или конечному бенефициару) необходим контроль такого уровня, что он не может делегировать даже оперативное управление предприятием, не рискуя одновременно утратить как титулы собственности, так и контроль над финансовыми потоками.

Во-вторых, необходимо принять во внимание последствия партнерской системы организации бизнеса¹². Речь идет о большинстве крупных частных корпораций. Система организована по принципу двух, трех, четырех партнеров, которые делят и собственность (контроль), и бизнес. Что это значит с точки зрения развития системы корпоративных отношений? Можно выделить несколько важнейших проблем:

- проблема прозрачности структуры собственности и финансов;
- проблема краткосрочных инвестиций, и прежде всего проблема максимальной ориентации на внутренние источники, включая псевдоиностранные кредиты и т.п. (в начале 2000-х гг. усиливается процесс реинвестирования, именно российскими владельцами, именно в виде различных форм псевдоиностранных инвестиций);
- проблема инфорсmenta. Многие корпорации ориентируются на зарубежные центры прибыли и, соответственно, любое ужесточение инфорсmenta может означать

¹² См.: *Радыгин А., Сидоров И.* Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества? // Вопросы экономики, 2000. № 5. С. 45–61. Важно принять во внимание и имеющую место тенденцию к юридическому оформлению «закрытия» открытых акционерных обществ, создававшихся в ходе массовой приватизации 1992–1994 гг. и позднее.

остановку этого процесса реинвестирования из-за границы. Это накладывает определенные требования и условия к проблемам ужесточения возможных санкций по всему спектру.

– проблема долгосрочной инвестиционной стратегии в таких корпорациях. Система партнерства предполагает ориентацию на текущие краткосрочные доходы, и, соответственно, возникают проблемы согласования и осуществления долгосрочной инвестиционной стратегии. Очевидно, что такая организация предполагает и жесткую систему минимизации потерь, связанных с оппортунистическим поведением менеджеров, которая обеспечивается *не только* в рамках КЗоТ и судебных исков в области корпоративного права.

Сохраняющаяся латентность процесса разделения собственности (контролирующих акционеров) и управления, несмотря на отдельные амбициозные выступления представителей деловых и академических кругов, в принципе не вызывает сомнений, хотя, безусловно, есть нюансы и по отраслям, и по предприятиям различного размера. Так, преждевременность обсуждения проблемы разделения собственности и управления в ее классическом виде отмечал Б. Кузнецов¹³. По мнению Т. Долгопятовой, основная характеристика сложившейся в российской промышленности структуры собственности – совмещение в одном лице собственника и менеджера¹⁴.

Хотя цепочка агентских отношений (и соответствующие затраты) при слиянии этих функций действительно сокращается¹⁵, такая ситуация приводит к *заметному усложнению проблемы корпоративного управления* с точки зрения объектов защиты. Здесь существует несколько аспектов проблемы.

Во-первых, имеет ли смысл в принципе обсуждать двухстороннюю проблему мониторинга при наличии одного субъекта? Ответ очевиден применительно к комплексу взаимоотношений контролирующих акционеров и менеджеров.

Во-вторых, большинство конфликтов переходит в плоскость отношений: менеджеры как контролирующие акционеры (в том числе контролирующие акционеры как менеджеры) – все прочие акционеры.

Модификация проблемы корпоративного управления в данном случае связана с тем, что один из собственников приобретает преимущества, вытекающие из его управленческих функций, а не имущественных прав. Статус собственника позволяет менеджеру снизить издержки по своей защите, а издержки других акционеров по мониторингу оппортунистических действий менеджера, напротив, возрастают.

Видимо, реально важные с точки зрения проблем корпоративного управления отношения менеджеров и акционеров в современных условиях России складываются в следующих случаях (вариантах корпоративного контроля):

– когда есть менеджер без акций или с небольшим пакетом и распыленные акционеры, относящиеся преимущественно к категории «спящих» или «безбилетников» (несущественно, инсайдеры или аутсайдеры)¹⁶;

¹³ Семинар «Корпоративное управление в России». М., РЕЦЭП, 17 мая 2001 г.

¹⁴ Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики, 2001. № 5. С. 48. В указанной работе речь шла о совмещении функций только в контексте увеличения доли собственности инсайдеров (прежних директоров). Проблема, безусловно, шире.

¹⁵ Существует ряд эмпирических исследований, позволяющих говорить о сравнительной эффективности инсайдерской модели с доминированием собственности менеджеров.

¹⁶ Соответственно, большое значение приобретает анализ мультипликативного эффекта, когда контрольные функции менеджера-акционера резко возрастают при наличии «спящих» партнеров. Этот эффект усиления контроля значим и для определенного состава совета директоров. Так, в 2000 г., по

– когда есть несколько крупных миноритарных акционеров, и менеджер, не связанный с кем-то из них, играет на противоречиях;

– когда есть контролирующий акционер-менеджер (или менеджер как полностью подконтрольный контролирующим акционерам младший партнер) и миноритарии-аутсайдеры.

Отдельно следует учитывать интересы новых претендентов на контроль (корпоративные «захватчики», поглощения) и «шантажистов» (либо в рамках тривиального внутрикорпоративного конфликта миноритариев с контролирующим акционером, либо в качестве элемента стратегии поглощения или захвата финансовых потоков).

Первый случай наиболее безнадежен. В России в значительной степени эта проблема связана с хроническими производственными и финансовыми трудностями (соответственно, с минимальным внешним интересом к предприятию) и издержками первичного распределения прав собственности в ходе приватизации. Хотя, по данным некоторых обследований, эффект асимметрии информации обусловил получение многими инсайдерами на первом этапе контроля над более привлекательными объектами, массив убыточных предприятий с распыленной среди мелких акционеров собственностью значителен. Существует также проблема т.н. «мертвых» предприятий, не нашедших «эффективного собственника» или брошенных крупным акционером на произвол судьбы.

Актуальная в постприватизационный период (второй случай) проблема конфликтов между «крупными миноритарными акционерами» (10–30 % акций) и акционерами, достигшими порога «доминирующего влияния» (свыше 25–30 %, но ниже 51 %) в рамках компании¹⁷, вероятно, уходит на второй план по ряду причин. В первую очередь это процессы консолидации, активизация рынка корпоративного контроля (поглощения), формирование стратегических альянсов акционеров, отсутствие вторичного рынка акций. Остающиеся в собственности работников акции и сохранение значительного количества пакетов акций в государственной собственности, безусловно, создают почву для возникновения новых конфликтов, однако 10-летний опыт борьбы за контроль позволяет изыскивать необходимые противовесы. Что касается взаимоотношений в терминах «инсайдер» и «аутсайдер» или корпоративного шантажа (при любом размере пакета), то эти вопросы имеет смысл рассматривать отдельно.

Наконец, классическая проблема отношений крупных акционеров (менеджеров) и миноритарных акционеров (третий случай). Применительно к российской практике, видимо, имеет смысл отождествлять (в духе трактовки американской Комиссии по ценным бумагам и фондовым биржам применительно к инсайдерским сделкам) такие категории, как:

– «инсайдеры» (внутренние акционеры) = «менеджеры» и «крупные акционеры»;

– «аутсайдеры» (внешние акционеры) = «мелкие акционеры» (до 10 % акций, а с 1 января 2002 г. до 25 %, т.е. не имеющие возможности процедурного давления и с которыми, соответственно, могут не считаться менеджеры и крупные акционеры¹⁸).

некоторым оценкам, 10–15% акционеров ПАО «Газпром» могли быть отнесены к категории «спящих», никак не реагиовавших на внутрикорпоративные события (хотя пример, безусловно, не типичен).

¹⁷ В терминологии *Andreff W. Le controle des entreprises privatisées dans les économies en transition. Une approche théorique // Revue Economique, 1995. Vol. 46. № 3.*

¹⁸ Множественное толкование понятий «инсайдер» и «аутсайдер» в литературе предполагает следующие варианты: (а) как внутренние (работники, менеджеры) и внешние (банки, фонды, другие корпорации) инвесторы корпорации; (б) с точки зрения вовлеченности в систему межкорпоративных владений (в холдингах или при перекрестной схеме владения); (в) с точки зрения степени распыленности владения

Здесь нет возможности углубляться в вопросы типологии и оценки данной разновидности корпоративных конфликтов. Представляется, что этот вопрос важен с точки зрения инвестиционного имиджа России, но не является экстремально актуальным. Во-первых, он объективен в условиях фактически закрытых российских корпораций, но это гораздо более широкая экономическая проблема. Во-вторых, очевидным фактором, нейтрализующим значимость вопроса, является тенденция к консолидации акционерного капитала. В-третьих, эта проблема не является уникальной для России. Более того, исследования Института сравнительного правоведения Макса Планка (Гамбург) свидетельствуют, что именно страны СНГ, в отличие от Центральной и Восточной Европы и стран Балтии, в настоящее время имеют наиболее явную устойчивую тенденцию движения к англо-американской модели защиты прав акционеров. Формирование системы защиты, характерной для норм общего права, происходит в странах СНГ несмотря на традиции гражданского права, тогда как в Центральной Европе сохраняется приверженность к германской модели с относительно более сильным уклоном в сторону защиты прав кредиторов¹⁹. Это действительно так – достаточно обратиться к закону «Об акционерных обществах» (тем более с учетом поправок 2001 г.) и проанализировать нормы, которые позволяют мелким акционерам формально отстаивать свои права (табл. 12.4). В-четвертых, это в значительной степени вопрос судов и инфорсменты в целом, как важнейшего самостоятельного направления институциональной реформы.

Таблица 12.4

Права акционеров в зависимости от доли в оплаченном уставном капитале

«Порог» участия	Права акционера
1 акция	1) право голоса на общем собрании акционеров. 2) право на получение дивидендов по данной категории акций 3) право на получение части имущества (адекватной стоимости) при ликвидации АО. 4) право требовать выкупа акций при определенных условиях. 5) право обжаловать в суд решения, принятые общим собранием акционеров. 6) право на ознакомление с документами, относящимися к деятельности АО, предусмотренными законом, за исключением документов бухгалтерского учета и протоколов заседаний коллегиального исполнительного органа АО. 7) право на получение выписки из реестра АО. 8) право на получение выписки из списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров АО
1 %	1) право на ознакомление со списком лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров АО 2) право на обращение в суд с иском к члену совета директоров, единоличному исполнительному органу, члену коллегиального исполнительного органа общества и к управляющей организации или управляющему о возмещении убытков, причиненных АО, в случае, предусмотренном законом
2 %	1) право внести вопросы в повестку дня годового общего собрания акционеров. 2) право выдвижения кандидата в совет директоров, ревизионную комиссию, коллегиальный исполнительный орган, счетную комиссию АО
10 %	1) право требования созыва внеочередного общего собрания акционеров АО. 2) право в любое время потребовать проверки финансово-хозяйственной деятельности

(инсайдеры как крупные контролирующие акционеры и аутсайдеры как мелкие портфельные акционеры); (Г) как «внутренние исполнительные» и «независимые» директора в составе унитарного или двухпалатного органа управления. Некоторые исследователи российского законодательства относят к «инсайдерам» всех членов совета директоров, членов коллегиального исполнительного органа общества, лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа общества, и крупных акционеров, которые имеют возможность определять решения, принимаемые обществом.

¹⁹ Pistor K. Corporate Law in Transition Economies. Max-Planck Institute for Comparative and International Corporate Law, Hamburg, mimeo, 1999.

	АО.
25 % + 1 акция	1) право блокировать решения общего собрания акционеров по вопросам внесения изменений в устав или утверждения устава в новой редакции, размещения акций (закрытая подписка, размещение обыкновенных акций через открытую подписку, если размещается более 25 % ранее размещенных обыкновенных акций, размещение по открытой подписке эмиссионных ценных бумаг, которые могут быть конвертированы в обыкновенные акции, составляющие более 25 % ранее размещенных обыкновенных акций), реорганизации и ликвидации АО, назначения ликвидационной комиссии, утверждения ликвидационных балансов, определения количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций и прав, предоставляемых этими акциями, приобретения обществом размещенных акций в случаях, предусмотренных законом, одобрения решения о заключении крупных сделок. 2) право на ознакомление с документами бухгалтерского учета и протоколами заседаний коллегиального исполнительного органа АО.
30 % + 1 акция	Право проведения общего собрания акционеров, созванного повторно (взамен несостоявшегося из-за отсутствия кворума)
50 % + 1 акция	1) право проведения общего собрания акционеров 2) право принятия решения на общем собрании акционеров (за исключением вопросов, требующих квалифицированного большинства)
75 % + 1 акция	Полный контроль над АО

Следует заметить, что судебная статистика не выделяет дел, связанных с корпоративным управлением (защитой прав акционеров), поэтому невозможно указать точные цифры по данной категории дел. Как отмечает председатель ВАС РФ В. Ф. Яковлев, категории дел меняются в зависимости от того, какие идут экономические процессы. Если в начале 90-х гг. было много дел о признании недействительными актов приватизации, то в настоящее время таких споров уже немного. Необходимо отметить, что если до настоящего времени предметом большинства разбирательств в арбитражных судах были споры в области налоговых правоотношений и дела о банкротстве, а споры в области корпоративного управления составляли небольшой процент, то в последние два года количество споров в области корпоративного управления существенно возросло²⁰.

Сложности в применении права в области корпоративного управления возникают как в силу «пробелов» и противоречивости процессуального права, так и из-за несовершенства материального права. Как отмечает О. Козырь, когда речь идет о применении средств судебной защиты прав и законных интересов акционеров (табл. 12.4), то понятно, что в первую очередь и в наибольшей степени это относится к акционерам меньшинства²¹. Акционеры, обладающие большинством акций, могут (по крайней мере, формально) достаточно эффективно защищать свои права посредством «проведения» решений на общем собрании, а также через лиц, избранных ими в органы управления. В то же время, если речь идет о пресечении действий управленцев общества, наносящих ему убытки, обратиться в суд с требованием о признании сделок недействительными может любой акционер, в том числе и имеющий контрольный пакет акций. Судебно-арбитражная практика по вопросам акционерного права лишь начала формироваться, поэтому она не всегда дает достаточный материал для выводов

²⁰ Яковлев В.Ф. Стабилизировать отношения собственности // Журнал для акционеров, 2002. № 4. С. 5–9.

²¹ О судебной практике см.: Козырь О. Права акционеров в Российской Федерации: судебная практика. Вводный доклад. «Круглый стол» по вопросам корпоративного управления в России. М., ОЭСР и Всемирный банк при поддержке АМР США, 24–25 февраля 2000 г.; Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межеряупс И.В. Проблемы правоприменения (инфорсмент) в сфере защиты прав акционеров. М.: ИЭПП, 2002.

о судебном толковании тех или иных сложных или спорных положений акционерного законодательства. Многие спорные ситуации еще не успели созреть и стать предметом судебного рассмотрения, либо не прошли всех его стадий.

Какие ограничения, помимо указанных выше, представляются наиболее весомыми применительно к данному аспекту проблемы корпоративного управления? Переход к иным условиям развития корпорации сопровождается изменением условий делегирования полномочий и механизмов прямого и косвенного мониторинга. В развитии системы корпоративного управления нередко возникают неоптимальные процессы: одним из примеров такого рода могла бы, вероятно, служить волна конгломератных слияний в США второй половины 60-х – начала 70-х гг. Однако активное действие конкурентных сил на различных рынках не только очерчивает (в более длительной тенденции) возможные границы подобных отклонений, но чаще всего также активизирует децентрализованные механизмы, корректирующие обнаружившиеся «перекосы». Соответственно, *функционирование развитой системы конкурентных товарных рынков, рынков капитала и труда* было и остается важнейшим условием эффективности корпоративного управления²².

Что касается внутрикорпоративных стимулов для менеджеров, связанных с оплатой и участием в капитале²³, то их специфика в России и, как следствие, неконструктивность для текущего решения проблем корпоративного управления, очевидны, в том числе с учетом вышесказанного.

12.3. Разделение управления и финансов, или проблема источников финансирования

Этот важный аспект проблемы прямо связан с активизацией деятельности крупнейших компаний в сфере улучшения корпоративного управления. По данным опроса крупнейших предприятий России, проведенного в 2000–2001 гг., у 80 % предприятий выборки отмечен спрос на долевые инвестиции, хотя на практике их используют только 14 % компаний в основном через программы ADR-GDR, 66 % не имеют возможности их привлечь, 20 % просто не заинтересованы. Долговое финансирование (заемные средства) используется на 59 % предприятий. Тем не менее основным источником финансирования остаются собственные средства (91 % предприятий)²⁴.

Наиболее высокий спрос на внешние долевые инвестиции при наименьших фактических результатах отмечен для «инвестиционно-депрессивных» отраслей с устаревшими основными фондами и высокой капиталоемкостью (телекоммуникации, энергетика, машиностроение). Наибольшая активность в фактическом привлечении внешних долевых инвестиций отмечена для «инвестиционно-растущих» отраслей,

²² Подробно см.: *Энтов Р.* Корпоративное управление: теоретические и эмпирические обследования. М., 1999.

²³ Соавтор одного из лучших учебников по корпоративным финансам профессор Р.Брейли (*Брейли Р., Майерс С.* Принципы корпоративных финансов. М., 1997) на лекции в Академии народного хозяйства в 1998 г. предлагал следующий рецепт для защиты миноритарных акционеров в российских компаниях – предложить менеджерам стать мелкими акционерами, имея в виду, что доля менеджера (по опыту американских и британских компаний) не должна превышать 3% (после 5% смещение менеджера становится практически невозможным).

²⁴ Роль независимых членов советов директоров в управлении российскими предприятиями. Ассоциация менеджеров, Ассоциация по защите прав инвесторов. М., 2001.

близких к конечному потребителю и с коротким производственным циклом (потребительские товары, розничная торговля). Пониженный спрос на долевые инвестиции отмечен для «инвестиционно-статичных» отраслей, где значительны объемы собственных средств (сырьевые отрасли, нефтехимия, металлургия).

Интересно, что, по данным БЭА, консолидация акционерного капитала в наибольшей степени характерна для машиностроения, а в наименьшей – для легкой промышленности. В нефтяной и металлургической отраслях процесс консолидации фактически завершен. Отмечается также отсутствие позитивного влияния консолидированной собственности на инвестиционную активность.

С точки зрения источников финансирования данные более представительной выборки БЭА менее оптимистичны. Для 289 инвестиционно-активных предприятий (данные за 1997–1999 гг.) отмечены следующие тенденции: явный рост использования собственных средств (275 предприятий в 1999 г. против 257 в 1997 г.), восстановление докризисного уровня привлечения банковских кредитов (37 против 38), падение долевого финансирования через эмиссии корпоративных ценных бумаг (1 против 8), рост внешнего финансирования со стороны российских частных инвесторов (14 против 5) и падение со стороны иностранных частных инвесторов (0 против 2). Рост доли российских частных инвесторов характерен для предприятий, где наиболее заметен контроль других промышленных предприятий (в капитале, в совете директоров).

Можно ли ожидать заметных сдвигов в данной ситуации в среднесрочном периоде? Проблема имеет несколько аспектов.

Менталитет «дикого директора» как психологическая проблема привлечения инвестиций был актуален для 90-х гг. Практически все исследователи психологических особенностей российских директоров фиксировали отношение к внешним инвесторам, построенное на принципе «пусть дадут денег и не мешают работать» – при тотальном одобрении притока инвестиций на предприятие. Как было показано выше, ротация «старых» генеральных директоров происходила в России достаточно быстрыми темпами, на многих предприятиях сменились собственники и сама концепция инвестиционного процесса. Иными словами, «дикие» (и, соответственно, безнадежные) варианты в значительной степени ушли в историю. Современный директор, ставший собственником или плотно связанный с контролирующей группой, вполне отдает себе отчет, что инвестиции в условиях неопределенности приходят только в обмен на собственность, отдать долю в которой не только тяжело психологически (после 10 лет борьбы), но и опасно с учетом перспективы утраты контроля.

Гораздо большее значение имеет проблема объективной ограниченности возможных источников финансирования. Очевидно, что подавляющее большинство предприятий обрабатывающих отраслей хотя бы теоретически заинтересованы во внешнем акционерном финансировании. Последнее в других странах с переходной и развивающейся экономикой представляет собой лишь одно из множества средств корпоративного финансирования, однако Россия не может позволить себе роскоши выбора²⁵. Возможность использования банковской системы в качестве локомотива корпоративного управления и финансирования была взята на вооружение в середине 90-х гг. и принесла отрицательный результат. В настоящее время банки по-прежнему не способны осуществлять долгосрочное внешнее финансирование реального сектора в силу недостаточности собственных капиталов и коротких пассивов.

²⁵ См.: *Нестор Ст., Джезовер Ф.* Принципы корпоративного управления ОЭСР в области прав и равноправия акционеров: их актуальность для Российской Федерации. «Круглый стол» по вопросам корпоративного управления для России. ОЭСР, Всемирный банк. М., 2000. 24–25 февраля.

Некоторые страны с переходной экономикой смогли использовать прямые иностранные инвестиции для стимулирования корпоративных инвестиций и реструктуризации. В то же время модель корпоративного управления, основанная на широком присутствии иностранных стратегических инвесторов в ключевых отраслях экономики, требует стабильного и тщательно культивируемого политического климата (причем стабильность является ключевым моментом, о чем свидетельствует пример Китая). Хотя привлечение прямых иностранных инвестиций должно оставаться приоритетом в некоторых отраслях, значительный их приток в среднесрочной перспективе маловероятен.

В свою очередь, действительно внешнее финансирование (как акционерное, так и заемное) в современных российских условиях резко повышает риск враждебного поглощения (через скупку акций, кредиторской задолженности, векселей и/или банкротство). В 1998–2002 гг. такие поглощения стали обычным явлением.

Схемы скупки акций, финансовых векселей и кредиторской задолженности, назначения «своего» несменяемого (в рамках действующего законодательства) конкурсного управляющего и банкротство в целях поглощения предприятия хорошо известны. Новацией 2001 г. стало использование товарных векселей, выпускавшихся согласно указу Президента РФ «О товарных и финансовых векселях» в 1995–1997 гг.²⁶ Первоначально товарный вексель рассматривался как ордерная бумага, для передачи которой достаточно индоссамента, номинированная в товарах. В 1999 г. Высший Арбитражный суд после нескольких конфликтов определил товарные векселя как «долговые письменные обязательства», которые должны передаваться по договору цессии с отражением в бухгалтерской отчетности возникающей кредиторской и дебиторской задолженности. При этом просроченные более 3 месяцев долги должны были включаться в налогооблагаемую базу по налогу на прибыль. Этого не происходило, и у всех участников вексельных расчетов автоматически возникало сокрытие задолженности и уклонение от уплаты налогов. В 2001 г. эту коллизию использовала «Альфа-ЭКО» для захвата Орско-Халиловского металлургического комбината (НОСТА). Если принять во внимание, что в 1997 г., по оценкам, объем товарных векселей в обороте превышал агрегат М2 в 2,5–3 раза, то становится понятен и потенциал использования данной схемы захвата предприятия. Его естественным ограничением является лишь способность корпоративного агрессора заинтересовать региональные власти, ФСФО и налоговые органы, т.е. мобилизовать «административный ресурс», для выявления недоимки в бюджет периода вексельных расчетов и возбуждения процедуры банкротства.

В связи с этим самовыкуп акций и искусственное создание кредиторской задолженности (с концентрацией акций или всех требований у аффилированной компании) стали распространенным способом предотвращения враждебного захвата предприятия. Очевидно, что это ведет как к подрыву возможностей самофинансирования, так и к снижению привлекательности предприятия для возможных внешних инвесторов. Сдерживающим фактором внешнего акционерного финансирования является и недооценка (вне зависимости от причин) рынком многих компаний.

Интересно в этой связи привести данные опроса ИЭПП по динамике задолженности предприятий в 1999–2000 гг. Так, среди 109 опрошенных предприятий 82 отметили уменьшение или отсутствие задолженности поставщикам и в бюджет в 2000 г. по сравнению с 1999 г. Хотя в пользу данной тенденции действует множество

²⁶ См.: Рубченко М. А ведь предупреждали! // Эксперт, 2001. № 25. С. 36–37.

факторов, она, тем не менее, может служить и косвенным подтверждением растущего осознания угрозы использования долга как инструмента корпоративного захвата.

В такой ситуации единственным безопасным способом привлечения внешнего финансирования становятся корпоративные облигации. В значительной степени всплеск интереса к этому инструменту в 2000–2003 гг. связан с указанным обстоятельством (см. ниже).

Таким образом, в среднесрочной перспективе остаются два наиболее типичных варианта: 1) самофинансирование, в том числе в виде возврата собственных средств под видом кредитов и долевого акционерного участия, как базовый источник для «независимых» предприятий, не входящих в какие-либо технологические цепочки или конгломераты, оформленные формальным и неформальным имущественным контролем (т.е. в «группы»); 2) квазивнешние инвестиции в разных формах для тех предприятий, которые входят в «группы», и получают часть централизуемых финансовых ресурсов в их рамках в зависимости от места в групповой иерархии. Возможности для прямого самофинансирования в последнем случае чаще всего ограничены в силу особенностей организации финансовых потоков внутри группы, поэтому речь может идти о «дозированном» возврате ранее выведенных финансовых ресурсов (активов), т.е. по сути о субституте самофинансирования²⁷.

Этот вывод со всей очевидностью не является оптимистичным и при оценке перспектив развития эффективной (т.е. прозрачной и ориентированной на равенство всех акционеров) модели корпоративного управления. Самодостаточность финансирования, пусть вынужденная, в рамках предприятия или группы, автоматически снимает вопрос о доле акционерном финансировании, которое, собственно, и является финансовой основой и стимулом корпоративного управления в его классическом восприятии.

Следует также учесть, что эффект девальвации для добывающих отраслей и преимущества высоких цен на нефть в 2002–2003 гг. сойдут на нет, а проблемы структуры источников финансирования останутся. Более того, останутся и взятые в период посткризисного роста обязательства: кредиты под поставки нефти по текущим ценам, расчеты по облигациям, щедрые декларации в отношении дивидендной политики и др., а также задачи реструктуризации и финансирования поглощенных предприятий. Когда проходит эйфория роста и начинаются очередные финансовые трудности, проблемы традиционно решаются в первую очередь за счет миноритарных акционеров и кредиторов. Вопрос, таким образом, остается открытым.

12.4. Противоречия и особенности правового регулирования

В теории выделяются, как правило, пять основных направлений защиты интересов инвесторов в рамках корпоративного управления: 1) концентрация собственности; 2) рынок корпоративного контроля; 3) делегирование и концентрация контроля у совета директоров; 4) компенсации исполнительным директорам; 5) фидуциарные обязанности (обязанность агента действовать честно и грамотно в

²⁷ Речь не идет в данном случае о «старых» банковских и промышленных ФПГ периода 1993–1998 гг. Интересен в этом контексте также один из выводов указанного выше опроса БЭА: предприятия, в акционерном капитале которых наиболее высока доля других российских предприятий, характеризуются наихудшими (по официальной статистике) показателями производственно-финансовой деятельности, но в то же время сравнительно высоким уровнем инвестиций от частных российских инвесторов.

интересах заказчика/принципала)²⁸. Последнее направление тесно связано с эффективностью инфорсменты и «культурой контракта».

Следуя классификации Ж. Тироля, можно выделить, по крайней мере, три механизма, регулирующих согласование принимаемых в рамках корпорации решений с интересами владельцев акций: 1) сохранение руководящей должности за менеджером (и его деловой репутации на соответствующем рынке в случае успешной деятельности корпорации); 2) обеспечение возможно более действенных стимулов для эффективного (с точки зрения акционеров) управления с помощью специально разработанных систем оплаты; и 3) прямой мониторинг, осуществляемый главным образом владельцами крупных пакетов акций и их представителями²⁹. В отдельных странах роль каждого из этих механизмов, формы их действия и соотношения между ними могут существенно различаться.

При всех различиях в существующих структурах корпоративного управления в каждой из развитых стран сформировалась (или завершается формирование) такой системы сдержек и противовесов, которая может обеспечивать интересы инвесторов (прежде всего владельцев акций), а вместе с тем достаточную самостоятельность и инициативу менеджеров, управляющих корпорацией. В российских условиях, как справедливо отмечают Э. Берглоф и Э.-Л. фон Тадден, «нормальная парадигма корпоративного управления – точная настройка сдержек и противовесов в регулировании собственных интересов и оппортунистического поведения – настолько радикально меняет свое содержание, что к ней оказывается просто неприложимой теория корпоративных финансов. Трудно даже представить какие-либо ограничения для инсайдеров-клептократов, если вся господствующая политическая система оказывается неспособной или не желающей противостоять им»³⁰.

Справедливости ради следует отметить, что Россия в этом смысле не уникальна – такая ситуация типична для целого ряда развивающихся стран и стран с переходной экономикой. В России в 2002 г., по данным опроса Ассоциации по защите прав инвесторов, вывод активов и трансфертное ценообразование является наиболее типичным нарушением прав акционеров (39 % опрошенных), затем следуют преднамеренное и фиктивное банкротство (20 %), размывание доли акционера (20 %) и невыплата дивидендов (17 %)³¹. Тем не менее, с такими же рисками инвесторы сталкиваются во многих странах: Индонезии, Корее, Бразилии, Мексике, Аргентине, Турции, Чехии, Индии и других (см. также главу 10).

При этом ни одна из существующих даже в наиболее развитых странах моделей корпоративного управления не является совершенной. Точно так же ни в одной стране мира не достигнут 100%-ный уровень реализации наиболее компромиссных с точки зрения мировой практики Принципов корпоративного управления ОЭСР 1999 г. Ближе всего к нему по формальным признакам наиболее развитые страны, в первую очередь принадлежащие к англо-американской правовой системе (США, Канада, Гонконг). За ними следуют страны континентального права, прежде всего те, которые следуют традициям Кодексов Наполеона³².

²⁸ *Becht M., Bolton P., Roell A. Corporate Governance and Control. In: Constantinides G., Harris M., Stulz R., eds. Handbook of Economics of Finance. North-Holland, 2002.*

²⁹ *Tirole J. Corporate Governance. CEPR Discussion Paper № 2086. London, 1999.*

³⁰ *Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economies. Annual World Bank Conference on Development Economics (1999). Washington, 2000. P. 153–154.*

³¹ См.: www.corp-gov.ru.

³² Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения? Институт корпоративного права и управления, 2001.

Ошибочным было бы и утверждение об отсутствии в России развитого законодательства о компаниях (корпоративного права). Хотя имеют место многие особенности права в переходной экономике и весомые пробелы, существующее законодательство России в этой области можно оценить как высокоразвитое с точки зрения наличия *формальных* общепринятых мер по защите прав акционеров (табл. 12.5–12.6).

Таблица 12.5

Сравнительный анализ прав акционеров в различных странах

Права акционеров	Положительно (+) или отрицательное (-) влияние	Страны «Большой семерки»	15 крупнейших развивающихся рынков	Россия
1. Одна акция – один голос	(+)	Нет	Малайзия, Греция, Чили, Южная Корея	Есть
2. Голосование по почте с помощью бюллетеней	(+)	Великобритания, США, Франция, Канада	Аргентина, Южная Корея	Есть
3. Отсутствие блокировки акций перед собранием акционеров	(+)	Япония, Канада, США, Великобритания	Бразилия, Чили, Португалия, Южная Корея, Филиппины, Индонезия, Малайзия, Таиланд, Индия, Турция, Южная Африка	Есть
4. Кумулятивное голосование	(+)	Только США	Таиланд, Аргентина, Филиппины, Тайвань	Есть
5. Право меньшинства акционеров отменить решение менеджмента	(+)	Великобритания, США, Канада, Япония, Германия	Аргентина, Бразилия, Чили, Филиппины, Малайзия, Тайвань, Таиланд, Индия, Южная Африка	Есть
6. Право меньшинства акционеров требовать выкупа акций по справедливой цене в случае крупных сделок, реорганизации или изменения устава	(+)	Великобритания, США, Канада, Япония, Германия	Аргентина, Бразилия, Чили, Филиппины, Малайзия, Тайвань, Таиланд, Индия, Южная Африка	Есть
7. Процент акций для созыва чрезвычайного собрания акционеров	Чем меньше, тем лучше	1 – США 2 – Япония 5 – Канада и Германия 10 – Великобритания и Франция 20 – Италия	1 – Чили 3 – Тайвань 5 – Южная Африка, Греция, Аргентина, Бразилия, Южная Корея, Португалия 10 – Индия, Малайзия, Индонезия, Турция, Филиппины 20 – Таиланд 33 – Мексика	10
8. Обязательные дивиденды	Компенсационные	Нет	Чили – 30 %	Нет

	механизмы в странах континентального права (+ для последних)		Греция – 35 % Бразилия – 50 % Филиппины – 50 % Португалия – 50 %	
--	--	--	---	--

Источник: Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения? Институт корпоративного права и управления, 2001; La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny (1997): Law and Finance. IIID, Development Discussion Paper № 576.

Таблица 12.6

«Стандартные» элементы корпоративного законодательства и их наличие в некоторых странах с переходной экономикой, 90-е гг. *

	Россия	Чехия	Венгрия	Болгария	Польша	Румыния
Законодательные акты	Гражданский кодекс РФ (1994), закон «Об АО» (1995)	Торговый кодекс (1991)	Закон VI о коммерческих обществах (1988)	Коммерческий закон (1991, 1994)	Торговый кодекс (1934 с изм.)	Акт о коммерческих обществах (1990) на основе Торгового кодекса 1887
(1) четкое распределение полномочий по принятию решений	Слабо	есть	есть	слабо	есть	слабо
(2) структура правления (одно- или двухуровневая, т.е. правление и совет директоров /наблюдательный совет)	Двух-уровневая, если число акционеров выше 50	всегда двух-уровневая	всегда двух-уровневая	по решению акционеров	двух-уровневая, если уставный капитал выше 0, 5 млн. злотых	по решению акционеров
(3) назначение (число голосов для выборов) директоров;	Более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %	н.у., часть может быть назначена крупными акционерами	компетенция правления
(4) смещение директоров	Более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %	более 50 %
(5) контроль за правом голоса (доверенности)**	Есть	есть	есть	есть	есть	есть
(6) правила раскрытия информации и аудит;	низкий уровень	низкий уровень	высокие стандарты	низкий уровень	высокие стандарты (близки ЕС)	низкий уровень
(7) права миноритарных акционеров:						
(а) преимущественное право покупки акций;	Есть	есть	есть	есть	есть	Н.д.
(б) квалифицированное (или выше) большинство при важных решениях;	75 %	66 %	75 %	2/3 уставного капитала	может быть 50 % , 2/3, 3/4, 4/5	2/3 от 75 % кворума
(в) правила	Есть	нет	есть	нет	н.д.	н.д.

поглощений;						
(г) кумулятивное голосование;	Есть	н.д.	н.д.	н.д.	есть	н.д.
(д) ограничения на число голосов для 1 акционера	н.у.	могут быть	могут быть	н.у.	могут быть	могут быть
(8) участие занятых в наблюдательном совете	н.у.	1/3-1/2, если число занятых более 50	1/3, если число занятых более 200	н.у.	н.у.	н.у.
(9) минимум для кворума собрания	Свыше 50 %	30 %	Свыше 50 %	по уставу	н.у.	50 %
(10) число голосов на 1 акцию	как правило 1	1	неограничено	1	от 1 до 5	1
(11) запрет инсайдерских сделок	Есть	есть	есть	есть	есть	есть
(12) – принудительное исполнение этих норм (enforcement).	слабо	слабо	слабо	слабо	слабо	Слабо

* н.д. – нет данных, н.у. – не указано в законодательстве. Информация может быть устаревшей.

** реально зависит (а) от правил доступа к реестрам акционеров и (б) от перспектив формирования системы депозитариев, сходной с германской (где банки-депозитарии голосуют за акционеров, не выразивших отношения к поставленным вопросам собрания. Последнее прямо противоположно нормам США, где такие голоса аннулируются).

Реальные же проблемы корпоративного управления в России имеет смысл оценивать в иной плоскости:

- экономические ограничения и противоречия формирования национальной модели корпоративного управления;
- наличие легальных форм нарушения прав акционеров (в рамках закона «Об акционерных обществах» и др. актов), которые возникли и активно используются в связи с несовершенством законодательства и неоднозначным толкованием его норм;
- специфика правоприменения.

В целом применительно к России с учетом целого ряда эмпирических и правовых данных 1990-х – 2000-х гг. можно говорить об устойчивом и *фундаментальном противоречии* формирующейся системы корпоративного управления. Суть его состоит в том, что в сложившейся системе сосуществуют два в принципе противоположных подхода (табл. 12.7):

- концентрация акционерного капитала, которая предполагает минимум правовых средств защиты акционеров;
- англосаксонская правовая традиция, для которой характерна максимизация средств правовой защиты миноритарных акционеров (не в последнюю очередь связанная с идеологией разработчиков, но принимавшаяся по частям в силу достаточно жесткого сопротивления)³³.

³³ Федеральный закон № 120-ФЗ от 7 августа 2001 г. «О внесении изменений и дополнений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» ввел следующие наиболее значимые новации в сфере защиты прав акционеров: особо зафиксировано право акционеров отчуждать принадлежащие им акции без согласия других акционеров и общества (ст. 2); установлена возможность ограничения проведения закрытой подписки в ОАО (в уставе или правовых актах РФ); закрытая подписка (ст. 39) может осуществляться только решением общего собрания акционеров при кворуме $\frac{3}{4}$ голосов (при возможности введения большего числа голосов для принятия такого решения); размещение

Сравнительные характеристики страновых моделей защиты прав инвесторов *

	(1) Германская и Скандинавская модели	(2) Страны общего права	(3) Страны французской гражданской традиции (наиболее распростран.)	(4) Россия
Формальная концентрация владения акциями у 3 крупнейших акционеров в 10 крупнейших частных компаниях (средний для 49 стран – 46 %)	34 (Германия), 37 (Скандинавия)	В среднем – 43 (США – 20, Великобритания, Австралия – менее 30)	54	По данным 2003 г., промежуточная между средним уровнем для (2) и (3)
Правовые механизмы защиты инвесторов	Средние	Наилучшие	Наименее эффективные	Формально близки к странам общего права
Уровень исполнения законодательства	Наилучший	Сильный	Наихудший	Несопоставим

Первоначальное сопоставление проводилось для (1), (2) и (3) без учета России и других стран с переходной экономикой. Высокие стандарты бухгалтерского учета, правовые механизмы защиты инвесторов и уровень исполнения законодательства имеют крайне отрицательную корреляцию с концентрацией собственности. Безусловно, следует принять во внимание и некоторые ограничения данного исследования: анализ только 5-10 крупнейших по капитализации компаний в каждой стране, учет только номинального владения акциями, а не всей совокупности механизмов контроля и др.

Источник: La Porta R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny (1997): Law and Finance. NID, Development Discussion Paper № 576. P. 32–35, 40–43; для России – оценки автора.

Их сочетание привело к уникальной ситуации *взаимной нейтрализации*:

– постепенное вымывание мелких акционеров в принципе снижает значимость широкого инструментария защиты миноритариев с точки зрения корпоративного

обыкновенных акций через открытую подписку (если размещается более 25% ранее размещенных обыкновенных акций) требует аналогичного порядка; введена норма о преимущественном праве приобретения акционерами акций, размещаемых через открытую подписку (ранее – при наличии этой нормы в уставе АО); введена норма о преимущественном праве на приобретение акций, размещаемых через закрытую подписку, для тех акционеров, которые голосовали против или не участвовали в голосовании; акционеры, реализующие преимущественное право (в течение 45 дней с момента уведомления), вправе оплатить размещаемые дополнительные акции деньгами, даже если решение о размещении предусматривает оплату неденежными средствами; установлен запрет на конвертацию обыкновенных акций в привилегированные акции, облигации и иные ценные бумаги; акционеры реорганизуемых в форме разделения или выделения АО, которые были против реорганизации или не участвовали в голосовании, имеют право на получение акций каждого созданного общества пропорционально числу принадлежащих им акций; ст. 78 впервые относит к крупным сделкам заем, кредит, залог и поручительство, при этом общее собрание и совет директоров принимают решение об одобрении крупной сделки, а не ее совершении; дробная акция предоставляет права в объеме, соответствующем части целой акции, которую она составляет, т.е., по сути, запрещена консолидация как способ вытеснения аутсайдеров; возможность временного отстранения исполнительных директоров советом директоров без проведения внеочередного собрания акционеров (ст. 69).

сектора в целом, а сами инструменты защиты мелких акционеров трансформируются в инструменты корпоративного шантажа³⁴;

– создание развернутой системы правовых средств защиты акционеров, в свою очередь, сдерживает дальнейший процесс концентрации акционерного капитала (как фактор обратного влияния права на экономические процессы). Можно предположить в этой связи, что средний уровень концентрации достиг своего формального порога – в рамках действующего корпоративного и антимонопольного права³⁵.

При этом следует учесть, что защита своих интересов через дальнейшую концентрацию – это прерогатива крупных акционеров, их реакция не на отсутствие правовых средств защиты, а прежде всего на «заказное» правоприменение. Этот процесс не имеет прямой связи с проблемами миноритарных акционеров, которые не располагают ни возможностями к консолидации, ни самостоятельными судебными возможностями.

В более оптимистичной интерпретации можно говорить о том, что к началу 2000-х гг. достигнут некий «*модельный*» баланс между уровнем концентрации (с поправкой на аффилированные отношения и альянсы) и определенным набором мер защиты мелких акционеров. Элемент оптимизма состоит в том, что произошла определенная стабилизация системы. Проблема же заключается в начавшемся ее *воспроизводстве* в силу описанной выше взаимной нейтрализации ключевых компонентов.

Движущими силами современной реформы корпоративного законодательства, охватившей практически все страны, объективно являются процессы глобализации экономики, интернационализация и конкуренция, появление новых отраслей, развитие финансовых рынков и новых технологий, быстрый рост числа акционеров и изменения в их структуре³⁶.

Вместе с тем стремление выработать определенный стандарт «корпорации XXI века» на мировом уровне обострило дискуссии о наиболее общих принципах функционирования современной крупной компании, которые часто отождествляют с «американским» подходом и попытками навязать миру англо-американскую модель бизнеса. На современном этапе можно согласиться лишь с подходом, что не должно

³⁴ Одной из новаций 2000–2001 гг. стало применение ст. 49 закона «Об акционерных обществах», позволяющей акционеру (в том числе владельцу одной акции) обжаловать в суде решения общего собрания акционеров, нанесшие акционеру потенциальный ущерб. Чаще всего это делается в целях запрета проведения следующего собрания акционеров (где должны быть приняты существенные для АО решения или происходит смена руководства) на основании нелигитимности созывающего собрания совета директоров. Очевидно, что такой конфликт инициируется не формальным истцом, владеющим 1 акцией, а конкурентами или одной из реальных сторон внутрикорпоративного конфликта. При этом владелец одной или нескольких акций, формально имеющий право подать иск, вряд ли может объективно понести реальный ущерб. Среди многочисленных примеров такого рода – иски к ОАО «Кристалл» (вопрос о смене генерального директора), к РАО «Норильский никель» (по форме проведения голосования на собрании по вопросам, связанным с реструктуризацией РАО), к ОАО «Полимерстройматериалы» (попытка проигнорировать решение суда только усложнила конфликт), к РАО «Газпром», запрет ОАО «Мосэнерго» проводить внеочередное собрание (смена генерального директора), обеспечительный арест пакета акций ОАО «Северсталь», запрет ОАО «Транснефть» экспортировать нефть НК «Лукойл» и т.д.

³⁵ В США для 1984–1990 гг. доля крупнейшего акционера компании с разными типами обыкновенных акций составляла 32%. (Zingales L. What determines the value of corporate votes // Quarterly Journal of Economics, 1995. Vol. 110. P. 1047–1073). Доля 3 крупнейших акционеров в 10 крупнейших компаниях 49 стран составляла в среднем 46 % (La Porta et al. Op. cit.).

³⁶ См.: Hopt K. Modern Company Law Problems: A European Perspective. In: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Stockholm, Sweden, 7–8 December 2000; Hopt K.J., N.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge, eds. Comparative Corporate Governance. The State of the Art and Emerging Research. Oxford, 1998.

быть единого размера для всех, однако *ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность* являются действительно универсальными стандартами для всех режимов корпоративного управления³⁷.

В то же время достаточно распространено остается мнение, что эффективность функционирования «корпорации XXI века» будет тем выше, чем больше будут учтены принципы национального предпринимательства. Как отмечают, например, Э. Берглоф и Э.-Л. фон Тадден, обобщение чаще бывает вредным, чем полезным, и все международные кодексы должны признавать национальные различия³⁸. Попытки трансплантации специализированных элементов различных моделей или институтов, связанные с политическими и идеологическими соображениями, но не учитывающие реалии национальных традиций и экономико-правовых особенностей, обычно заканчиваются неудачей. Наглядным примером может служить Директива ЕС 1993 г. касательно прозрачности компаний в сфере собственности и контроля, т.е. там, где континентальные страны ЕС не отличаются эффективным регулированием. Ее принятие было вызвано острой критикой со стороны адептов рыночного подхода к корпоративному управлению, в рамках которого прозрачность информации о собственности и системах контроля является изначально позитивной. Тем не менее, по оценкам, эта Директива не дала ощутимого прогресса: большинство компаний и даже стран ЕС нашли пути для обхода ограничений, установленных ЕС³⁹.

Не существует единства мнений и среди экономистов, правоведов, представителей академических кругов разных стран. К примеру, такие механизмы, как аудит и раскрытие информации, ключевые в англо-американской модели, рассматриваются в Германии как основа будущего корпоративного управления (акт 1998 г.). Напротив, в США в академических кругах усиливается отрицательное отношение к их роли в корпоративном управлении. Среди аргументов в пользу такого отрицательного отношения можно указать гипотезу эффективных рынков капитала, неверие в регулирование и регулирующие агентства (включая SEC), аргументы в терминах теории общественного выбора и др.⁴⁰ Скандалы начала 2000-х гг. в США, связанные с Enron, Worldcom, Citigroup Тусо, Adelphia и рядом других крупных компаний, могут стать прикладным аргументом в пользу такой точки зрения. Указанный скептицизм так или иначе распространяется и на новации, предусмотренные в законе Сарбейнса–Оксли 2002 г. (Sarbanes-Oxley Act).

В России ситуация не менее противоречива⁴¹. Как показывают различные опросы, *подавляющее большинство компаний* имеют весьма отдаленное представление о преимуществах и принципах (стандартах) эффективного корпоративного управления. По различным данным (конец 2002 г.), не более 15–17 % компаний России знакомы с мировой практикой и рекомендациями российского Кодекса корпоративного управления (основанного на Принципах ОЭСР) и не более 5 % готовы к внедрению

³⁷ См.: *Fremond O., Capaul M. Corporate Governance: One Size Fits All? (2002) – http://rru.worldbank.org/Hot_Topics_Fremond_Capaul.asp.*

³⁸ *Berglöf E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. June 1999.*

³⁹ *Corporate Governance and Disclosure in a Transatlantic Perspective. Centre for Economic Policy Research and European Corporate Governance Network, Brussels, 1998.*

⁴⁰ *Hopt K. Modern Company Law Problems: A European Perspective. In: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Stockholm, Sweden, 7–8 December 2000.*

⁴¹ Подробно см.: *Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики, 2002. № 1. С. 101–124; Radygin A., Shmeleva N. Main Corporate Governance Mechanisms and Their Specific Features in Russia. In: The Economics of Russian Transition. Ed. by Y. Gaidar. Foreword by S. Fischer. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2003. Chapter 15. P. 461–510.*

части новаций⁴². Лишь 10-я часть компаний с большой долей условности может быть отнесена к компаниям с позитивной практикой в области корпоративного управления. При этом, по оценкам, кодекс только на 5–10 % будет определять судьбу российского рынка ценных бумаг и приход на него долгосрочных инвестиций⁴³.

Хотя российское корпоративное законодательство – при наличии целого ряда серьезных пробелов – можно оценивать как вполне развитое, только правовых новаций отнюдь недостаточно для повышения уровня корпоративного управления. По данным совместного исследования «The Economist» и KPMG (2002 г.), наибольшее значение имеют *внутрикорпоративные* инициативы и *корпоративная культура*. Если достижения в области корпоративной культуры и культуры контрактов в целом есть продукт длительного исторического развития, то для конкретных инициатив на уровне компании должны сложиться объективные условия. В России же основная причина неприятия новаций – именно в объективных *особенностях национальной российской модели*: относительно высокий уровень концентрации собственности, фактическая «закрытость» основной массы компаний (формально являющихся ОАО), организация бизнеса в форме группы компаний, слияние функций менеджмента и собственника, самофинансирование, «карманные» советы директоров, отсутствие или неэффективность внешних механизмов и ряд других.

Более того, если во второй половине 90-х гг. призывы к реформированию норм корпоративного управления генерировались прежде всего западными портфельными инвесторами, то в настоящее время фактор давления «с Запада», видимо, стал менее значимым. По-видимому, в настоящее время можно говорить об *адаптации* (или привыкании) западного делового сообщества к специфике организации корпоративных отношений в России: прежде всего ведение дел через группы формально не связанных компаний, подчиненных одному конечному собственнику или нескольким партнерам, и соответствующая организация финансовых потоков⁴⁴. Можно предположить, таким образом, что создание формального имиджа компании (группы) с элементами цивилизованных стандартов корпоративного управления оказалось достаточным для многих западных контрагентов, а основополагающая система «организации бизнеса» (в том числе недивидендные источники доходов и трансфертное ценообразование) принята как данность.

В этой связи вряд ли стоит принимать всерьез и заявления 2001–2002 гг. руководителей ряда крупнейших российских компаний о проблемах бизнеса, порождаемых отсутствием цивилизованных этических норм ведения бизнеса. Частично такие заявления нашли свое отражение в так называемой Хартии корпоративной и деловой этики РСПП, принятой 25 октября 2002 г. Среди подписавших Хартию сторонников «общепринятых моральных правил и нравственных норм» есть и активные участники одиозных приватизационных сделок первой половины 90-х гг., и

⁴² Corporate Governance Practices in Russian Regions. Draft Report. IRG по заказу IFC, 2003. По данным совместного исследования «The Economist» и KPMG (2002 г.), 46% опрошенных руководителей крупнейших компаний мира включают корпоративное управление в список 3 первостепенных задач, 14% рассматривают как приоритетную задачу. В России, по данным некоторых опросов, 50% компаний признают корпоративное управление важным и относят к 3 приоритетным задачам (хотя содержание этого понятия сильно варьируется, а значимость признается чаще всего в перспективе), 17% компаний рассматривают эту задачу как главную.

⁴³ Миркин Я., Лосев С. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи // Рынок ценных бумаг, 2000. № 22. С. 43–47.

⁴⁴ Такую оценку современной ситуации дал, в частности, И.А.Розинский на конференции ВШЭ «Модернизация экономики России: итоги и перспективы» (секция 2 «Институциональные и структурные реформы») 3–4 апреля 2002 г.

участники известных «залоговых аукционов» середины 90-х гг., и инициаторы многих корпоративных конфликтов и скандалов рубежа 1990-х – начала 2000-х гг. Ситуация вокруг продажи «Славнефти» в декабре 2002 г. также не дает оснований для оптимизма в указанной сфере. Справедливости ради следует заметить, что и дело «ЮКОСа»/МФО «Менатеп» лета 2003 г. не создает дополнительных мотиваций для установления цивилизованных взаимоотношений как между бизнесом и государством, так и в рамках бизнес-сообщества.

Можно ли в такой ситуации обсуждать перспективы формирования той или иной классической модели в России? Видимо, допустимо все же утверждать, что в России, несмотря на описанную выше противоречивость подходов, имеет место объективное по своим экономическим основам *тяготение к континентальной европейской модели корпоративного управления*. В основе такого вывода лежит сходность ключевых проблем, стоящих перед Россией и континентальными странами ЕС.

Как отмечает один из крупнейших экспертов в данной области К. Хопт, первичный конфликт в терминах «принципал–агент» в европейском законодательстве о компаниях – это не конфликт между акционерами и советом директоров (который в силу американской традиции с 30-х гг. чаще всего и обсуждается в современной экономической теории⁴⁵), но *конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами*. Данная ситуация имеет в своей основе отличия континентальной Европы от США и Великобритании в области акционерной собственности и структуры контроля, которые и позволяют выделить два разных типа систем корпоративного управления – системы инсайдеров и аутсайдеров. В США и Великобритании ни частные акционеры, ни институты не имеют значительной доли акций в компаниях. На континенте акционерные владения высоко концентрированы в руках семей, других компаний или универсальных банков (феномен «групп»). Частыми являются взаимные и перекрестные владения. В таких компаниях советы директоров часто являются лишь куклами в руках контролирующего акционера или «родительской» компании. Европейское законодательство о компаниях отвечает (если вообще делает это) на это явление различными мерами защиты прав миноритариев⁴⁶.

Для России со всей очевидностью характерна ситуация, типичная для континентальной европейской («инсайдеровской») модели с марионеточными Советами директоров, которая обременена специфическими проблемами в сфере инфорсменты и коррупции. Тенденция к поверхностному реформированию их роли и в России рассматривается иногда как новая панацея для эффективного корпоративного

⁴⁵ В частности, акцент делается на то, как законодательство о компаниях может принудить совет директоров в большей степени отвечать интересам акционеров. Обычно такие реформы не учитывают фундаментальную структуру совета (т.е. одно- или двухуровневую), а вместо этого фокусируются на таких вопросах, как размер совета, независимые директора, конфликт интересов, комитеты совета, частота и эффективность заседаний, вознаграждения членов совета и др. Ключевой проблемой является поиск разумного баланса между, с одной стороны, делегированием директорам права принятия бизнес-решений и, с другой стороны, контролем за ними посредством структурных и иных правовых норм и установления определенного уровня ответственности. Лишь сравнительно недавно началась дискуссия о сравнительных издержках и преимуществах одно- и двухуровневой систем совета, влиянии, информированности и независимости членов совета.

Другие аспекты внутреннего контроля (сотрудничество с работниками и роль банков) также рассматриваются достаточно односторонне в зависимости от «страновой» принадлежности авторов. Аргументы «за» и «против» чаще всего неубедительны. См. также: Hopt K.J. et al., eds. *Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research*. Oxford, 1998.

⁴⁶ Hopt K. *Modern Company Law Problems: A European Perspective*. In: *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*. Stockholm, Sweden, 7-8 December 2000.

управления. Тем не менее при обсуждении политики в отношении советов директоров прежде всего необходимо решить очевидный вопрос: следует ли законодательно усиливать роль этого органа управления в ситуации, когда контролирующей акционер (группа), высшие менеджеры и совет директоров чаще всего *тождественны* по персоналиям и/или по своим интересам?

Другой пример связан с традиционным требованием повышения прозрачности компаний. Как известно, жесткие стандарты финансовой отчетности и аудита в системе корпоративного управления необходимы для портфельных инвесторов-аутсайдеров, т.е. тогда, когда компания рассчитывает на значительный приток средств за счет внешнего акционерного финансирования. Возникает закономерный вопрос: должно ли государство осуществлять политику в пользу жестких стандартов прозрачности в условиях концентрации акционерной собственности (или, что в данном контексте синонимично, сокращения миноритарных акционерных владений) и фактической «закрытости» подавляющего большинства компаний?

Естественно, здесь речь идет лишь о целесообразности принудительных (закрепленных законодательно) норм. Ничто не мешает узкому кругу заинтересованных российских компаний использовать международные стандарты отчетности добровольно. Точно также ничто не препятствует этим компаниям приглашать «независимых директоров» и осуществлять иные меры по улучшению корпоративного имиджа. Более того, отнюдь не все собственники, имеющие четкие планы продажи части (всех) акций внешним (иностранным) инвесторам, «раскрываются» для проведения такой сделки. Наглядным примером является ТНК, объединяющая свои активы с британской BP в 2003 г., но остающаяся одной из наиболее закрытых российских компаний с минимальным формальным («демонстративным») прогрессом в сфере корпоративного управления.

В этой связи следует учесть еще одно немаловажное соображение. Несмотря на запуск любой дорогостоящей и сложной программы повышения прозрачности, любой разумный собственник способен поставить процесс прозрачности под контроль: то, что не должно стать прозрачным, будет аккуратно проходить мимо заинтересованных лиц (мелких акционеров, государства, оценщиков, аудиторов, рейтинговых агентств, инвестиционных компаний, аналитиков). Напротив, все яркое и позитивное может становиться не только прозрачным, но и служить целям скрытой рекламы бизнеса. Тем не менее, есть и другая сторона проблемы: если компания вступила на путь прозрачности, то скрыть большинство событий будет крайне трудно, любые тайные действия станут элементом аферы или преступного сговора, могут привести к уголовному преследованию⁴⁷. Данный фактор является немаловажным, хотя и неосознанным пока многими компаниями, ограничителем перехода к прозрачности бизнеса.

И это не предел усложнения ситуации. Так, с одной стороны, в силу особенностей корпоративного ландшафта в России нет более серьезной проблемы, чем *конфликт мажоритарных (контролирующих) и мелких акционеров*. По сути, серьезность данного конфликта основана не на его абсолютной значимости, а на отсутствии равноценных конфликтов в системе российского корпоративного управления⁴⁸. С другой стороны, нет и очевидной экономической необходимости и возможности далее ужесточать меры защиты миноритариев (через мониторинг советов директоров, прозрачность и т.п.). В равной степени не существует законодательных способов защиты прав крупных акционеров (эмитентов) от корпоративного шантажа,

⁴⁷ Мошкович Б. Призрачная прозрачность или управляемая стоимость бизнеса? // Управление компанией, 2002. № 12. С. 69–72.

⁴⁸ Если абстрагироваться от проблемы враждебных поглощений, имеющей самостоятельное значение.

ибо это в первую очередь вопрос эффективной судебной системы. Акцент политики в пользу лишь одной группы субъектов системы корпоративного управления требует серьезной экономической ломки сложившихся отношений и ведет к нарушению баланса интересов всех остальных субъектов, которые в равной степени имеют право на защиту с точки зрения общего принципа защиты прав собственности.

На фоне описанных проблем и новаций популярная идея повсеместного внедрения российского *Кодекса корпоративного поведения* не выглядит приоритетной⁴⁹. Формальным преимуществом для компаний, которые намерены следовать рекомендациям Кодекса, станет формирование позитивного имиджа для зарубежного инвестиционного сообщества. В этом смысле национальный Кодекс является неким привычным, хотя и формальным, сигналом для потенциальных инвесторов о ситуации в стране. По данным опроса компанией McKinsey 200 крупнейших мировых инвесторов (в совокупном управлении – активы на сумму 3,25 трлн долл.), 75 % инвесторов ставят качество корпоративного управления на один уровень с финансово-экономическими результатами, а в условиях стран переходной экономики отдают фактору корпоративного управления приоритет. С точки зрения стоимости акций 80 % инвесторов согласны на «надбавку» за качество корпоративного управления, а вызванная последним капитализационная премия находится в пределах от 20 % (страны с развитой корпоративной культурой) до 50 % и более (развивающиеся рынки)⁵⁰.

Многие крупнейшие российские компании в 2000–2003 гг. уже приняли собственные кодексы именно с этой целью, и принципиальных отличий, видимо, не будет. Как правило, нормы таких кодексов в большей степени ориентированы на стандарты тех зарубежных рынков, с которыми компания связывает свои программы финансирования (привлечения инвесторов). Более того, даже заимствование отдельных норм унифицированного Кодекса российскими корпорациями будет происходить лишь постольку, поскольку последние, во-первых, сами заинтересованы в них по целому комплексу самых разных причин, во-вторых, по мере консолидации корпоративного контроля. Как показывает опыт 2000-х гг. *именно по мере консолидации контроля в целом и, в частности, активов дочерних компаний возростали формальная прозрачность и открытость ряда компаний по отношению к мелким акционерам*. Первичной здесь, безусловно, является консолидация. «Вымывание» мелких акционеров становится, таким образом, условием улучшения качества их защиты.

Единственно возможная форма такого Кодекса – рекомендательная, однако соблюдение не только рекомендательных, но и законодательных норм в компаниях, где актуальны корпоративные конфликты или сохраняется угроза враждебного поглощения, не представляется возможным. Это означает в принципе спонтанный характер процесса формирования корпоративной культуры по мере преодоления объективных издержек передела собственности в России. Данный тезис прямо связан с общей проблемой защиты прав акционеров.

С другой стороны, попытки обязательного использования норм Кодекса в качестве внешнего механизма корпоративного управления (в данном случае через рынок ценных бумаг) не станут эффективными в обозримом будущем. Например, требование допуска к листингу на фондовых биржах только при соблюдении норм Кодекса несостоятельно – как массовый, стандартный инструмент – по причине неликвидного и крайне узкого (штучного) рынка. Во-первых, явная тенденция к

⁴⁹ Кодекс корпоративного поведения. Материалы для общественной дискуссии. М., ФКЦБ, 2001

⁵⁰ Сайт компании McKinsey (www.mckinsey.com/features/investor_opinion/index.html).

концентрации акционерного капитала, во-вторых, процесс «закрывания» созданных в процессе приватизации открытых АО являются для этого объективной базой.

Таким образом, очевидны объективные границы действия данного Кодекса. Можно согласиться с оценкой, согласно которой Кодекс только на 5–10 % будет определять судьбу российского рынка ценных бумаг и приход на него долгосрочных инвестиций⁵¹. Образовательное значение Кодекса, тем не менее, может оказаться полезным уже на текущей стадии, а его действенность будет зависеть от соблюдения следующих принципов: строго рекомендательный характер при отсутствии каких-либо санкций за невыполнение норм (в законодательстве и ведомственных актах); отказ от дублирования корпоративного и сопряженного законодательства; отбор жизнеспособных (в российских реалиях) норм Кодекса по мере накопления позитивной практики и их внесение в законодательство.

Безусловно, есть и ряд других объективных позитивных тенденций в становлении стандартов корпоративного управления у российских эмитентов. Например, по данным Института корпоративного права и управления (ИКПУ), отмечается повышение прозрачности компаний (информация раскрывается более полно и своевременно, в частности, в ежеквартальных отчетах и сайтах эмитентов), существенно улучшилось содержание учредительных и внутренних документов компаний. Эти сдвиги находят свое отражение, в частности, в рейтинге корпоративного управления ИКПУ. Так, за 12 месяцев (II квартал 2001 г. – II квартал 2002 г.) из 23 компаний, на которые приходится около 90 % капитализации российского фондового рынка, в 18 корпоративное управление улучшилось, в 4 ухудшилось и в 1 осталось неизменным. Данные за III квартал 2002 г. также подтверждают эту тенденцию. Пока речь идет о ряде крупнейших компаний, поэтому говорить о масштабных сдвигах в корпоративном секторе в отношении соответствующих стандартов пока не представляется возможным.

Можно в итоге выделить следующие принципиальные для перспектив формирования национальной модели корпоративного управления процессы:

- латентное состояние процесса разделения собственности и управления (слияние «контролирующих акционеров» и «менеджеров») сохранится в среднесрочном периоде;
- крайне низка вероятность расширения в ближайшие годы внешнего акционерного финансирования как второй принципиальной экономической предпосылки эффективного корпоративного управления;
- финансовая система России в ее современном неопределенном состоянии не позволяет даже предположительно оценивать тяготение российской системы корпоративного управления к каким-либо классическим образцам (прежде всего – к каким-либо иным, кроме самофинансирования, источникам, и, соответственно к типам контроля);
- тем не менее концентрация акционерного капитала является очевидным процессом, в рамках которого происходит не только консолидация контроля, но и реализация *экономическими* методами «самодостаточной» модели корпоративного управления (предложенной для переходных экономик в середине 90-х гг. в контексте *правоприменения*);
- правовые новации в области собственно корпоративного законодательства (защиты прав акционеров) в значительной степени достигли своего предела с точки зрения существующих экономических условий;

⁵¹ Миркин Я., С.Лосев. Защита инвесторов: границы возможного и новые идеи // Рынок ценных бумаг, 2000. № 22. С. 43–47.

– методы защиты прав акционеров не смогут получить дальнейшего развития без адекватных общих мер в сфере цивилизованного инфорсментента;

– методы мониторинга менеджеров останутся неэффективными при отсутствии развитой системы конкурентных товарных рынков, рынков капитала и труда, банкротств.

Модель с доминированием интересов мелких акционеров (или резкий акцент в законодательстве на абсолютную защиту мелких акционеров), видимо, не столько невозможна, сколько несостоятельна на практике. Реализация такой модели, основанной в значительной степени на англосаксонской практике, прецедентном праве и идеях самодостаточности корпоративного права для России (середина 90-х гг.), потребует серьезной экономической ломки сложившихся отношений (хотя нельзя согласиться и с тем, что эти отношения благотворны). Резкий акцент в пользу миноритарных акционеров нарушает баланс интересов всех остальных субъектов корпоративных отношений, которые в равной степени имеют право на защиту с точки зрения общего принципа защиты прав собственности.

Роль мелких акционеров, тем не менее, принципиально важна для обеспечения прозрачности компаний. В целом же, безусловно, в перспективе необходимо двигаться в направлении некой смешанной модели, которая с одной стороны будет учитывать описанные экономические принципы и тенденции, но вместе с тем предполагать баланс интересов всех акционеров и, более широко, со-участников («stakeholders»). Модельные принципы ОЭСР по данному вопросу могли бы послужить для этого разумной основой.

В долгосрочном плане следует учитывать *общемировую тенденцию к сближению моделей* корпоративного управления (конвергенция) и формированию общепринятых принципов «корпорации XXI века». В целом можно согласиться с подходом, что ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность являются действительно универсальными стандартами для всех режимов корпоративного управления. В то же время очевидно, что эффективность функционирования «корпорации XXI века» будет тем выше, чем больше будут учтены принципы национального предпринимательства.

В долгосрочной перспективе России необходимо также двигаться в направлении некой *смешанной модели*. В прикладном плане это означает – в данный момент времени – нецелесообразность (невозможность) такого правового оформления «национальной модели» корпоративного управления, которое бы соответствовало тому или иному классическому образцу (которые сами становятся все более размытыми). Фундаментальная задача с точки зрения государства – это рассмотрение корпоративного управления в контексте защиты и гарантий прав собственности (прав инвесторов, прав акционеров) и обеспечение баланса интересов (прав) всех участников корпоративных отношений. Именно в данном контексте корпоративное управление должно рассматриваться как важнейшее институциональное условие экономического роста.

Принципиально важно состояние дел в области *исполнения законодательства*. Хотя и среди стран Запада имеются весомые различия, реформа в данной сфере в России является наиболее актуальной.

Приведем лишь один пример. С вступлением в силу Гражданского процессуального (с 1 февраля 2003 г.) и Арбитражного процессуального (с 1 сентября 2002 г.) кодексов связывалось решение острейшей проблемы коллизии компетенции судов общей юрисдикции и арбитражных судов РФ в отношении споров в сфере корпоративного права в целом и в сфере защиты прав акционеров, в частности. В соответствии с п. 4 ст. 33 Арбитражного процессуального кодекса РФ арбитражным судам теперь подведомственны дела «по спорам между акционером и акционерным

обществом, участниками иных хозяйственных товариществ и обществ, вытекающим из деятельности хозяйственных товариществ и обществ, за исключением трудовых споров». Тем не менее внесенные изменения так и не решили проблему двойственности судебной компетенции в области корпоративных споров – по-прежнему неясно, например, какому суду будет подведомствен спор по иску акционера к акционерному обществу о нарушении прав акционера в ходе проведения общего собрания акционеров, а также иные споры в сфере защиты прав акционеров (т.е. все дела, вытекающие из гражданских правоотношений), и, наконец, споры между акционерами общества.

Хотя к началу 2000-х гг. правовые новации в области собственно корпоративного законодательства (защиты прав акционеров) в значительной степени достигли своего предела с точки зрения существующих экономических условий, перспективы улучшения действующих норм достаточно широки. Наиболее корректно было бы утверждать, что в настоящее время существуют отдельные прикладные задачи, позволяющие не рассматривать проблему корпоративного управления на мифологическом уровне. Это касается как основополагающего закона «Об акционерных обществах», так и более специализированных областей, таких, как реорганизация, слияния и поглощения, группы компаний, аффилированные лица, бенефициарные владения и ответственность собственников, коллизия «доверительное управление – траст», инсайдерские сделки, раскрытие информации и отчетность, банкротство, сохраняющиеся объемы участия государства в корпорациях и др.

Проблема дальнейшего развития законодательных норм корпоративного управления нуждается в комплексном решении, основанном не только на ужесточении мер ответственности различных хозяйственных субъектов (значимость которых минимизируется системной коррупцией), но прежде всего на понимании реальных механизмов и особенностей функционирования российских корпораций. Несколько принципов должны быть приняты во внимание:

- разный подход к компаниям разного типа и размера (с точки зрения прозрачности, стандартов корпоративного управления и др.);
- перманентная ликвидация в законодательстве способов дискриминации различных групп акционеров (что характерно для всего мира);
- детализация ставших особо актуальными вопросов (например, регулирование поглощений);
- отказ от заведомо неэффективного принудительного внедрения стандартов корпоративного управления (Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ);
- селекция «прижившихся» добровольных норм и их узаконение;
- прозрачность процедур государственного (ведомственного) контроля и правоприменения. Очевидно, что движение вперед окажется бессмысленной затеей при отсутствии эффективной инфраструктуры и политической воли к исполнению законодательства.

12.5. Корпоративное управление, обязательства, внушающие доверие, и «институциональное окружение»

Экономическая теория прав собственности позволяет выделить лишь некоторые фундаментальные («базовые») отношения присвоения. Между тем роль тех или иных хозяйственных институтов в огромной степени зависит от распространенных в данном обществе традиций и неформальных норм поведения. В свое время еще Джон Стюарт Милль отмечал, что распределение продукта, равно как и систему

экономических отношений, проявляющуюся в формах и методах распределения, можно считать результатом действия двух групп факторов – конкуренции и традиции («обычая»), причем экономисты обычно склонны уделять внимание лишь первой группе факторов⁵².

И при обсуждении механизмов, основанных на рыночной конкуренции, достаточно важен учет сложившихся норм, особенностей поведения и ограничений, порожденных историческими традициями. Нетрудно видеть, например, что описанный выше анализ прав собственности предполагает экономику, в которой существуют не только хорошо отлаженная структура контрактных соглашений, оформляющих результаты рыночных сделок, но и воспитанная многими десятилетиями, если не столетиями, «культура контракта», опирающаяся на некую постепенно сложившуюся систему норм.

Само «понятие» нормы в подобном контексте удачно определяет один из наиболее известных экспертов в области «правовой экономики» Р. Познер. С его точки зрения, речь идет о правиле, которое провозглашается какой-либо официальной организацией, например, судом или законодательной властью, и не проводится в жизнь с помощью угрозы санкций, предусматриваемых законом, но которое, тем не менее, постоянно соблюдается⁵³.

Большинство теоретических моделей и эмпирических наблюдений приводят к выводу, согласно которому в большинстве случаев инфорсмент хозяйственных прав удается обеспечить благодаря *взаимной заинтересованности* участников хозяйственного процесса. Лишь в исключительных случаях последние апеллируют непосредственно к содействию судебным-правовым органам, что связано прежде всего с высокими затратами защиты исков в суде. В качестве наиболее эффективного «регулятора» отношений между фирмами указываются, как правило, спонтанные процессы самоорганизации, обеспечивающие постепенное совершенствование контрактных отношений между участниками хозяйственного процесса.

Эффективное функционирование механизмов инфорсмента контрактных прав и прав собственности предполагает, что участники хозяйственного процесса уверены в надежности и устойчивости этих прав. Ключевой категорией, описывающей подобную ситуацию, Д. Норт считает «обязательство, вызывающее доверие» (*credible commitment*)⁵⁴. Как большинство характеристик такого рода, «обязательство, вызывающее доверие», представляет собой не формально отточенное понятие, а, скорее, некоторую значимую метафору; поэтому напрасно было бы искать особенно четкие определения такого обязательства. Комментируя эту концепцию Д. Норты, один из известных представителей новой институциональной теории Г. Лайбекэп полагает, что в узком смысле слова такое обязательство характеризует инфорсмент контрактных прав в коммерческих сделках. В широком смысле оно подразумевает ограничение произвольных действий со стороны государства, обеспечивающее такую надежность прав собственности, которая необходима для осуществления долгосрочных инвестиций⁵⁵. О существовании обязательств, внушающих доверие, по мнению

⁵² Mill, John Stuart. Principles of Political Economy. Ed. by. W. Ashley. New York: A. M. Keller Publishers, 1965 [1848]. Book II.

⁵³ Posner R. Social Norms and the Law: an Economic Approach // American Economic Review, 1997. Vol. 87.

⁵⁴ North D. Institutions and Credible Commitment // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 11–23.

⁵⁵ Libecap G. Comments // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. № 1. P. 29–35. Более подробный анализ связей между «обязательствами, вызывающими доверие», и правами частной собственности содержится в работе, специально посвященной природе обязательств, складывающихся в условиях переходной экономики: Diermeier D., Ericson J., Frye T., Lewis S. Credible

Д. Норта, можно судить по достаточно низкому уровню транзакционных издержек на рынке капитала и на других рынках.

Новая институциональная теория исходит из того, что на протяжении предшествовавшей истории хозяйственные отношения лишь в редких случаях могли обеспечить появление обязательств, внушающих доверие. Да и в настоящее время сфера распространения подобных обязательств не всегда достаточно широка.

Д. Норт справедливо отмечает, что в формировании системы обязательств, внушающих доверие, важнейшую роль играет проверка временем. Такие обязательства могут быть утверждены лишь на протяжении чрезвычайно продолжительного периода. В экономике феодального типа для упрочения отношений между властью и подданными требовалась смена нескольких поколений, за это время постепенно расширялся и «горизонт» финансового планирования монарха. В периоды войн и финансовых кризисов горизонт планирования, понятно, сокращался.

В случаях более или менее радикальных реформ вплоть до нынешней поры требуется немалый период, чтобы с годами стала уменьшаться неопределенность, характеризующая последующее развитие событий. Постепенное упрочение обязательств, принятых на себя участниками хозяйственного процесса, выступает в качестве долгосрочной фундаментальной тенденции в развитии зрелой рыночной экономики.

Особенно существенным представляется в этой связи следующее соображение. Вопреки мнению многих экономистов, в том числе ряда западных экспертов, помогавших при разработке хозяйственных реформ в странах Центральной и Юго-Восточной Европы, формирование поведенческих стандартов, которые обеспечивают функционирование обязательств, внушающих доверие, не следует и не может автоматически последовать за общей либерализацией хозяйственной жизни (например, за отказом от фиксированных цен, разрешением купли-продажи иностранной валюты, появлением финансовых инструментов и превращением их в объект купли-продажи и др.).

Базовые характеристики стабильности складывающихся хозяйственных отношений, в том числе отношений собственности, рассматриваются в работах О. Уильямсона. Вслед за Л. Дэвисом и Д. Нортом, О. Уильямсон предполагает различать институциональную упорядоченность (*institutional arrangement*) и институциональное окружение (*institutional environment*)⁵⁶.

Первая из них, по-видимому, должна характеризовать совокупность прав собственности, формально закрепленных в контрактах, а также в многочисленных неформальных соглашениях и механизмах поддержания репутации. Институциональная упорядоченность должна обеспечивать единообразные правила и механизмы, позволяющие вносить изменения в законы или в систему прав собственности. О наличии институциональной упорядоченности может свидетельствовать, в частности, доверие всех участников к заключенным контрактам. Поскольку такие соглашения заключаются добровольно в индивидуальном порядке, институциональная упорядоченность представляет собой, прежде всего, результат упрочения новых этических и правовых норм хозяйственной жизни.

Commitment and Property Rights: The Role of Strategic Interaction Between Political and Economics Actors. In.: The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economies. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press, 1997. P. 20–42.

⁵⁶ *Williamson O.* The Evolving Science of Organization // *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 1993. Vol. 149. № 1. P. 36–63.

Институциональное окружение характеризует общую устойчивость сложившихся структур собственности и правил присвоения на протяжении всего периода осуществления долгосрочных инвестиций. Указанное понятие включает и требования политической устойчивости, а также достаточной дееспособности судебной системы. При характеристике институционального окружения особую роль играют изменения в «характеристиках доверия» («credibility features»).

Выявление политико-правовых условий, формирующих оптимальное институциональное окружение, представляет собой достаточно сложную задачу. Б. Уэйнгаст, например, выделяет «фундаментальную политическую дилемму хозяйственной системы»: «правительство, достаточно сильное для того, чтобы защитить права собственности, оказывается вместе с тем достаточно сильным и для того, чтобы конфисковать собственность своих граждан»⁵⁷.

Новая институциональная теория обычно исходит из того, что с развитием экономики должна меняться оптимальная структура собственности, но ни в одном случае права собственности не могут быть сформулированы и установлены совершенным образом. Последнее соображение связывается, в частности, со значительными масштабами транзакционных издержек, требующихся для реализации и защиты индивидуальных прав собственности. Наряду с государством, играющим столь важную роль в осуществлении инфорсmenta контрактных прав и прав собственности, каждому участнику приходится расходовать силы и средства для реализации и защиты своих хозяйственных прав. *Чем более благоприятно институциональное окружение для осуществления рыночных операций, тем меньшая доля в осуществлении подобных защитных функций приходится на частные формы инфорсmenta.*

Применительно к переходной экономике, в том числе в условиях России, благоприятность институционального окружения имеет принципиальное значение. Вместе с тем здесь особенно остро стоит проблема *действия факторов постсоциалистической рецессии*⁵⁸. Ситуация осложняется еще и тем, что в течение относительно долгого периода времени объективно сохраняют свое значение некоторые социалистические институты (*проблема социалистического наследия*). Для условий России 90-х гг. следует также принять во внимание такие факторы, как политическая нестабильность и слабость власти. В 2000-х гг. на первый план выходит проблема инфорсmenta контрактных прав и прав собственности. Тем не менее политические мотивы тех или иных правоприменительных действий, проявляющиеся в том числе в виде выборочного (заказного) инфорсmenta, отнюдь не утратили своей значимости при выборе объектов. В определенном смысле (в контексте институционального окружения) можно говорить об институциональном кризисе.

Хотя подробно различные институциональные проблемы рассмотрены в других главах, здесь же необходимо привести несколько важнейших уроков 90-х – начала 2000-х гг.

⁵⁷ Weingast Constitutions as Governance Structures: the Political Foundations of Secure Markets // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 286–311.

⁵⁸ См.: *Гайдар Е.* Современный экономический рост и стратегические перспективы социально-экономического развития России. М.: ИЭПП, 2003.

1. Очевидная и объективно необходимая *рецепция стандартного набора формальных рыночных институтов*, связанных с функционированием корпораций в пост-приватизационный период, завершена к концу 90-х гг. По «степени охвата» хозяйственное законодательство России не уступает другим странам с переходной экономикой, по ряду позиций находится впереди. Ключевой задачей на перспективу является *тонкая «настройка» существующей системы институтов* в соответствии с реалиями российской переходной экономики.

Тем не менее в отношении формирующейся национальной модели корпоративного управления можно говорить о противоречии между фактическим процессом экономической концентрации (концентрации акционерного капитала) и гипертрофированной ориентацией права на защиту миноритариев. Практическим результатом такого противоречия являются: **поверхностно** – перманентные конфликты интересов в компаниях, **по сути** – несостоятельность механизмов защиты миноритариев, с одной стороны, и невозможность бесконфликтной реализации законных преимуществ крупного собственника, с другой.

2. Одним из наиболее серьезных выводов должно быть крайне осторожное отношение к *трансплантации институтов* уже на современной стадии – стадии «настройки» первичной институциональной структуры.

Подобный опыт многих стран, часто обусловленный политическими мотивами, чаще всего негативен (например, ужесточение требований прозрачности европейских публичных компаний по инициативе ЕС в 90-е гг.). Такого рода трансплантация возможна только при наличии **сходных** экономических предпосылок. Так, например, если многие элементы современной реформы законодательства о компаниях ЕС 2000-х гг. могут быть использованы в России⁵⁹, то новации закона Сарбейнса–Оксли (США, 2002 г.) вряд ли реально приживутся на российской почве.

3. Очевидный кризис государственного правоприменения (инфорсмента) не позволяет пока говорить даже о долгосрочных благоприятных перспективах формирования институционального окружения⁶⁰.

Проявлениями такого кризиса могут служить и широкий спектр как минимум малообоснованных судебных решений последних лет по корпоративным спорам, и хроническая борьба ведомств за расширение своих контрольных полномочий (например, ФСФО – в вопросе консолидации требований государства в соответствии с законом 2002 г. «О несостоятельности (банкротстве)», ФКЦБ – в вопросе собственных функций при подготовке поправок в закон «О рынке ценных бумаг» и др.), и выполнение государственными правоохранительными органами функций частного инфорсмента на коммерческих началах.

Данная проблема, тем не менее, не носит одностороннего характера. По сути, речь идет о некоем воспроизводимом противоречии: с одной стороны, для пресечения правонарушений со всей очевидностью необходима система эффективного инфорсмента. С другой стороны, эффективность инфорсмента объективно подрывается массовостью таких нарушений. Следовательно, дело не только в эффективной судебной реформе, но есть и экономические и правовые предпосылки формирования

⁵⁹ Подробно см.: *Радыгин А.* Регулирование норм корпоративного управления в России и ЕС: ограничения, возможности и перспективы унификации / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М., 2003.

⁶⁰ Подробно см.: *Радыгин А., Энтов Р.* Инфорсмент прав собственности и контрактных обязательств: теоретические подходы и опыт России / Экономика переходного периода. Сб. избр. работ. М., 2003.

институционального окружения, имеющие прямое отношение к «тонкой настройке» уже созданных институтов.

4. Действие конкурентных механизмов требует, чтобы объектом купли-продажи были реальные или финансовые активы, но никак не сами *правила*, соблюдаемые в «рыночной игре». Оптимальная система инфорсmenta предполагает, что сами решения судебных инстанций, защищающие права собственника или контрактные права, никоим образом не могут покупаться и продаваться. Нетрудно предположить, что в реальной жизни вряд ли можно рассчитывать на строгое соблюдение подобных условий. Известно, например, что и при полном отсутствии каких-либо элементов рентоориентированного (*rent-seeking*) поведения представителей «третьей власти» предприниматель, прибегающий к дорогостоящим услугам более квалифицированных и/или более влиятельных юристов, при прочих равных условиях имеет больше шансов выиграть судебный процесс.

В переходной экономике (равно как и во многих развивающихся) к этому, безусловно, следует добавить наличие отлаженной *системы* поборов и взяток, часто оказывающих существенное влияние на решения органов правопорядка⁶¹. В итоге именно в переходной экономике может складываться несколько парадоксальная ситуация, когда в судебной сфере взятки, выступающие в роли побочных платежей (*side payments*), в некоторых случаях могут способствовать реализации прав собственности. Очевидно, тем не менее, что в условиях несовершенных законодательства и судопроизводства подобные платежи могут склонять и к решениям, предполагающим нарушение этих прав.

При этом проблема коррупции носит очевидный системный характер. Косвенным признаком такой системности (помимо абсолютных оценок) можно считать формирование своеобразной «табели о рангах», основанной на сопоставимости доходов на государственной службе и в частном секторе. Ротация, соответственно, осуществляется с учетом ренты, извлекаемой на государственной должности.

5. Острота проблемы эффективных *неформальных институтов* только сегодня стала очевидна для переходной экономики России. Обязательства, внушающие доверие, равно как и нормы «культуры контрактов», уже упоминались выше.

Необходимо также упомянуть те институциональные элементы, которые лежат на грани формальных и неформальных институтов. Роль легальных (т.е. не относящихся к криминальным) негосударственных форм, обслуживающих интересы относительно широкого круга экономических агентов, становится особенно значимой именно в условиях неэффективного институционального окружения (включая слабые или функционирующие неоптимально государственные формы). Прежде всего, это институт саморегулирования. На наш взгляд, становление системы саморегулируемых организаций (СРО) в России как принципиальное и недостающее звено цельной системы инфорсmenta *искусственно* ограничивается государственной властью. Об этом свидетельствует длительное непринятие закона «О саморегулируемых организациях», отношение государственной судебной системы к негосударственным формам разрешения споров, отношение государственных ведомств к тем СРО, которые претендуют на независимость в интересах своих членов, и др.

⁶¹ В соответствии с рейтингами Всемирного банка 2000 г., которые исчислены на основе опроса предпринимателей разных стран, индекс некорруптированности судебно-правовой системы оказался наиболее высоким в странах со «скандинавским» типом законодательства (медианное значение 4,65). В странах с англосаксонским типом законодательства он составил 3,82, а в странах с германским типом – 3,92. Страны с переходной экономикой занимали самое низкое место – индекс некорруптированности был равен 2,8.

6. Отсутствие в социальной памяти населения информации о *досоциалистических рыночных институтах* особенно сказывается на состоянии фондового рынка и его цивилизованных институтах коллективного инвестирования. В этой связи особенно показательны сравнительные данные об инвестиционных фондах по России и ряду стран Восточной Европы: в абсолютном выражении совокупные чистые активы инвестиционных фондов Польши, Венгрии и Чехии в 5–7 раз превышают аналогичный показатель по России, в расчете на душу населения отмечается разрыв вплоть до 80-кратного⁶².

Хотя для интенсивного развития рынка необходимы пока отсутствующие в России предпосылки иного (экономического) характера, быстрое преодоление психологических барьеров невозможно, соответственно бессмысленны прогнозы массового притока частных сбережений на корпоративный сегмент фондового рынка в любых формах.

7. Отдельной проблемой является *инерция социалистических институтов*. Ярким примером является сохранение института унитарных предприятий на праве хозяйственного ведения (см. главу 14).

8. На современном этапе актуальной является также проблема *имитации рыночных институтов*. Наиболее наглядно она может быть проиллюстрирована на примере института банкротства начиная с 1992 г. (см. главу 13).

9. Приватизация и другие хозяйственные реформы, которые не сопровождаются формированием *институциональных барьеров*, ограничивающих хозяйственное влияние мощных социально-политических группировок, вызывают ряд неблагоприятных экономических эффектов и, в частности, могут повлечь за собой постепенное «обескровливание» некоторых приватизированных предприятий. Вместе с тем, отсутствие подобных барьеров и недостаточно действенная система инфорсmenta контрактных прав и прав собственности может способствовать укреплению различных частных криминальных («мафиозных») структур, осуществляющих столь необходимые функции – реализацию контрактных прав и действенную защиту собственности. Данные группировки, по сути, замещают отсутствующие или функционирующие неэффективно структуры, относящиеся к централизованному государственному инфорсменту.

10. Особое значение имеет *реальный спрос на те или иные институты*, точнее, наличие экономических агентов, готовых не только предъявить соответствующий спрос, но и обеспечить политическую поддержку развития необходимых им институтов.

Так, применительно к проблеме защиты прав собственности и конкуренции в России (и не только) вполне обоснованным выглядит подход, согласно которому низкий уровень защиты прав собственности обусловлен как минимум двумя причинами⁶³. Во-первых, возникшее (в том числе по итогам приватизации) и усилившееся в 90-е гг. имущественное и политическое неравенство при слабом государстве обусловило минимальный спрос на создание «хороших» государственных институтов, так как наиболее состоятельные экономические агенты использовали альтернативный путь – инвестировали ресурсы в создание собственных защитных

⁶² Анализ и прогноз развития финансовых рынков в России. М.:ТАСИС, 2003.

⁶³ См.: *Гуриев С., Сонин К.* Богатство и рост // Эксперт, 2003. № 24. С. 40–47. Подробно о спросе на институты в условиях России см. также: Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. Научные доклады, № 148. М.: МОНФ, 2003.

механизмов (службы безопасности, связи с федеральными и региональными чиновниками и судами, финансирование политических деятелей и другие механизмы, впоследствии получившие название «административного ресурса»).

Во-вторых, низкий уровень защиты прав собственности был и в значительной степени остается и в 2000-е гг. выгодным для многих экономических агентов, так как создает благоприятные условия для дальнейшего перераспределения (передела) собственности. Тем не менее с 2002 г. отмечается рост интереса к тем экономическим институтам, которые не связаны с отдельной социальной группой, т.е. призваны обеспечивать защиту интересов всех экономических агентов (практически всеобщая поддержка реформы государственного аппарата, идеи независимости судов и др.). Очевидно, что такой интерес не возникает сам по себе – можно предположить, что на определенном этапе издержки взаимодействия крупнейших российских корпораций с бюрократией (в рамках указанного альтернативного механизма защиты своих интересов) стали неоправданно высоки, что и потребовало пересмотра системы защитных механизмов.

Возможно, в таком контексте (помимо политического, имеющего, видимо, самостоятельное значение) следует рассматривать и дело «ЮКОС»/МФО «Менатеп» лета 2003 г. Очевидно, что вывод всей схемы владений из тени (о налоговых и финансовых схемах речь в данном случае не идет) означает в том числе и уменьшение потребности в специфических доверительных отношениях с бюрократией. Соответственно, наиболее полно (по сравнению с другими) легализовавшая свою структуру, акционеров и бенефициаров компания стала и первой жертвой такой легализации, что само по себе является уроком для других. В то же время не стоит забывать о том, кто, собственно, культивировал такие «доверительные» отношения на протяжении всех лет российских реформ (на федеральном и региональном уровнях, при приватизации на всех ее этапах, создании пирамиды ГКО в 1993–1998 гг., в кредитно-финансовой сфере и банковском секторе, во внешнеэкономической сфере и т.д.). «Кто ведет в плен, тот сам пойдет в плен; кто мечом убивает, тому самому надлежит быть убиту мечом». При этом очень показательным критерием для оценки перспектив формирования реального спроса на независимые институты является почти нулевая поддержка (защита) «ЮКОСа» со стороны других крупнейших групп (предпринимателей).

Нельзя, тем не менее, не указать и иную возможную интерпретацию возросшего спроса на «независимые» институты. Как, например, выразился президент «Сибнефти» Е. Швидлер, в ходе развития нефтяных компаний каждая получила свою долю административного ресурса, и именно это определяет истинную конкуренцию на нефтяном рынке⁶⁴. Следует заметить, что по оригинальной версии, предложенной в том же источнике, стандартизация и массовость процедур применения «административного ресурса» в 2002 г. привели как к удешевлению его использования, так и к тому, что противоборствующие стороны используют одинаковые методы (равновесные фигуры поддержки) и чаще всего уже не в состоянии довести дело до победы одной из сторон. В этой ситуации затраты, сопутствующие корпоративному конфликту, становятся

⁶⁴ Коммерсантъ-Власть, 2003. 20–26 января. С. 25.

сопоставимы с реальной стоимостью активов, и цивилизованные переговоры становятся более экономичными. Это, в свою очередь, требует и большей защищенности прав собственности участников сделки, и большей прозрачности экономических агентов (в том числе в отношении реальных собственников российских компаний).

При этом выбор между теми или иными институтами прямо связан со сравнительной затратностью их использования. Пожалуй, наилучшим примером является сравнение в данном контексте института банкротства и рынка корпоративных ценных бумаг. Фактически возбуждение процедуры банкротства в 1998–2002 гг. стало низкозатратной (при наличии потенциального сговора арбитражного управляющего с кредиторами, арбитражными судьями и чиновниками ФСФО) альтернативой враждебному поглощению посредством скупки акций на вторичном рынке. В этой связи интересно предположение о том, что существует прямая связь между вступлением в силу в 1998 г. закона «О несостоятельности (банкротстве)» и низким уровнем сопротивления российского фондового рынка в 1998–2000 гг.⁶⁵ Существенно при этом, что закон «Об акционерных обществах» содержит многочисленные легальные возможности для эффективного отражения корпоративного агрессора в рамках корпоративного права, тогда как действовавшая в 1998–2002 гг. процедура банкротства при должной организации была для агрессора почти беспроблемной.

⁶⁵ См.: Волков А., Привалов А. А ну-ка, отниму! // Эксперт, 2001. № 1–2. С. 28–29.