

ГЛАВА 4

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РЕГИОНЕ ЕЭК

Недавние финансовые скандалы, связанные с крупными корпорациями Соединенных Штатов, продемонстрировали, чем оборачиваются недостатки в области корпоративного управления, и сделали одной из приоритетных задачу осуществления реформ в данной области. В регионе ЕЭК в принципе существуют две сложившиеся модели корпоративного управления, а именно модель, принятая в англосаксонских странах, и модель стран континентальной Европы. Они различаются между собой по ряду аспектов, в том числе в отношении органов, осуществляющих контроль, структуры совета и структуры собственности в целом, роли акционеров или учета их интересов и степени защиты прав акционеров и кредиторов. Вместе с тем ни одна из систем не продемонстрировала своего превосходства. Мощные силы – например, необходимость обеспечения доступа к иностранным рынкам капитала, давление со стороны институциональных инвесторов и процесс формирования единого европейского рынка финансовых услуг – в значительной мере побуждают к конвергенции этих систем. Однако систему корпоративного управления, как и другие важные институты общества, трансплантировать сложно. В странах центральной и восточной Европы и в СНГ системы корпоративного управления находятся в процессе формирования, причем даже в большей степени, чем в странах со зрелой рыночной экономикой. Несмотря на весьма впечатляющий прогресс в области юридической защиты прав акционеров и кредиторов, по-прежнему сохраняются значительные проблемы в правоприменительной области, в частности в СНГ, что ограничивает доступ компаний к внешним источникам финансирования.

4.1 Введение

Во всем регионе ЕЭК в правительственных и научных кругах и в широкой прессе вопросам корпоративного управления уделяется все более пристальное внимание. Столь важное значение, придаваемое данной теме, которую многие могли счесть запутанной и технической, объясняется рядом причин. Недавние финансовые скандалы, связанные с крупными американскими компаниями, такими как "Энрон", "УорлдКом" и "Артур Андерсен", и вызванное ими снижение доверия инвесторов к фондовым рынкам привели к резкому падению курсов акций и существенным финансовым потерям для миллионов отдельных инвесторов. По мнению широкой общественности и экспертов, главная причина этих скандалов заключалась в недостатках корпоративного управления. Поскольку половина взрослого населения Соединенных Штатов прямо или косвенно являются держателями акций, реформа корпоративного управления стала крайне актуальным политическим вопросом. Американский конгресс быстро отреагировал, приняв Закон Сарбанеса-Оксли 2002 года²⁴⁴, после чего в скором времени Нью-Йоркская фондовая биржа установила новые комплексные правила для котирующихся на ней компаний²⁴⁵, что стало наиболее радикальной реформой в Со-

единенных Штатах в области корпоративного управления со времени создания режима регулирования обращения ценных бумаг в 30-е годы. Наблюдая с обеспокоенностью за развитием ситуации в Соединенных Штатах и памятуя о собственных финансовых скандалах прежних лет, европейские страны анализируют сейчас свои системы корпоративного управления, с тем чтобы ограничиться от аналогичных злоупотреблений.

Даже еще до недавних скандалов ОЭСР²⁴⁶, Европейская комиссия²⁴⁷ и отдельные европейские стра-

approved by the NYSE Board of Directors, 1 August 2002" [www.nyse.com]. Новые стандарты должны быть одобрены Комиссией Соединенных Штатов по ценным бумагам и биржам, которая по состоянию на 1 декабря 2002 года еще формально их не утвердила.

²⁴⁶ Organisation for Economic Co-operation and Development, *OECD Principles of Corporate Governance* (endorsed by Ministers at the OECD Council Meeting, 26-27 May 1999) (Paris), October 1999 [www.oecd.org]. После финансовых скандалов в Соединенных Штатах и с учетом растущей международной обеспокоенности по вопросам корпоративного управления Совет ОЭСР на своем совещании на уровне министров 15–16 мая 2002 года выступил с новой инициативой, направленной на укрепление системы корпоративного управления. В его заключительном коммюнике говорится: "...ОЭСР будет наблюдать за развитием ситуации в странах ОЭСР в области управления в корпоративном и финансовом секторах в целях извлечения уроков и определения последствий для оценки принципов корпоративного управления ОЭСР в качестве базовых ориентиров" [www.oecd.org]. Такая оценка должна быть завершена к 2004 году.

²⁴⁷ Weil, Gotshal & Manges, LLP, on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*, January 2002 [www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/index.htm].

²⁴⁴ Sarbanes-Oxley Act of 2002 (Senate), H.R. 3763, 107th Congress, July 2002.

²⁴⁵ "Corporate governance rule proposals reflecting recommendations to the NYSE corporate accounting and listing standards committee, as

ны²⁴⁸ – в известной мере под воздействие ранее вскрытых финансовых злоупотреблений – прилагали с начала 90-х годов значительные усилия, с тем чтобы понять экономические последствия корпоративного управления и разработать рекомендации относительно надлежащих структур и практики управления. Опыт восточноевропейских стран с формирующейся рыночной экономикой за последние 10 лет со всей очевидностью свидетельствует о том, что успешная приватизация и развитие жизнеспособных частных секторов в значительной степени зависят от существования эффективных систем корпоративного управления²⁴⁹. Например, в России способность "олигархов" контролировать и поглощать компании, распродавать компании по частям и осуществлять операции в собственных интересах в ущерб иностранным и отечественным инвесторам совершенно очевидно объясняется системами корпоративного управления, которые не обеспечивают достаточной или вообще никакой защиты для инвесторов, не являющихся инсайдерами. В Чешской Республике при осуществлении быстрой приватизации недостаточно внимания уделялось защите прав акционеров, вследствие чего мелкие инвесторы понесли значительные убытки из-за "туннельного эффекта" в результате распродажи по частям инсайдерами активов приватизированных компаний²⁵⁰.

В целом способность стран привлекать иностранный капитал зависит от существующих систем корпоративного управления и от того, в какой степени руководство компаний обязано соблюдать законные права кредиторов, держателей облигаций и акционеров, не имеющих контрольного пакета акций²⁵¹. Индивидуальные и институциональные инвесторы будут воздерживаться от размещения капитала или будут требовать более значительные премии за риск при осуществлении

инвестиций в предприятия в странах, не имеющих действенных систем корпоративного управления, по сравнению с аналогичными предприятиями в странах с эффективными стандартами в области корпоративного управления²⁵². Можно также отметить, что в связи с той ролью, которую корпоративное управление играет в формировании капитала, оно имеет важное значение для экономической эффективности и роста²⁵³. Эффективная система корпоративного управления устанавливает принципы и нормы, заставляющие менеджеров компаний обеспечивать ее максимальную доходность. В связи с наблюдающимися во всем мире тенденциями к расширению частного сектора и формированием более конкурентоспособных рыночных экономических систем эффективное корпоративное управление рассматривается в качестве ключевого инструмента, позволяющего странам получать реальные экономические выгоды от осуществляемых радикальных экономических преобразований.

Корпоративное управление влечет также многообразные международные последствия. Компании, котирующие свои ценные бумаги на иностранных рынках с целью получения доступа к новым источникам капитала, подпадают в различной степени под стандарты корпоративного управления, существующие в странах, где они котируются. Кроме того, одна из причин, по которым противники "глобализации" выступают против многонациональных корпораций – главной движущей силы процесса глобализации – заключается в том, что несовершенные системы корпоративного управления позволяют принимать решения в интересах менеджеров и акционеров и без учета интересов всех "заинтересованных сторон". В одном из недавних исследований²⁵⁴ был также сделан вывод о том, что серьезные международные экономические споры, например споры в рамках Европейского союза по поводу исключения контролируемых государством предприятий общественного пользования из сферы действия операций по поглощению компаний, или же трения между Соединенными Штатами и Японией по поводу задолженности японских банков, вытекают из проблем корпоративного управления.

С учетом существующей обеспокоенности по поводу корпоративного управления и связанных с ним далеко идущих последствий для экономической деятельности, финансового положения и международных

²⁴⁸ Помимо многочисленных статей и исследований, видные группы и организации отдельных стран разработали за последние 10 лет более 30 рекомендованных кодексов рациональной практики в области корпоративного управления. Исчерпывающий перечень таких кодексов и докладов см. Weil, Gotshal & Manges, *op. cit.*, pp. 14-16.

²⁴⁹ A. Dyck, "Privatization and corporate governance: principles, evidence and future challenges", *The World Bank Research Observer*, Vol. 16, No. 1, Spring 2001, pp. 59-84; S. Estrin, "Corporate governance and privatization: lessons from transition economies", *Journal of African Economies*, Vol. 11, February 2002; и "Competition and corporate governance in transition economies", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 1, Winter 2002, pp. 101-124.

²⁵⁰ M. Iskander, N. Chamlou, *Corporate Governance: A Framework for Implementation*, The World Bank Group (Washington, D.C.), 2000, p. 2. В целом см. R. Frydman et al., *Corporate Governance in Central Europe and Russia* (two volumes), Central European University (Budapest), 1996.

²⁵¹ *OECD Principles of Corporate Governance*, «Для того, чтобы страны могли воспользоваться всеми выгодами глобального рынка капитала и привлечь долгосрочный "устойчивый" капитал, механизмы корпоративного управления должны пользоваться доверием и должны быть понятны за пределами национальных границ», преамбула, стр. 12, примечание 3. См. также E. Rueda-Sabater, "Corporate governance and the bargaining power of developing countries to attract foreign investment", *Corporate Governance*, Vol. 8, No. 2, April 2000, pp. 117-124.

²⁵² В ходе обследования, проведенного в 2000 году, инвесторы указали, что при прочих равных условиях они готовы предложить более высокую цену за компанию с хорошим корпоративным управлением в отличие от компании с менее эффективным управлением. McKinsey & Company, *Investor Opinion Survey on Corporate Governance*, June 2000.

²⁵³ *OECD Principles of Corporate Governance*, "Одним из ключевых элементов повышения экономической эффективности является корпоративное управление...", преамбула, стр. 11.

²⁵⁴ J. Shinn, P. Gourevitch, *How Shareholder Reforms Can Pay Foreign Policy Dividends* (New York, Council of Foreign Relations, 2002), pp. 5-6.

отношений в настоящей главе рассматриваются характер корпоративного управления, его различные модели и формы в Европе и Северной Америке, а также возникающие в данном отношении задачи для экономической и правовой политики в регионе ЕЭК.

4.2 Определение корпоративного управления

Понятие "корпоративное управление", как представляется, появилось и стало широко использоваться в середине и конце 70-х годов в Соединенных Штатах после уотергейтского скандала и выявления фактов о том, что крупные американские корпорации занимались тайным финансированием политических партий и коррупцией за рубежом²⁵⁵. В конечном счете, оно стало также использоваться в Европе в качестве концепции, отличной от таких понятий, как руководство деятельностью компаний, законодательство о компаниях и организация компаний.

Теоретики и практики корпоративного управления дают этому понятию самые разнообразные определения. Экономисты и социологи склоняются к более широкому определению в качестве "институтов, оказывающих влияние на то, каким образом коммерческие корпорации распределяют ресурсы и доходы"²⁵⁶, и "организационных структур и норм, влияющих на ожидаемые методы осуществления контроля за ресурсами компаний"²⁵⁷. Один известный экономист довольно загадочно написал, что корпоративное управление представляет собой "институциональные рамки, в которых определяется вся полнота конкретной операции"²⁵⁸. В этих определениях акцент сделан не только на формальные нормы и институты корпоративного управления, но и на неформальную практику, которая получает распространение при отсутствии или недостаточном развитии формальных норм²⁵⁹. Кроме того, они охватывают не только внутреннюю структуру компании, но и внешнюю среду ее деятельности, включая рынки капитала и рабочей силы, системы банкротства и политику правительства в области конкуренции.

С другой стороны, менеджеры компаний, инвесторы, директивные органы и юристы предпочитают использовать более узкое определение, согласно которому корпоративное управление представляет собой систему норм и институтов, определяющих управление и направление деятельности компании и взаимоотно-

шения между основными участниками компании. Например, часто цитируется определение из подготовленного в Соединенном Королевстве в 1992 году доклада Кадбури, согласно которому "корпоративное управление представляет собой систему руководства деятельностью предприятий и контроля над ней"²⁶⁰. На практике в данном более узком определении основной упор делается практически исключительно на внутренней структуре и функционировании процессов принятия решений в рамках компаний. Именно такое более узкое определение находится в центре публичных дискуссий по поводу корпоративного управления в большинстве стран. Например, принятые ОЭСР Принципы корпоративного управления охватывают лишь пять тем: I. Права акционеров; II. Равный режим для акционеров; III. Роль акционеров в корпоративном управлении; IV. Раскрытие информации и прозрачность; и V. Ответственность Совета²⁶¹. Вместе с тем, как будет показано ниже, страны региона ЕЭК различным образом применяют и толкуют такие более узкие определения. В настоящей главе основное внимание уделяется формальным нормам и институтам корпоративного управления в странах ЕЭК.

В Соединенных Штатах тема корпоративного управления как вопрос государственной политики восходит своими корнями к классической работе профессора права Адольфа Берле-младшего и экономиста Гардинера Минза "Современная корпорация и частная собственность", которая была впервые опубликована в 1932 году²⁶². Авторы исследования изучили усиление концентрации экономического влияния в рамках современной компании и отметили появление профессиональных менеджеров, осуществляющих оперативный контроль за деятельностью крупных компаний, но не имеющих значительной или вообще какой-либо доли в капитале предприятия. Они также указали на все более широкое распыление акций компании среди постоянно увеличивающегося числа лиц, которые из-за своей многочисленности, удаленности и относительно

²⁶⁰ Report of the Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance (Cadbury Report), para. 2.5 [www.ecgn.org].

²⁶¹ Аналогичное ограниченное толкование рамок данной темы принято в публикации Американского института права *Principles of Corporate Governance: Analysis and Recommendations* (St. Paul, MN, American Law Institute Publishers, 1994). Она является результатом 15 лет исследовательской работы ведущей американской организации, объединяющей юристов, судей и преподавателей права, и включает более 800 страниц, на которых представлен всесторонний анализ состояния корпоративного управления в Соединенных Штатах. Исследование состоит из следующих семи частей: I. Определения; II. Цель и поведение корпорации; III. Корпоративная структура: функции и полномочия директоров и должностных лиц; аудиторский комитет в крупных публичных корпорациях; III-A. Рекомендации в отношении корпоративной практики, касающиеся совета и главных контролируемых комитетов; IV. Обязанность проявлять должную заботу и правило хозяйственной осмотрительности; V. Обязанность добросовестно вести дела; VI. Роль директоров и акционеров в осуществлении операций, связанных с установлением контроля и тендерными предложениями; и VII. Защитные меры.

²⁶² A. Berle, Jr., G. Means, *The Modern Corporation and Private Property* (New York, Macmillan, 1932).

²⁵⁵ E. Veasey, "The emergence of corporate governance as a new legal discipline", *The Business Lawyer*, Vol. 48, 1993.

²⁵⁶ M. O'Sullivan, "Corporate governance and globalization", *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, Vol. 570, No. 1, July 2000, pp. 153-154.

²⁵⁷ World Bank, *Building Institutions for Markets: World Bank Development Report 2002* (Washington, D.C.), p. 68.

²⁵⁸ O. Williamson, *The Mechanisms of Governance* (New York, Oxford University Press, 1996).

²⁵⁹ A. Dyck, op. cit.

небольших долей участия в капитале не могут осуществлять контроль за компанией, которая им принадлежит. Такое отделение собственности от контроля в современных американских компаниях порождает проблемы защиты интересов акционеров. Берле и Минз рассматривали корпоративное управление (хотя это понятие ни разу не употребляется в их книге) как классическую проблему агентирования: каким образом менеджеры компаний, выступающие агентами для акционеров, могут быть заинтересованы в наиболее эффективном управлении активами компании в интересах принципалов?

Некоторые ученые ставят под сомнение применимость модели современной публичной компании, описанной Берле и Минзом, в других, помимо Соединенных Штатов, странах. Сделав вывод о том, что корпоративная структура с большим числом держателей акций характерна главным образом для американских и британских компаний, они утверждают, что, поскольку в других странах, например в странах континентальной Европы, Латинской Америки и Японии, крупные публичные компании в значительной мере контролируются группами, имеющими значительную долю участия в акционерном капитале компаний, основная проблема корпоративного управления в этих странах заключается в обеспечении защиты акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, от экспроприации акционерами, обладающими контрольным пакетом акций²⁶³. Структура распределения акционерного капитала и, следовательно, структура распределения голосов в публичных компаниях стран континентальной Европы характеризуется более высокой степенью концентрации по сравнению с Соединенными Штатами и Соединенным Королевством. Кроме того, в Соединенных Штатах акции имеет более значительная часть населения, чем в европейских странах. Например, половина всего американского взрослого населения прямо или косвенно имеет акции компаний, тогда как в Германии держателем акций является каждый пятый²⁶⁴.

Статистические модели, складывающиеся при анализе структуры распределения акций компаний с точки зрения степени концентрации, позволяют сделать вывод о том, что среди стран региона ЕЭК в принципе существуют два различных вида публичных компаний: "модель с доминирующей ролью менеджеров", которая в основном существует в Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве, и "модель с доминирующей ролью акционеров, имеющих контрольный пакет акций", которая характерна для большинства стран Евро-

пейского континента. Хотя такое различие в структуре распределения акционерного капитала является реальностью и имеет целый ряд последствий для деятельности компаний, главная проблема корпоративного управления в странах региона вытекает из разделения прав собственности и функций контроля, на что указывали Берле и Минз. Данная проблема заключается в обеспечении защиты интересов мелких держателей акций от тех, кто осуществляет контроль, независимо от того являются ли последние профессиональными менеджерами, которые могут не иметь значительной доли участия в капитале и осуществлять управление компанией, исходя главным образом из собственных интересов, или акционерами, которые имеют контрольный пакет акций и которые могут обогащаться за счет мелких акционеров и в нарушение их прав.

Проблема корпоративного управления, выявленная Берле и Минзом 70 лет назад, не потеряла своей актуальности в Соединенных Штатах со времени публикации их фундаментального труда. Фактически в связи с разительным увеличением и распространением в рамках всего американского общества практики приобретения акций компаний американскими домашними хозяйствами как непосредственно, так и через финансовые учреждения (что в значительной мере объясняется частным характером финансирования пенсионной системы в Соединенных Штатах), главный вопрос, беспокоящий инвесторов, практиков и теоретиков корпоративного управления в Соединенных Штатах, заключается в том, каким образом защитить законные права и интересы держателей акций в условиях, когда контроль за деятельностью компаний осуществляют менеджеры. Крах компании "Энрон" и финансовые скандалы в других крупных американских компаниях вызвали еще большую обеспокоенность широкой общественности по поводу вопроса о корпоративном управлении в смысле разработки систем, норм и институтов, заставляющих руководство компаний осуществлять управление корпоративными активами в интересах акционеров, а не в собственных интересах. Пример ряда высших руководителей компании "Энрон", урвавших немалый куш из обанкротившейся компании, в то время как инвесторы и сотрудники компании, имевшие ее акции, понесли крупные убытки, только лишний раз высвечивает проблемы, возникающие в результате разделения прав собственности и функций контроля в крупных американских компаниях, и необходимость реформы корпоративного управления.

Хотя суть основной проблемы агентирования осталась прежней, изменения, происшедшие со времени публикации труда Берле и Минза, заключаются в появлении институциональных инвесторов, распространение которых в значительной степени связано с характером финансируемой из частных источников пенсионной системы в Соединенных Штатах и процессом старения американского населения. Распыление акционерного капитала, делающее акционеров беспомощными, в определенной степени компенсируется растущей кон-

²⁶³ Например, R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, "Corporate ownership around the world", *Journal of Finance*, Vol. 54, No. 2, April 1999, pp. 471-517; F. Barca, M. Becht, *The Control of Corporate Europe* (Oxford, Oxford University Press, 2001); C. Mayer, *Corporate Cultures and Governance: Ownership, Control and Governance of European and US Corporations*, 31 March 2002, неопубликованный доклад, проект для конференции [www.ksg.harvard.edu/cbg/Conferences/us-eu_relations/meyer_corporate_culture_governance.pdf].

²⁶⁴ *New York Times*, 29 September 2002, p. WK4.

центрацией корпоративных акций²⁶⁵ в руках взаимных фондов, пенсионных фондов и других институциональных инвесторов, которые проявляют все большую готовность активно защищать интересы держателей акций и содействовать налаживанию рационального корпоративного управления в компаниях, чьи акции у них находятся. В Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве институциональные инвесторы продолжают рассматривать проблему корпоративного управления главным образом с точки зрения необходимости обеспечения наиболее эффективного управления компанией в интересах владельцев акций²⁶⁶. Фактически, поскольку менеджеры фондов получают вознаграждение в зависимости от того, насколько эффективно они содействуют повышению цен акций по сравнению с установленным "контрольным ориентиром", они действительно заинтересованы в этом. С их точки зрения, главная задача корпоративного управления заключается в определении взаимоотношений между тремя основными группами участников компании: акционерами, советом директоров и руководством компании²⁶⁷.

Для многих европейцев такое традиционное американское определение корпоративного управления, где главный акцент сделан на защиту прав и интересов акционеров, является слишком узким. По мнению многих на Европейском континенте, в частности во Франции и Германии, где распространение акций компаний среди широкой общественности является гораздо более ограниченным по сравнению с Соединенными Штатами²⁶⁸, главная задача корпоративного управления должна заключаться не в защите прав акционеров по отношению к менеджерам, а в защите прав общества по отношению к самой компании²⁶⁹. По мнению американцев, корпо-

ративное управление призвано обеспечить акционерам контроль за деятельностью менеджеров в целях обеспечения прибылей для акционеров (ответственность менеджеров), тогда как, по мнению многих европейцев, оно призвано обеспечить контроль общества за деятельностью компаний в целях обеспечения общественного благосостояния (социальная ответственность компании). Таким образом, в отличие от американцев, которые склонны разделять вопросы корпоративного управления и социальной ответственности компаний, европейцы объединяют эти две темы при обсуждении вопроса о том, каким образом должны управляться компании и регулироваться их деятельность. Различия в определении и подходе к характеру и целям корпоративного управления означают, что при проведении трансатлантического диалога по данной проблематике обе стороны должны признать, что порой они на самом деле могут говорить о двух различных вещах.

Строго говоря, корпоративное управление является важнейшим вопросом для всех компаний, крупных и мелких, публичных и частных. На практике же, как в Северной Америке, так и в Европе, обсуждение вопросов корпоративного управления практически касается лишь публичных компаний, поскольку именно в них недостатки корпоративного управления приводят к наиболее серьезным и глубоким последствиям для экономики соответствующих стран. По этой причине в настоящей главе вопросы корпоративного управления изучаются применительно лишь к публичным компаниям.

4.3 Источники корпоративного управления

Дискуссии по проблемам корпоративного управления свидетельствуют о существовании двух основных подходов к вопросу об обеспечении приверженности руководства компании ее интересам и интересам ее акционеров, а именно регламентирующего и нерегламентирующего подходов. Регламентирующий подход предполагает существование формальных норм и институтов, подкрепляемых правоприменительным механизмом правовой системы государства. Нерегламентирующий подход, сторонники которого указывают на издержки регулирования в качестве средств, обеспечивающих необходимое поведение менеджеров, ставит во главу угла рыночный механизм и договорные инструменты, такие как рынки корпоративного контроля, системы стимулов с использованием акций и фондовых опционов и эффективные рынки капитала²⁷⁰. Для создания оптимальных систем корпоративного управления требуются элементы обоих подходов, однако важный

²⁶⁵ По оценкам, в Соединенных Штатах из общей рыночной стоимости всех публичных акций порядка 30 трлн. долл. по состоянию на конец 1999 года 20 трлн. долл. приходилось на акции, управление которыми осуществлялось на профессиональной основе. См. веб-сайт Форума по вопросам социальной ответственности в области инвестиций [www.socialinvest.org].

²⁶⁶ Многие институциональные инвесторы предпочитают использовать понятие "владельцев акций" вместо "держателей акций". Пенсионная система государственных служащих Калифорнии, являющаяся крупнейшим государственным пенсионным фондом в Соединенных Штатах с активами в 143 млрд. долл. и решительным сторонником рационального корпоративного управления, указала, что понятие "владельцы акций" предпочтительнее, поскольку оно «отражает наше мнение о том, что владение акциями несет в себе активные функции и не ограничивается лишь пассивным "держанием" акций». CalPERS, *Corporate Governance Core Principles & Guidelines*, 13 April 1998 [www.calpers.org].

²⁶⁷ В публикации R. Monks, N. Minow, *Corporate Governance*, Vol. 1, 1995, корпоративное управление определяется как "взаимоотношение между различными участниками в процессе определения стратегии и деятельности компании. Основными участниками являются i) акционеры, ii) руководство (во главе с главным исполнительным директором) и iii) совет директоров". См. также публикацию CalPERS, *op. cit.*, в которой непосредственно принято данное определение.

²⁶⁸ R. La Porta et al., *op. cit.* См. также J. Coffee, Jr., "The future as history: the prospects for global convergence in corporate governance and its implications", *Northwestern University Law Review*, Vol. 93, 1999, pp. 641, 644-645.

²⁶⁹ M. Blair, M. Roe (eds.), *Employees and Corporate Governance* (Washington, D.C., Brookings Institution, 1999).

²⁷⁰ R. Winter, Jr., "State law, shareholder protection, and the theory of the corporation", *Journal of Legal Studies*, Vol. 6, 1977; M. Jensen, W. Meckling, "The theory of the firm managerial behaviour, agency costs and ownership structure", *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, 1976; H. Manne, "Mergers and the market for corporate control", *Journal of Political Economy*, Vol. 73, 1965.

вопрос для директивных органов заключается в нахождении надлежащего баланса. До недавних финансовых скандалов и вызванных ими отрицательных последствий для фондовых рынков нерегламентирующий подход имел много сторонников и даже, как представлялось, пользовался все большим признанием. Однако с крахом компании "Энрон" вновь повысилось значение регламентирующего подхода, поскольку страны Северной Америки и Европы стали уделять повышенное внимание разработке надлежащих норм и институтов корпоративного управления. Настоящая глава посвящена изучению прежде всего таких норм, регулирующих положений и институтов.

Существует большое разнообразие как государственных, так и частных источников формирования норм и институтов корпоративного управления. Одним из главных является законодательство о компаниях или корпорациях соответствующих стран. Оно регулирует создание, базовую структуру и основные правила деятельности компаний, корпораций, анонимных обществ, акционерных обществ или других правовых форм, которые могут использоваться для создания фирмы. В нем также определяются некоторые основные права акционеров, включая право голоса, право на получение информации о делах компании и право обжаловать в суде решения руководства. Характер таких прав существенно различается между странами. Некоторые страны региона ЕЭК обеспечивают более эффективную защиту прав акционеров, чем другие²⁷¹.

В Соединенных Штатах, где существует система федерального права, каждый из 50 штатов имеет свое собственное законодательство о компаниях. Кроме того, решения судов штатов закладывают основы важных правовых доктрин, определяющих поведение компаний, таких как принцип презумпции добросовестности руководства компании и обязанность должностных лиц и директоров компании проявлять должную осторожность и лояльность. Законодательные положения американских штатов о компаниях во многом совпадают, но не полностью. Так, в отдельных штатах законодательство может благоприятствовать интересам каких-либо определенных групп за счет других. На протяжении XX века отдельные американские штаты, стремясь максимально увеличить доходы от франшизных налогов на компании, конкурировали между собой за то, чтобы компании Соединенных Штатов регистрировались именно в них. Победителем в этой конкуренции стал небольшой штат Делавэр, где зарегистрировано примерно 60 процентов компаний из списка

500 компаний журнала "Форчун"²⁷², который включает крупнейшие американские публичные компании, поскольку менеджеры считают законодательство этого штата более благоприятным с точки зрения своих интересов²⁷³. В результате суды штата Делавэр с годами стали местом разбирательств важных споров, касающихся компаний, и их решения оказывали влияние на формирование различных доктрин корпоративного управления²⁷⁴. Традиционно в Европе не было подобной конкуренции между странами за привлечение компаний, которая наблюдалась между американскими штатами, и европейское законодательство в целом препятствовало такого рода мобильности компаний, которая получила развитие в Соединенных Штатах²⁷⁵. Однако формирование единого европейского рынка может способствовать расширению у европейских компаний возможностей для выбора страны регистрации независимо от места, где они осуществляют свою деятельность²⁷⁶.

Вторым важным источником норм корпоративного управления являются национальные нормы и правила в области публичной продажи ценных бумаг, их распределения и фондовых операций. Одна из основных целей регулирования фондовых операций практически во всех странах заключается в обеспечении получения инвесторами надлежащей информации о компании и ее деятельности, с тем чтобы они могли принимать инвестиционные решения и надлежащим образом осуществлять права акционеров. Так же, как и в случае законодательства и кодексов о компаниях, законодательство об операциях с ценными бумагами существенно различается между странами по степени защиты интересов акционеров.

Хотя в Соединенных Штатах нет федерального законодательства о компаниях, существующие федеральные законы о ценных бумагах, в частности Закон о ценных бумагах 1933 года и Закон о фондовых биржах

²⁷² E. Veasey, "The defining tension in corporate governance in America", *The Business Lawyer*, Vol. 52, 1997.

²⁷³ Специалисты не пришли к общему мнению о том, является ли законодательство штата Делавэр более благоприятным для акционеров или менеджеров. Обзор литературы по данному вопросу см. в публикации R. Daines, *Does Delaware Law Improve Firm Value?*, Columbia Law School, The Center for Law and Economic Studies, Working Paper No. 159, November 1999 [www.law.columbia.edu/law-economicstudies/abstracts.html#159].

²⁷⁴ Аналогичным образом, штат Мэриленд является местом регистрации многочисленных взаимных фондов, что во многом объясняется распространенным среди основателей взаимных фондов представлением о том, что законодательство данного штата является более благоприятным с точки зрения создания таких фондов и управления ими.

²⁷⁵ J. Coffee, Jr., *op cit.*, pp. 641-651.

²⁷⁶ См., например, судебное постановление *Centos*, European Court of Justice, Judgment of 9 March 1999, в котором суд пришел к заключению о том, что датское правительство не может запретить частной компании с ограниченной ответственностью, созданной в Соединенном Королевстве двумя датскими гражданами, с тем чтобы обойти существующие в Дании нормативные требования о минимальном оплаченном капитале, зарегистрировать отделение для осуществления деятельности в Дании.

²⁷¹ В публикации R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Law and finance", *Journal of Political Economy*, Vol. 106, No. 6, December 1998, представлен анализ эффективности правовой защиты интересов акционеров в 49 странах, на основе которого авторы делают вывод о том, что страны с традициями общего права (например, Соединенные Штаты и Соединенное Королевство) обеспечивают наиболее эффективную правовую защиту акционеров, тогда как наиболее слабая защита существует в странах с традициями континентального права (например, в Испании, Италии и Франции).

1934 года, а также обширные нормативные положения, принятые Комиссией Соединенных Штатов по ценным бумагам и биржам, составляют центральный элемент системы корпоративного управления для компаний, которые мобилизуют свой капитал путем предложения своих акций широкой публике или акции которых свободно обращаются на фондовом рынке. Помимо необходимости выполнения требований, предусмотренных в законодательстве отдельных штатов в отношении многочисленных аспектов внутреннего управления, публичные компании должны в то же время обеспечить соблюдение сложных требований федерального законодательства по широкому кругу вопросов корпоративного управления, начиная от информирования акционеров о деятельности компании и заканчивая проведением аудиторской проверки ее счетов. Структура федерального законодательства способствует обеспечению значительного единообразия в системах корпоративного управления публичных компаний в рамках всей страны. Трудовое, антитрестовское и налоговое федеральное законодательство также оказывает важное влияние на американские системы корпоративного управления.

В Европе главным источником норм в области корпоративного управления является законодательство отдельных европейских стран. Хотя законодательство Европейского союза оказывает влияние на отдельные аспекты корпоративного управления, оно не обеспечило унификации корпоративной практики в такой же степени, в какой федеральное законодательство и нормативные положения вместе с правилами фондовых бирж, способствовали унификации соответствующей практики в Соединенных Штатах. Поэтому между публичными европейскими компаниями существуют более значительные различия в нормах корпоративного управления, чем среди американских компаний.

Помимо характера законодательства и нормативных положений в области корпоративного управления, необходимо также учитывать действенность правоприменительных механизмов в соответствующих странах. Эффективность законодательства и нормативных положений в области корпоративного управления зависит, безусловно, от компетенции, беспристрастности и влиятельности судов и регулирующих учреждений в странах. В данном отношении также существуют значительные различия между отдельными странами²⁷⁷. В европейских странах с переходной экономикой создание эффективных механизмов регулирования операций с ценными бумагами представляется особенно сложной задачей в связи с отсутствием соответствующего опыта, обеспечивающих институциональных структур и квалифицированного персонала в данной сфере. Даже в странах с хорошо развитыми регули-

рующими механизмами, таких как Соединенные Штаты, существует опасность того, что учреждения, занимающиеся регулированием вопросов корпоративного управления, могут оказаться подверженными нажиму или влиянию со стороны самих компаний, деятельность которых они регулируют, или со стороны политических групп, представляющих такие компании, в ущерб интересам акционеров и широкой общественности.

Правила и решения, принимаемые некоторыми частными органами, такими как фондовые биржи, объединения профессиональных бухгалтеров и отраслевые организации, также оказывают влияние на корпоративное управление. Например, правила Нью-Йоркской фондовой биржи, которые утверждаются Комиссией Соединенных Штатов по ценным бумагам и биржам, являются обязательными для компаний, акции которых обращаются на этой бирже²⁷⁸. После принятия Закона Сарбанеса-Оксли Нью-Йоркская фондовая биржа внесла существенные изменения в свои правила по целому ряду вопросов корпоративного управления, включая такие аспекты, как аудиторские комитеты, независимость директоров и состав совета директоров²⁷⁹.

Бухгалтерский учет играет ключевую роль в системах корпоративного управления, поскольку он имеет важное значение для любого механизма раскрытия информации о деятельности компании. Эффективный механизм раскрытия информации необходим для обеспечения осуществления прав акционеров, осуществления надзора за компаниями и установления определенных требований и принципов для руководства компании²⁸⁰. Однако надлежащее раскрытие информации невозможно обеспечить без эффективных и единообразных стандартов и практики в области бухгалтерского учета. Например, отсутствие договоренности среди американских специалистов по бухгалтерскому учету относительно необходимости учета фондовых опционов, предоставляемых руководителям компаний в качестве текущих расходов, приводит к завышению доходов некоторых компаний и, следовательно, завышению стоимости их акций на фондовых рынках. В результате нормативные положения и практика профессиональных организаций в области бухгалтерского учета, таких как Совет по стандартам финансового учета (ССФУ) в Соединенных Штатах и Совет по международным стандартам бухгалтерского учета (СМСБУ) в Европе, выступают

²⁷⁸ Правила Нью-Йоркской фондовой биржи распространяются на компании, чьи акции котируются на ней [www.nyse.com].

²⁷⁹ "Corporate governance rule proposals reflecting recommendations to the NYSE corporate accounting and listing standards committee, as approved by the NYSE Board of Directors, 1 August 2002", [www.nyse.com].

²⁸⁰ "Система корпоративного управления должна обеспечивать раскрытие своевременной и достоверной информации по всем существенным вопросам, касающимся компании, включая финансовое положение, деятельность, структуру собственности и управление компанией". *OECD Principles of Corporate Governance*, op. cit., Art. IV, p. 21.

²⁷⁷ См. публикацию R. La Porta et al., "Law and finance", op. cit., pp. 1141-1143, в которой представлена оценка эффективности правоприменительных механизмов в 49 странах.

еще одним важным источником норм в области корпоративного управления²⁸¹.

Эффективная система раскрытия информации требует также привлечения для оценки и проверки раскрываемой информации организаций и отдельных лиц, обладающих достаточной квалификацией и пользующихся хорошей репутацией благодаря своему профессионализму и добросовестности. Принимая инвестиционные решения, акционеры ориентируются на информацию таких "пользующихся хорошей репутацией посредников", включая аудиторов, учреждения, занимающиеся установлением кредитного рейтинга, финансовых экспертов и финансовую прессу, капитал которых составляет репутация, сложившаяся благодаря их беспристрастности. Такие организации и отдельные лица считаются "сторожевыми" финансовых рынков²⁸². Хотя в большинстве случаев их услуги оплачивают сами же проверяемые компании, они, по мнению участников рынка, в меньшей степени заинтересованы в неправильном представлении фактов, чем их клиенты, поскольку на карту поставлена их репутация, являющаяся их главным капиталом. Тем не менее менеджеры компаний все же пытаются оказывать влияние на таких посредников, и иногда это им удается, о чем свидетельствуют случаи с компаниями "Энрон" и "Артур Андерсен". Поэтому системы корпоративного управления должны включать также регулирующие положения и стимулы для таких "сторожевых". Один из важных аспектов Закона Сарбанеса-Оксли 2002 года и поправок, недавно внесенных в правила, применяемые на фондовых биржах, заключается в установлении новых положений, регулирующих деятельность аудиторов.

В рамках, определяемых законодательством, нормативными положениями и правилами, принятыми частными органами, компании по своему усмотрению формируют внутренние механизмы корпоративного управления, включая, в частности, условия контрактов менеджеров, состав совета директоров и внутреннюю структуру компании. Свобода действий в принятии таких решений существенно различается между странами. Традиционная мобильность американских ком-

паний в плане выбора места своей регистрации между штатами и широкие возможности, которыми обладают основатели компании при ее создании, в целом отражают "разрешительный подход" (согласно которому разрешено все, что конкретно не запрещено) американского законодательства о компаниях, в отличие от более значительных ограничений в отношении мобильности и свободы действий компаний, существующих в Европе и вытекающих из более "принудительного подхода" (согласно которому запрещено все, что конкретно не разрешено), характерного для законодательства и практики европейских стран в данной области.

С тем чтобы влиять на осуществление таких дискреционных возможностей, отраслевые группы и отдельные институциональные инвесторы готовят кодексы, доклады и принципы рационального корпоративного управления, которые они представляют или навязывают руководству компаний. В Соединенных Штатах активным участником этого движения выступал "Круглый стол предприятий", являющийся ведущей организацией, объединяющей руководителей компаний и институциональных инвесторов, таких как Пенсионная система государственных служащих Калифорнии и Ассоциация по страховым и рентным выплатам для учителей – Пенсионный акционерный фонд колледжей. В Европе в 90-х годах различные комитеты с участием видных лиц подготовили более 30 рекомендуемых кодексов оптимальной практики в области корпоративного управления, включая доклад Кадбури (Соединенное Королевство, 1992 год), первый и второй доклады Вьено (Франция, 1995 и 1999 годы), доклад Петерса (Нидерланды, 1997 год) и доклад Мерцаниса (Греция, 1999 год)²⁸³. На многостороннем уровне важным шагом в разработке оптимальной практики в области корпоративного управления в Европе и Северной Америке стала подготовка Принципов корпоративного управления ОЭСР, которые были приняты в 1999 году²⁸⁴. Ни один из этих кодексов и докладов не имеет обязательной силы, однако они способствовали заострению внимания на вопросах корпоративного управления, установлению целей деятельности компаний и определению рамок и направлений дискуссий по вопросам корпоративного управления.

4.4 Цели компании

Любая система корпоративного управления должна давать ответ на один из главных вопросов: какова цель компании и в чьих интересах должно осуществляться управление ею. Как представляется, в странах региона ЕЭК существует два различных подхода к этому вопросу. В Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве в формальных принципах корпоративного управления предусматривается, что цель компании заключается в создании прибыли для ее акционеров. На-

²⁸¹ Стандарты бухгалтерского учета и аудиторские стандарты, установленные ССФУ, распространяются на все публичные компании Соединенных Штатов. В Европе в настоящее время пока нет единого согласованного комплекса стандартов. В рамках своих усилий по созданию единого европейского рынка финансовых услуг Европейская комиссия постановила, что к 2005 году большинство компаний ЕС, акции которых котируются на фондовых биржах, должны составлять свои финансовые ведомости на основе международных стандартов бухгалтерского учета, подготавливаемых в настоящее время СМСБУ, являющимся частной группой, базирующейся в Лондоне. К 2007 году, все компании ЕС, акции которых котируются на биржах, должны будут использовать общие международные стандарты. D. Tweedie, "Tackling a crisis in financial reporting", *European Business Forum*, Issue 11, Autumn 2002, pp. 19-21.

²⁸² J. Coffee, Jr., "Understanding Enron: 'It's about the gatekeepers, stupid'", *The Business Lawyer*, Vol. 57, 2002; S. Choi, "Market lessons for gatekeepers", *Northwestern University Law Review*, Vol. 92, 1998; R. Kraakman, "Corporate liability, strategies and the costs of legal controls", *Yale Law Journal*, Vol. 93, 1984.

²⁸³ Weil, Gotshal & Manges, op. cit., pp. 14-16.

²⁸⁴ *OECD Principles of Corporate Governance*, op. cit.

пример, Американский институт права (АИП), изучив различные формулировки с целью увязки социальных потребностей и целей деятельности компании, в конечном счете определил в своих Принципах корпоративного управления, что "...цель компании заключается в осуществлении коммерческой деятельности для увеличения ее прибылей и выгод для акционеров"²⁸⁵. Другими словами, согласно американскому праву, цель компании заключается в получении прибыли, а бенефициарами такой прибыли являются акционеры.

Вместе с тем, как следует из решений американских судов по данному вопросу, Принципы корпоративного управления АИП также предусматривают, что компания 1) должна подчиняться закону в той же мере, что и физическое лицо; 2) может учитывать этические соображения, которые разумно считать приемлемыми для ответственного осуществления деятельности; и 3) может, но не обязана направлять "разумный объем ресурсов" на цели общественного благосостояния, гуманитарные, образовательные и благотворительные цели, "...даже если это не приводит к увеличению прибылей компании и выгод для акционеров"²⁸⁶ (курсив добавлен). В Принципах корпоративного управления намечены лишь общие ориентиры для определения разумного объема ресурсов, направляемых на такие цели. В них предусматривается, что важным фактором в этом отношении является степень взаимосвязи между использованием ресурсов компании и ее деятельностью: "в целом чем больше объем расходуемых компанией ресурсов, тем сильнее должна быть такая взаимосвязь"²⁸⁷. Несмотря на проблемы и задачи, периодически возникавшие для предприятий в связи с политическими и социальными событиями на том или ином этапе, формальная система корпоративного управления, закрепленная в законодательстве Соединенных Штатов, неизменно и четко предусматривала, что главной целью компании является максимальное увеличение прибылей для акционеров.

В Соединенном Королевстве цель компании в принципе определена так же, как и в Соединенных Штатах. В английском законодательстве четко определяется, что акционеры являются собственниками компании и что ее совет директоров должен действовать в интересах акционеров в целом²⁸⁸. В связи с центральным местом интересов акционеров среди целей деятельности компании модель корпоративного управления, которая преобладает в обеих странах и которая, безусловно, вытекает из традиций общего права, часто определяется как "модель корпоративного управления, ориентированная на интересы акционеров".

В остальных странах Европы в законодательстве и политике в данной области признается в различной степени, что целью компании является забота об интересах других лиц и групп лиц, помимо узкой категории акционеров. Такие лица и группы, к которым могут относиться сотрудники, поставщики, кредиторы, организации гражданского общества и общество в целом, обычно определяются как "заинтересованные стороны", или стороны, имеющие интерес в компании²⁸⁹. Поэтому система корпоративного управления в этих странах обычно определяется как "модель корпоративного управления, ориентированная на стороны, имеющие интерес в компании". В таких странах преобладают традиции континентального права.

В качестве примера такой модели нередко называют существующую в Германии систему совместного принятия решений, в которой работники официально играют определенную роль в механизме корпоративного управления. В целом в подобной модели корпоративного управления заинтересованные стороны имеют "право голоса" в управлении компанией, и она обеспечивает учет различных интересов при принятии решений на уровне компании²⁹⁰. Еще одним проявлением модели корпоративного управления в европейских и японских компаниях, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон, является "представительная структура совета", включающая представителей основных заинтересованных сторон, таких как работники, кредиторы и основные клиенты или поставщики, присутствие которых в составе совета является следствием особых отношений компании с соответствующими сторонами и вообще не зависит от их участия в акционерном капитале компании²⁹¹.

Споры по поводу относительных достоинств вышеупомянутых моделей ведутся уже давно. Каждая из них имеет решительных сторонников и ярых противников²⁹². По мнению сторонников модели, основанной на интересах акционеров, компания может наиболее эффективно создавать товары и услуги, необходимые об-

²⁸⁵ American Law Institute (ALI), *Principles of Corporate Governance*, (St. Paul, MN), 1994, sect. 2.01(a).

²⁸⁶ ALI, *Principles of Corporate Governance*, op. cit., sect. 2.01(b).

²⁸⁷ ALI, *Principles of Corporate Governance*, Vol. 1, op. cit., p. 65.

²⁸⁸ Weil, Gotshal & Manges, op. cit., p. 36.

²⁸⁹ Например, в рекомендациях Комиссии Норби (Дания) говорится, что корпоративное управление включает "цели, в соответствии с которыми осуществляется управление компанией, и основные принципы и рамки, регулирующие взаимоотношения между руководящими органами компании, собственниками, а также другими сторонами, на которые непосредственное влияние оказывают планы и хозяйственная деятельность компании (в данном контексте они определяются как стороны, имеющие интерес в компании). К таким заинтересованным сторонам относятся сотрудники, кредиторы, поставщики, клиенты и местная община". The Norby Commission, *Recommendation for Good Corporate Governance in Denmark*, Introduction, 6 December 2001 [www.corporategovernance.dk].

²⁹⁰ S. Vitols, "Varieties of corporate governance: comparing Germany and the U.K.", в публикации P. Hall, D. Soskice (eds.), *Varieties of Capitalism: the Institutional Foundations of Comparative Advantage* (Oxford, Oxford University Press, 1999).

²⁹¹ A. Dyck, op. cit., pp. 59-60.

²⁹² См., например, G. Vinten, "Shareholder versus stakeholder – is there a governance dilemma?", *Corporate Governance*, Vol. 9, No. 1, January 2001, pp. 36-45; E. Sternberg, "The defects of stakeholder theory," *Corporate Governance*, Vol. 5, No. 1, January 1997, pp. 3-10.

шеству, если она ориентирована на выполнение своей главной функции, заключающейся в максимальном увеличении выгод для своих акционеров. Если заставлять менеджеров учитывать социальные соображения, то это будет отвлекать их от выполнения такой задачи и снижать результативность деятельности компании. Они утверждают, что модели, ориентированные на широкий круг заинтересованных сторон, подрывают понятие частной собственности, усиливают влияние исполнительных руководителей за счет уменьшения влияния акционеров в осуществлении контроля за компаниями и снижают подотчетность менеджеров компаний перед акционерами. Лауреат Нобелевской премии в области экономики профессор Милтон Фридман заклеил эту идею 40 лет назад: "...найдется немного течений, которые столь основательно подрывали бы сами устои нашего свободного общества, как принятие должностными лицами компаний социальных обязательств, помимо обязательства прилагать максимально возможные усилия в интересах своих акционеров. Это в корне разрушительная доктрина"²⁹³.

С другой стороны, сторонники концепции корпоративного управления, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон, утверждают, что компания, пользуясь особыми льготами и привилегиями от общества, например такими, как ограниченная ответственность акционеров, правосубъектность, бессрочное существование и доступ к общественному капиталу, должна, следовательно, учитывать интересы общества при принятии своих решений. Как писали 70 лет назад американские ученые Берле и Минз:

Вполне допустимо – более того, это представляется практически необходимым для выживания корпоративной системы, – что "контроль" [то есть руководство] крупных компаний должен осуществляться совершенно нейтральной технократией, обеспечивающей сбалансированный учет широкого круга потребностей различных групп общества и направляющей каждой из них определенную часть доходов на основе общественной политики, а не частных корыстных интересов²⁹⁴.

Утверждается также, что модель, ориентированная на широкий круг заинтересованных сторон, облегчает принятие долгосрочной корпоративной стратегии, необходимой для благополучия компании, в отличие от краткосрочных конъюнктурных решений, принимаемых для удовлетворения интересов акционеров, в зависимости от скачков на неустойчивых фондовых рынках. Кроме того, данная модель поощряет благотворные инвестиции в развитие человеческого капитала со стороны работников, поставщиков и других сторон, повышающих стоимость активов компании в долгосрочном плане, тогда как в компаниях с моделью корпоративно-

го управления, основанной на интересах акционеров, работники и поставщики неохотно пойдут на это. С другой стороны, следует признать, что заинтересованные стороны действительно порой пользуются своим положением для достижения своих интересов в ущерб интересам компании. Например, банкротство в конце 2002 года второй по размеру авиакомпании Соединенных Штатов "Юнайтед эрлайнз" частично объяснялось тем, что она имела наиболее высокие затраты на оплату труда в данном секторе, что в определенной мере было связано с наличием трех представителей работников в составе совета директоров. Скандалы и банкротства компаний случаются и в Европе, и модель, ориентированная на широкий круг заинтересованных сторон, не является гарантией эффективности корпоративного управления.

Споры между сторонниками двух систем корпоративного управления ведутся уже не первый год, однако они разгорелись с новой силой после финансовых скандалов в Соединенных Штатах в 2002 году. Существующая в Европе тенденция заострять внимание на интересах широкого круга заинтересованных сторон, возможно, позволила европейским компаниям избежать безрассудной погони за максимальным увеличением стоимости акций, что было провозглашено целью компаний в Соединенных Штатах в 90-х годах и что, по мнению многих, привело к злоупотреблениям или по крайней мере способствовало им в компаниях "Энрон", "УорлдКом" и других американских компаниях.

Предпочтение модели корпоративного управления, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон, или модели, основанной на интересах акционеров, как представляется, объясняется в определенной мере культурными традициями и общественными взглядами в соответствующих странах²⁹⁵. В ходе одного обследования 15 тыс. менеджеров и сотрудников компаний в 12 странах было предложено выбрать один из следующих двух тезисов: 1) единственной реальной целью компании является получение прибыли; и 2) помимо получения прибыли цель компании заключается в заботе о благосостоянии различных заинтересованных сторон, таких как работники, клиенты и т. д. Среди респондентов двумя группами с наиболее высокой долей менеджеров и служащих компаний, выбравших вариант ответа с прибылью в качестве "единственной цели", были американцы (40 процентов) и британцы (33 процента)²⁹⁶. Поэтому напрашивается вывод о том, что среди промышленно развитых стран национальная культура в Америке и Соединенном Королевстве ближе всего соответствует идеалу максимального увеличения стоимости акций в качестве цели деятель-

²⁹⁵ В целом см. J. Salacuse, "Corporate governance, culture and convergence: corporations American style or with a European touch?", *Law and Business Review of the Americas*, Issue 4, Fall 2002.

²⁹⁶ C. Hampden-Turner, A. Trompenaars, *The Seven Cultures of Capitalism: Value Systems For Creating Wealth in the United States, Japan, Germany, France, Britain, Sweden and the Netherlands* (New York, Doubleday, 1993), p. 32.

²⁹³ M. Friedman, *Capitalism and Freedom* (Chicago, The University of Chicago Press, 1962), p. 133.

²⁹⁴ A. Berle, Jr., G. Means, *op. cit.*, p. 356.

ности компании. С другой стороны, безусловно, следует отметить, что, несмотря на высокий процент такого ответа по сравнению с другими странами, 60 процентов опрошенных американцев тем не менее считают, что компания имеет и другие цели, помимо получения прибыли. Поэтому, как представляется, преобладающие ценности корпоративной культуры в Соединенных Штатах, вероятно, не совсем совпадают с провозглашенной целью системы корпоративного управления в этой стране.

С тем чтобы привести интересы менеджеров в соответствие с целью максимального увеличения стоимости акций, компании Соединенных Штатов все шире используют практику вознаграждения своих исполнительных руководителей в форме акций и фондовых опционов, что стало теперь повсеместным явлением среди американских компаний. В результате контракты на управление и схемы вознаграждения менеджеров стали важными инструментами корпоративного управления в современной американской компании. Согласно одному исследованию, типичная американская компания выделяет теперь ежегодно 1,4 процента своих акций для своих исполнительных руководителей и других служащих²⁹⁷. В 2000 году стоимость опционов, предоставленных 325 крупнейшими американскими компаниями, составила почти 20 процентов их прибылей до вычета налогов²⁹⁸. Использование фондовых опционов способствовало тому, что руководители некоторых компаний начали манипулировать доходами с помощью сомнительных методов бухгалтерского учета и другой практики для повышения стоимости акций своих компаний, с тем чтобы продать затем свои акции и сделать на этом значительную прибыль. Это также приводит к краткосрочной ориентации на получение доходов в ущерб более долгосрочным стратегиям, которые могли бы принести более значительные выгоды для акционеров. Не менее важное значение для интересов менеджеров имеет тот факт, что акции превратились в инструмент слияний и поглощений компаний. Так, высокая стоимость акций, достигаемая, как предполагается, для максимального увеличения выгод акционеров, позволяет также менеджерам существенно расширять корпоративные империи, которые они возглавляют и от которых они получают существенные выгоды²⁹⁹.

Европейские страны и Япония не проявляют энтузиазма в отношении модели корпоративного управления, основанной на интересах акционеров, в отличие от модели, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон, о чем ясно свидетельствуют результаты упомянутого выше обследования. Так, если 40 процентов американских респондентов считают, что единственной целью компании является получение прибыли, то доля таких респондентов составляет лишь

28 процентов в Италии, 27 процентов в Швеции, 26 процентов в Нидерландах, 25 процентов в Бельгии, 24 процента в Германии, 16 процентов во Франции и лишь 8 процентов в Японии³⁰⁰.

Различие между англо-американским подходом и подходом континентальной Европы к целям деятельности компаний, возможно, в определенной степени объясняется более значительным вниманием, уделяемым в первом случае интересам индивидуума, а во втором случае – интересам общества. В одном обширном исследовании, посвященном изучению вопросов индивидуализма в 53 странах, было установлено, что индивидуалистские настроения распространены больше всего среди американцев, для которых индекс индивидуализма составил 91 из возможных 100³⁰¹. Особое значение индивидуализма среди культурных ценностей, предполагающее центральное место индивидуума в общей схеме ценностей, проявляется в рамках всей американской системы, в которой особый упор делается на индивидуальные права и возможность использования индивидуальных средств правовой защиты, обеспечивающих осуществление таких прав. Американское законодательство и подходы к индивидуальным имущественным правам и свободе заключения контрактов в значительной мере отражают предпочтения, отдаваемые индивидуализму в американской культуре. Применительно к компаниям законодательство рассматривает индивидуальных акционеров в качестве "собственников" компании, которые имеют законное право на все плоды ее деятельности. Соединенное Королевство, которое объединяет с Соединенными Штатами общий язык, история и правовые традиции, также отдает предпочтение модели корпоративного управления, основанной на интересах акционеров. По показателю индивидуализма оно имеет индекс 89 и занимает третье место после Соединенных Штатов и Австралии.

Страны Европейского континента в большей, чем Соединенные Штаты, степени склонны делать акцент на роль и значение общества. Значение, придаваемое европейскими странами "социальной солидарности", их скептицизм по поводу преимуществ неограниченной конкуренции и формальное включение представителей работников в руководящие структуры компаний в некоторых европейских странах отражают более значительное место, отводимое в европейской культуре интересам общества. Американские доктрины "занятости по желанию" и "свободы контрактов" отражают большое значение, придаваемое индивидуалистским ценностям, в отличие от немецких концепций "прав работников" и "доброй воли" в договорной практике³⁰², отражающих большое значение общественных ценностей.

³⁰⁰ C. Hampden-Turner, A. Trompenaars, op. cit., p. 32.

³⁰¹ G. Hofstede, *Cultures and Organizations: Software of the Mind* (New York, McGraw-Hill, 1997), p. 53.

³⁰² S. Casper, "The legal framework for corporate governance: the influence of contract law on companies strategies in Germany and the United States", в публикации P. Hail and D. Soskice (eds.), *Varieties of Capitalism: ...*, op. cit., pp. 387-388.

²⁹⁷ *Financial Times*, 12 August 2000.

²⁹⁸ *New York Times*, 23 March 2002.

²⁹⁹ M. O'Sullivan, op. cit., pp. 153, 168-169.

Данные различия находят отражение также в подходе к конкуренции. Например, в ходе одного обследования было установлено, что почти 70 процентов американских менеджеров считают, что усиление конкуренции в сравнении с укреплением сотрудничества между предприятиями приносит более значительные выгоды для общества, тогда как такую точку зрения разделяют лишь 41 процент менеджеров в Германии, 45 процентов во Франции, 39 процентов в Швеции и 24 процента в Японии³⁰³. Результаты вышеупомянутого обследования, посвященного изучению вопросов индивидуализма, свидетельствует о том, что среди изученных стран Франция и Швеция разделяют 10-е место с индексом 71, Германия находится на 15-м месте с индексом 67, Испания – на 20-м месте с индексом 51, а Япония – на 23-м месте с индексом 46³⁰⁴.

Более важное значение, придаваемое общественным ценностям в европейских странах, вполне естественно находит отражение в представлении о том, что компания, составляющая часть общества и пользующаяся своим положением в обществе, при осуществлении своей деятельности и распределении получаемых выгод должна учитывать и интересы общества, а не только интересы акционеров. Сравнительно ограниченное распространение акций среди широкой общественности в большинстве европейских стран по сравнению с Соединенными Штатами и Соединенным Королевством, возможно, подкрепляет данную точку зрения. С другой стороны, имеются свидетельства того, что модель корпоративного управления, ориентированная на широкий круг заинтересованных сторон, и в частности система совместного принятия решений, затрудняет для акционеров осуществление контроля за руководством компаний и что менеджеры европейских компаний манипулируют данной моделью, сталкиваясь между собой различные группы заинтересованных сторон в целях достижения своих интересов³⁰⁵. Например, в одном исследовании, посвященном изучению вопросов корпоративного управления и роли банков, было установлено, что аффилированные отношения между банками и их основными корпоративными заемщиками в Германии и Японии во многих случаях способствуют чрезмерным заимствованиям и тормозят процесс реструктуризации³⁰⁶.

Разные точки зрения на цели компании, отражающие различные культурные традиции, возможно, отчасти объясняют протесты общественности против

"глобализации", с которыми сталкиваются американские компании в Европе и других странах. В условиях процесса глобализации, возглавляемого американскими компаниями, объявленной целью корпоративного управления которых является извлечение прибылей для акционеров без учета интересов других затрагиваемых сторон, различные группы выражают свой протест компаниям, которые отказываются учитывать интересы других соответствующих сторон. Дополнительным источником трений может служить давление, которое оказывают американские институциональные инвесторы через свои холдинги в европейских и японских компаниях, стремясь навязать европейским и японским менеджерами американские концепции рационального корпоративного управления. Например, в ноябре 2001 года крупнейший пенсионный фонд государственных служащих Америки – Пенсионная система государственных служащих Калифорнии – выделила из своих инвестиций 1,7 млрд. долл. специально для осуществления "активных стратегий корпоративного управления" на европейских и японских рынках³⁰⁷. Для институциональных инвесторов Соединенных Штатов рациональное управление означает примат интересов акционеров. Многие многонациональные корпорации отдают себе отчет в культурных нюансах американского и европейского подходов к корпоративным целям. Например, в 90-х годах многие американские компании провозгласили своей целью "повышение стоимости акций", и данный тезис занимал видное место в их внутренних и внешних сообщениях в Соединенных Штатах. Те же компании проявляли гораздо большую осторожность в Европе, опасаясь, что открытые заявления о стремлении к максимальному увеличению стоимости акций могут враждебно настроить европейские правительства и профсоюзы, которые твердо уверены в том, что компании должны учитывать интересы всех соответствующих сторон³⁰⁸.

Хотя различия между описанными выше двумя моделями корпоративного управления вполне реальны, не следует их переоценивать по ряду причин. Во-первых, в странах с моделью корпоративного управления, основанной на интересах акционеров, руководство и совет директоров компании обязаны соблюдать законодательство, и существуют многочисленные законы (например, трудовое законодательство и законодательство об охране окружающей среды), защищающие отдельные лица от неблагоприятных решений компаний, даже если такие лица не определяются как "заинтересованные стороны" и такое законодательство не относится к нормативным актам о корпоративном управлении. Во-вторых, как будет показано ниже, в странах, исполь-

³⁰³ C. Hampden-Turner, A. Trompenaars, op. cit, p. 71.

³⁰⁴ G. Hofstede, op. cit., p. 53.

³⁰⁵ K. Pistor, "Codetermination: a sociopolitical model with governance externalities", в публикации M. Blair, M. Roe (eds.), *Employees and Corporate Governance* (Washington, D.C., Brookings Institution, 1999), p. 190.

³⁰⁶ B. Weinstein, Y. Yafeh, "On the costs of a bank-centered financial system: evidence from the changing main bank relations in Japan", *Journal of Finance*, Vol. 53, No. 2, April 1998, pp. 635-672.

³⁰⁷ "CalPERS turns up corporate governance heat – plan calls for efforts to target Japanese and continental Europe", *Press Release*, 15 November 2001 [www.calpers.org/whatsnew/press/2001/].

³⁰⁸ P. Hasplespleigh, T. Nada, F. Boulos, "Managing for value: it's not just about numbers", *Harvard Business Review*. July-August 2001, pp. 67-68.

зующих, как считается, модель корпоративного управления, ориентированную на широкий круг заинтересованных сторон, наблюдаются значительные различия в степени реального участия таких заинтересованных сторон в корпоративном управлении. Например, в Австрии, Дании, Германии, Люксембурге и Швеции законодательство предоставляет работникам, являющимся одной из ключевых заинтересованных групп, право избирать нескольких членов наблюдательного совета в компаниях определенного размера. С другой стороны, в Финляндии устав компании может предоставлять работникам такое право. Во Франции, если доля акций, принадлежащих работникам, достигает 3 процентов, то они могут назначать одного или нескольких директоров (за некоторыми исключениями). Однако во всех остальных государствах – членах Европейского союза только акционеры могут избирать членов совета компании, хотя опять-таки при определенных условиях.

В-третьих, наблюдается определенная конвергенция в корпоративной практике между двумя вышеупомянутыми моделями в результате процесса глобализации и котировки акций крупных компаний на биржах других стран в целях расширения доступа к капиталу. Страны – члены ОЭСР, среди которых есть сторонники обеих моделей, попытались решить эту проблему в принятых в рамках ОЭСР Принципах корпоративного управления³⁰⁹. В Принципах предпринята попытка устранить разрыв между моделью корпоративного управления, основанной на интересах акционеров, и моделью, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон, путем провозглашения в статьях I и II, что корпоративное управление должно обеспечивать защиту прав акционеров и равное отношение ко всем акционерам, хотя в статье III говорится также, что "структура корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных сторон..."³¹⁰. Из этого положения вытекает, что если какая-либо заинтересованная сторона не имеет прав, установленных законом, то руководство компании не обязано учитывать ее интересы при принятии своих решений.

Хотя американские системы корпоративного управления допускают, но не требуют, чтобы советы компаний и их руководство учитывали вопросы общественного благосостояния в своих решениях, различные внутренние и внешние факторы, такие как давление со стороны профсоюзов, экологических групп и неправительственных организаций, заставляют компании в конкретных случаях учитывать социальные соображения в своих решениях. Однако данная тенденция ни в коей мере не означает снижения значения прав акционеров в такой же степени, как это имеет место в чистой модели корпоративного управления, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон. В этой свя-

зи следует особо отметить появление концепции "социальной ответственности при осуществлении инвестиций", когда инвесторы требуют от учреждений, занимающихся управлением их средств, чтобы они учитывали определенные социальные критерии при принятии инвестиционных решений. Как утверждается, в 2001 году в Соединенных Штатах общая сумма инвестиций, подпадающих под такие критерии социальной ответственности, составила 2 трлн. долларов³¹¹. В определенной степени данная тенденция может отражать некоторое сближение различающихся между собой американского и европейского подходов к цели деятельности компании. С другой стороны, растущее влияние институциональных акционеров и усиливающееся с их стороны давление на менеджеров европейских компаний также могут выступать фактором, способствующим сближению моделей корпоративного управления и повышению значения прав акционеров в Европе³¹².

4.5 Институты корпоративного управления

і) Общий обзор

Институты корпоративного управления делятся на внешние и внутренние по отношению к компании. К внешним институтам относятся правительственные регулирующие учреждения, фондовые рынки, на которых компании котируют свои акции, и суды, применяющие санкции в случае нарушения правил корпоративного управления. Например, Комиссия Соединенных Штатов по ценным бумагам и биржам и Европейская комиссия в реальном смысле являются институтами корпоративного управления. Внутренние институты корпоративного управления представляют собой механизмы внутри компании, которые определяют методы ее деятельности. Внешние и внутренние институты связаны между собой, поскольку внутренние механизмы в значительной степени определяются внешними институтами и зависят от них. Например, законодательство и правительственные постановления определяют полномочия совета директоров и наблюдательного совета, права акционеров и обязанности менеджеров. Таким образом, участники компании, в частности мобилизующие капитал на публичных рынках, не могут организовывать деятельность компании просто как им хочется, а должны соблюдать нормы, установленные законодательными органами, регулируемыми учреждениями и фондовыми биржами. В то же время все внешние системы корпоративного управления оставляют некоторые вопросы управления на усмотрение самих участников компании.

³⁰⁹ OECD Principles of Corporate Governance, op. cit., p. 20.

³¹⁰ Ibid.

³¹¹ См. веб-сайт Форума по вопросам социальной ответственности в области инвестиций [www.socialinvest.org].

³¹² M. O'Sullivan, op. cit., p. 153.

Таким образом, один из основных и практических вопросов для менеджеров, директоров и юристов компаний заключается в том, какие вопросы корпоративного управления определяются внешними нормами, а какие оставлены на усмотрение участников компании. Рамки свободы действий для внутренних институтов корпоративного управления существенно различаются между странами. Например, в Германии существует требование о том, чтобы некоторые члены наблюдательного совета компании представляли работников, тогда как в американском законодательстве такого требования не существует, что дает компаниям Соединенных Штатов большую свободу при подборе директоров.

Управление означает власть, и цель любой системы управления заключается в определении того, каким образом должна распределяться и осуществляться такая власть. В рамках любой публичной компании в Европе или Северной Америке в принципе существует три институциональных центра власти: 1) совет директоров или наблюдательный совет; 2) менеджеры; и 3) акционеры. Ниже поочередно рассматриваются эти три центра власти.

ii) Совет директоров и наблюдательный совет

Во всех системах корпоративного управления в регионе ЕЭК существует избираемый акционерами и действующий коллективно совет, который принимает ключевые решения компании и осуществляет надзор за действиями ее руководства. Он является центральным институтом корпоративного управления. Вместе с тем между странами существуют значительные различия в структуре, составе и полномочиях совета. С самого начала следует отметить важный структурный аспект, заключающийся в том, что если законодательство Соединенных Штатов и Соединенного Королевства предусматривает единственный совет директоров компании, то в некоторых европейских странах, в частности в Австрии, Дании, Германии и Нидерландах, компании определенного размера должны иметь двухуровневую систему, включающую управляющий совет в составе главным образом исполнительных руководителей компании и наблюдательный совет, избираемый акционерами и, в некоторых случаях, работниками компании. Наблюдательный совет избирает членов управляющего совета и следит за тем, чтобы их деятельность соответствовала целям компании и регулирующим положениям в области корпоративного управления. В остальных 11 странах ЕС преобладает модель с единственным советом, хотя в пяти из них двухуровневая система является факультативной³¹³. Например, французское законодательство предусматривает такую возможность, однако лишь около 20 процентов компаний, входящих в индекс САС 40 Парижской фондовой биржи и менее 4 процентов всех французских акционерных компаний

имеют такую систему³¹⁴. Компании, выбравшие двухуровневую структуру, являются в основном многонациональными корпорациями, акции которых котируются на иностранных рынках и которые привлекают капитал из иностранных источников. Они, по-видимому, полагают, что существование двухуровневой структуры повышает доверие иностранных инвесторов к их системе корпоративного управления.

Двухуровневая система означает разделение управленческой и надзорной функций, которые обычно совмещаются в рамках системы с одним советом, между двумя различными органами. Существование отдельного наблюдательного совета повышает независимость директоров, не являющихся исполнительными руководителями компании, и наделяет их дополнительными полномочиями по осуществлению надзора за менеджерами компании. При оценке преимуществ и недостатков этих двух систем в одном исследовании был сделан следующий вывод:

Одноуровневая система может способствовать укреплению взаимодействия и улучшению потока информации между надзорными и управляющими органами, тогда как двухуровневая система предполагает более четкое формальное разделение надзорного органа и органов, за которыми осуществляется надзор. Однако по мере распространения оптимальной практики корпоративного управления явные преимущества, традиционно относившиеся к каждой из систем, как представляется, уменьшаются в связи со сближением практики³¹⁵.

В той или иной степени во всех системах корпоративного управления публичных компаний совет занимает центральное место в организационной структуре. В статье V Принципов корпоративного управления ОЭСР говорится: "Структура корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое руководство компанией, эффективный контроль за администрацией со стороны совета, а также подотчетность совета перед компанией и ее акционерами". В комментариях к этому принципу поясняется, что "наряду с осуществлением корпоративной стратегии совет отвечает прежде всего за контроль за результатами управленческой деятельности и получение соответствующих доходов акционерами, а также за предотвращение конфликтов интересов и сбалансированный учет конкурирующих требований к компании"³¹⁶. Хотя совет наделен определенными ключевыми управленческими функциями, такими как

³¹⁴ Franco British Law Society, "The director's liability under French law", Franco British Law Society Lecture (Edinburgh), 19 November 2001 [www.law.ed.ac.uk/legalconnexion/research/societes.htm]. Закон № 66-537 от 24 июля 1966 года о коммерческих компаниях с внесенными в него поправками предусматривает возможность создания во французских компаниях двухуровневой системы, включающей управляющий совет (директорат) и наблюдательный совет. Двухуровневая система существует в некоторых крупных компаниях, котирующих свои акции на международных биржах, таких как "Пежо", АКсА и "ТотальФина".

³¹⁵ Weil, Gotshal & Manges, op. cit., p. 43.

³¹⁶ OECD Principles of Corporate Governance, op. cit., p. 42.

³¹³ Weil, Gotshal & Manges, op. cit., p. 43.

назначение и смещение главного исполнительного директора компании и одобрение важных сделок, главная функция совета в публичных компаниях заключается в осуществлении контроля за менеджерами компании. Как отметил один видный эксперт, главная обязанность совета заключается в том, чтобы "следить за приверженностью руководства путеводной звезде максимизации прибыли..."³¹⁷.

В последние годы усилия в области реформы корпоративного управления были в основном направлены на структурные инструменты, призванные повысить надзорные функции совета. В целом при разработке систем корпоративного управления главная задача заключается в том, чтобы предоставить менеджерам достаточную гибкость для эффективного осуществления управленческих функций и вместе с тем установить процедуры, обеспечивающие подотчетность администрации перед акционерами за достижение установленной цели компании по максимальному увеличению прибылей³¹⁸.

Для того чтобы совет действительно заставлял менеджеров компании заботиться об интересах акционеров, члены совета должны реально представлять акционеров, а не администрацию. Директоров, безусловно, избирают акционеры, однако данный процесс традиционно похож на выборы в однопартийном государстве: администрация контролирует процесс голосования и выбирает единый перечень кандидатов, большинство из которых являются менеджерами или имеют тесные связи с ними. В последние годы в передовой корпоративной практике делается акцент на меры, призванные повысить независимость советов компаний от администрации в надежде на то, что благодаря этому совет будет более активно представлять интересы акционеров. Вместо принятия законодательства в отношении таких мер Соединенные Штаты пошли по пути разработки кодексов рациональной практики, которые компании затем принимают под давлением со стороны институциональных инвесторов, отраслевых групп и фондовых бирж. В странах, где требуется создание отдельного наблюдательного совета, в соответствующем законодательстве предусматривается, что менеджеры не могут входить в его состав.

На практике, но не в законодательстве³¹⁹, широкое распространение получил принцип, согласно которому

³¹⁷ I. Millstein, "The responsible board", *The Business Lawyer*, Vol. 52, 1997, pp. 407-409.

³¹⁸ ALI, *Principles of Corporate Governance*, Vol. 1, op. cit., p. 77.

³¹⁹ В Соединенных Штатах в законодательстве штатов о компаниях не предусматривается конкретных требований в отношении состава членов совета. Вместе с тем в Законе об инвестиционных компаниях, регулирующем функционирование взаимных фондов, предусмотрено, что "заинтересованными лицами" должны быть не более 60 процентов членов совета. Заинтересованное лицо определяется как лицо, имеющее оговоренные в законе связи с менеджерами фонда. В 2002 году установленная доля "директоров, не имеющих конкретного интереса в компании", была увеличена до большинства членов совета. В правилах, принятых фондовыми биржами, также предусматривается требование о минимальном числе внешних директоров, не являющихся менеджерами компании, для компаний, котирующих свои акции на фондовых биржах. Текст такого стандарта см. [www.nyse.com].

большинство членов совета публичных компаний должны составлять лица, не являющиеся менеджерами компании. Например, в 2001 году в среднем состав совета компаний, входящих в список 500 крупнейших компаний, составляемый агентством "Стандарт энд Пуэрз", имел 82 процента директоров, не являющихся работниками компании. В рамках реформ, осуществленных в области корпоративного управления после скандала с компанией "Энрон", Нью-Йоркская фондовая биржа приняла в августе 2002 года новые правила³²⁰, которые должны быть утверждены Комиссией по ценным бумагам и биржам и которые предусматривают, что независимые директора должны составлять большинство членов совета директоров всех компаний, котирующих свои акции на этой бирже, за исключением компаний, в которых акционер или группа акционеров имеет контрольный пакет акций. В Европе также наблюдается усиливающаяся тенденция к включению в состав совета компании лиц, не являющихся работниками компании, и во многих европейских кодексах передовой практики подчеркивается важность обеспечения "независимости" совета от администрации. В 2001 году в среднем совет компаний, включенных в германский биржевой индекс DAX 30, состоял на 50 процентов из членов, не являющихся работниками компаний; аналогичный показатель для компаний, входящих во французский биржевой индекс CAC 40, составлял 92 процента; 99 процентов – для голландских компаний, входящих в индекс Top 21; и 57 процентов – для компаний Соединенного Королевства, включенных в индекс FTSE 100³²¹.

Вместе с тем тот факт, что директор совета не является работником компании, не является гарантией того, что он действительно независим от администрации. Ряд других факторов, таких как семейные связи, финансовые взаимоотношения и связи с акционерами, имеющими контрольный пакет акций, могут ограничивать возможности директоров принимать независимые решения, или, по выражению Верховного суда Соединенных Штатов, выступать в качестве "независимых сторожевых псов"³²². Независимость является субъективным понятием. Для того чтобы внести определенную объективность в данный процесс, одна организация³²³ разработала комплекс критериев для оценки степени независимости членов совета от администрации компании. В частности, соответствующее лицо не должно 1) работать в компании по крайней мере в течение последних трех лет; 2) иметь личных финансовых связей с компанией; 3) иметь семейных связей с членами администрации; и 4) иметь связей с основными акционерами или акционерами, владеющими контроль-

³²⁰ Текст стандарта см. [www.nyse.com].

³²¹ Davis Global Advisors, *Leading Corporate Governance Indicator 2001* (Newton, MA), 2001, p. 31 [www.davisglobal.com].

³²² Supreme Court of the United States, *Burks v. Lasker*, 441 U. S. 471, 484, 1979.

³²³ Davis Global Advisors, op. cit.

ным пакетом акций. При применении данных критериев соответствующая доля независимых директоров в составе советов компаний резко снижается: в Соединенных Штатах до 69 процентов, в Германии до 50 процентов, в Соединенном Королевстве до 39 процентов, во Франции до 25 процентов и в Нидерландах до 7 процентов³²⁴.

Неопределенность в вопросе о независимости директоров в советах компаний в странах региона ЕЭК находит также отражение в Принципах корпоративного управления ОЭСР. Вместо включения четкого правила о том, что большинство членов совета директоров должны быть лицами, не зависящими от администрации, в статье VE просто говорится, что "совет должен иметь возможность выносить объективное суждение по делам компании, не будучи зависимым, в частности, от администрации". Для осуществления данной нормы советам рекомендуется "рассмотреть вопрос о возложении на достаточное число своих членов, не занимающих в компании административных должностей и способных выносить независимые суждения, выполнение функций [таких как финансовая отчетность и вознаграждение исполнительных руководителей], которые могут привести к возникновению конфликта интересов"³²⁵.

В связи с крахом компании "Энрон", большинство членов совета которой не были ни исполнительными руководителями, ни работниками компании, возникает вопрос о том, что, возможно, необходимы и другие механизмы для обеспечения независимости директоров. Неспособность директоров компании "Энрон" выступать в качестве "независимых сторожевых псов", возможно, объяснялась их социальными, политическими и личными связями с администрацией компании.

Для усиления надзорных функций совета компании созданы другие структурные инструменты, включая учреждение специализированных комитетов для выполнения отдельных ключевых функций. Например, после принятия Закона Сарбанеса-Оксли 2002 года все публичные компании должны иметь аудиторский комитет в составе независимых директоров. Вместе с тем компания "Энрон" имела такой специализированный аудиторский комитет, состоявший из независимых директоров, однако он не смог выявить и исправить нарушения в бухгалтерской отчетности. Получает распространение также практика, в соответствии с которой в большинстве компаний создаются отдельные комитеты по назначениям и вознаграждению работников. В основе этой тенденции лежит представление о том, что специализированный комитет, знакомый акционерам, в частности, если в его состав входят независимые директоры, может более эффективно выполнять такие функции, чем совет в целом, в особенности если в его составе есть представители администрации.

³²⁴ Ibid., p. 35.

³²⁵ OECD Principles of Corporate Governance, op. cit., Art. V, p. 22-23.

iii) Менеджеры компании

Если выборы директоров компании напоминают выборы в однопартийном государстве, то положение главного исполнительного директора в современной американской компании напоминает положение автократа. Так, подобно политическим системам, в которых доминирует "культ личности лидера", не будет ошибкой утверждать, что в большинстве американских компаний проявляется "культ главного исполнительного директора". Среди американских деловых кругов практически является аксиомой убеждение в том, что главный исполнительный директор и только он несет ответственность за увеличение или снижение состояния компании³²⁶.

В качестве признания такой роли американские исполнительные директора получают баснословно высокие жалования. В 2000 году в среднем главный исполнительный директор крупной американской компании получал компенсацию, превышающую 17 млн. долларов. По данным журнала "Бизнес уик", среднее вознаграждение американского главного исполнительного директора превышало жалование среднего производственного рабочего в 42 раза в 1980 году, в 85 раз в 1990 году и в 531 раз в 2000 году³²⁷. Хотя, действительно, почти две трети вознаграждения главных исполнительных директоров осуществляется в форме фондовых опционов, средние доходы американского главного исполнительного директора практически вдвое превышают доходы его коллег в других странах ОЭСР.

Несмотря на эффективность работы отдельных главных исполнительных директоров, большое значение, придаваемое роли и влиянию главного исполнительного директора в американских компаниях, возможно, по крайней мере в определенной степени объясняется центральным местом индивидуализма в ряду культурных ценностей. По мнению американцев, достижения организации во многом объясняются усилиями отдельного лидера, а не группы. В странах, придающих более существенное значение общественным ценностям, таких как Германия и Япония, корпоративное управление, как правило, в большей мере основывается на групповых усилиях, чем в Соединенных Штатах, что находит отражение в вознаграждении главного исполнительного директора по сравнению с вознаграждением других исполнительных руководителей и работников. Кроме того, европейская и японская культуры, в которых важное место занимают общественные ценности, и существование в этих странах

³²⁶ Среди широкой общественности и менеджеров в Соединенных Штатах распространено мнение о том, что Лу Джерстнер один смог умело улучшить положение "Ай-Би-Эм", что Джек Уэлч полностью самостоятельно превратил "Дженерал электрик" в современную компанию и что Сэнди Уайлл самостоятельно создал "Ситигруп". Главные исполнительные директора не только занимаются управлением, они пишут книги, регулярно появляются на телевидении и являются суперзвездами американской корпоративной культуры.

³²⁷ Более подробная информация о вознаграждении главных исполнительных директоров американских компаний представлена на сайте [www.aflcio.org/paywatch/index.htm].

значительного числа семейных компаний, вероятно, способствуют тому, что в европейских и японских компаниях главный исполнительный директор представляется скорее патриархом или отцом родным, чем героической личностью, образ которой существует в американской корпоративной культуре.

С учетом абсолютно доминирующего положения главного исполнительного директора в американских компаниях любопытно отметить, что в формальных и неформальных инструментах корпоративного управления мало говорится о нем и других старших исполнительных руководителях. В кодексах и законодательстве о компаниях они едва упоминаются. В Принципах корпоративного управления ОЭСР содержатся отдельные статьи, посвященные совету и акционерам, но при этом отсутствуют аналогичные положения, касающиеся обязанностей менеджеров компании. Неофициальные заявления с изложением применяемой практики ограничиваются стремлением к созданию структур, препятствующих тому, чтобы главный исполнительный директор оказывал доминирующее влияние на совет, главная функция которого в конечном счете заключается в обеспечении подотчетности главного исполнительного директора. Например, один из формирующихся принципов рациональной практики корпоративного управления, поддерживаемый некоторыми группами, состоит в том, что главный исполнительный директор не должен также выполнять функции председателя компании. Фактически многие сторонники рациональной практики корпоративного управления выступают также за то, чтобы председатель был аутсайдером, а не действующим или бывшим исполнительным руководителем компании. Интересно отметить, что во многих европейских странах преобладает концепция разделения функций председателя и главного исполнительного директора, но она не получила широкого распространения в Соединенных Штатах. Например, в 2001 году разделение этих функций между двумя лицами имело место лишь в 19 процентах компаний, входящих в список 500 крупнейших фирм, составляемый агентством "Стандард энд Пуэрз", тогда как именно так обстояло дело в 100 процентах компаний, включенных в индекс DAX 30 в Германии, 90 процентах компаний, входящих в индекс FTSE 100 в Соединенном Королевстве, и 100 процентах компаний, входящих в индекс Top 21 в Нидерландах³²⁸. Предпочтение, отдаваемое американскими компаниями сочетанию двух должностей в одном лице, безусловно, в значительной мере объясняется существующей корпоративной культурой, в которой центральное место занимает героическая личность, а также высокими требованиями эффективности, предъявляемыми в силу такого рода руководства. Возможно, в силу своей веры в культ главного исполнительного директора и предпочтений, отдаваемых индивидуализму, американские сторонники корпоративного управления не настаивают на подобном структурном делении

в такой же мере, как на других инструментах корпоративного управления.

iv) Акционеры

Сама структура акционерной собственности может облегчать или затруднять задачу осуществления контроля за деятельностью администрации. Существование крупных акционеров, имеющих во многих случаях представителей в совете, что характерно для европейских компаний, делает более сложным для менеджеров манипулирование механизмом корпоративного управления в своих интересах, например путем осуществления контроля за назначением внешних директоров или оказания влияния на процесс внутреннего аудита, по сравнению с компаниями, например, в Соединенных Штатах, для которых характерна распыленная структура распределения акций и в которых директора, хотя и являясь формально независимыми, не имеют значительной доли участия в акционерном капитале компании и могут быть связаны социальными или финансовыми отношениями с администрацией. Кроме того, крупные акционеры компании, являющиеся долгосрочными инвесторами, могут сдерживать склонность менеджеров к конъюнктурным действиям, за счет которых они пытаются поднять котировки достаточно высоко, чтобы затем продать свои акции. Различия в структуре акционеров между Соединенными Штатами и Европой, возможно, частично объясняют, почему европейским странам в последние несколько лет удавалось, как представляется, избежать крахов корпоративного управления, которые недавно имели место в Соединенных Штатах. С другой стороны, в прошлом в Европе были примеры сбоев в корпоративном управлении, и крупные акционеры не всегда играли положительную роль. Как было отмечено в начале настоящей главы, одна из целей эффективного корпоративного управления заключается в защите мелких акционеров от злоупотреблений со стороны менеджеров, не имеющих значительной доли в акционерном капитале, или акционеров, обладающих контрольным пакетом акций и оказывающих доминирующее влияние на администрацию.

Некоторые исследователи пришли к выводу о том, что причина значительной степени концентрации в структурах распределения акций во многих странах заключается в слабой защите инвесторов, которая обеспечивается для акционеров в этих странах. Учитывая слабую правовую защиту, инвесторы понимают, что они должны обладать крупным пакетом акций, для того чтобы осуществлять контроль за администрацией и тем самым обеспечивать защиту своих инвестиций. Мелкие инвесторы, также понимающие ограниченные возможности для защиты своих интересов, идут на покупку акций только по низкой цене, что делает распространение акций среди широкой публики непривлекательным для компаний³²⁹.

³²⁸ Davis Global Advisors, op. cit., p. 38.

³²⁹ R. La Porta et al., "Law and finance", op. cit., pp. 1113-1142.

Еще одним важным фактором, объясняющим различия в структуре акционеров, является различие между пенсионными системами Соединенных Штатов и стран континентальной Европы. Финансируемая из частных источников пенсионная система в Соединенных Штатах способствует широкому распространению акций среди населения, тогда как государственная система в странах Европейского континента не оказывает того же воздействия.

С точки зрения законных прав акционеров их непосредственное участие в корпоративном управлении как в Соединенных Штатах, так и в Европе, ограничивается: i) избранием директоров или членов наблюдательного совета и ii) утверждением отдельных решений, требующих их одобрения. Кроме того, акционеры по закону имеют право обжаловать действия должностных лиц и директоров компаний. В отношении первой группы прав существуют значительные различия между Соединенными Штатами и европейскими странами, такими как Австрия, Дания, Германия, Люксембург и Швеция, в которых работники избирают ряд членов совета. В результате такой уступки, призванной обеспечить участие других заинтересованных сторон, снижается влияние, оказываемое акционерами на управление компаний.

В отношении вопросов, решения по которым подлежат одобрению акционерами, значительных различий между компаниями Соединенных Штатов и европейскими компаниями, как представляется, не существует³³⁰. В Соединенных Штатах законодательство отдельных штатов предоставляет акционерам как собственникам компании право непосредственно принимать решения по отдельным ключевым вопросам, таким как слияния, затрагивающим основные интересы компании. Рамки таких прав акционеров различаются между штатами, а также между компаниями в силу различных положений уставов и внутренних регламентов компаний. Важное значение таких прав проявляется в борьбе за голоса акционеров для осуществления контроля за деятельностью компании, и в качестве недавнего примера можно привести наблюдавшуюся в 2002 году борьбу между администрацией корпорации "Хьюлетт Пакард" и придерживавшимися иной точки зрения акционерами данной компании по поводу одобрения операции по ее слиянию с компанией "Компак" на сумму 12 млрд. долларов. Эта битва напоминала политическую кампанию с использованием средств массовой информации для оказания влияния на голоса акционеров. Сторонники концепции корпоративного управления все более настоятельно рекомендуют компаниям предоставлять акционерам право одобрять решения по широкому кругу важных вопросов, касающихся компании, включая планы использования фондовых опционов, и широко использовать механизмы голосования по доверенности. И в данном случае основной смысл за-

ключается в том, чтобы вовлечь акционеров в принятие некоторых важных решений компании в качестве инструмента контроля за деятельностью ее администрации. Подобные усилия представляют собой еще одну попытку закрепить роль акционеров как "собственников" компании, а не просто одной из сторон, имеющих интерес в компании.

Различные правовые нормы могут влиять на возможности акционеров обжаловать решения должностных лиц и директоров компании, с которыми они не согласны. К ним относится возможность голосования по доверенности, вопрос о разрешении или запрещении кумулирования голосов (означающее увеличение способности акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, избирать директоров), право обжаловать решения компании в суде, право созывать внеочередное заседание акционеров и, что имеет наиболее важное значение, рамки фидуциарных обязанностей директоров и должностных лиц и их обязанностей проявлять заботу о компании и ее акционерах. В некоторых проведенных исследованиях был сделан вывод о том, что в странах с традициями общего права, таких как Соединенные Штаты и Соединенное Королевство, обеспечивается более эффективная правовая защита акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, чем в странах континентального права³³¹. Например, в англо-американской системе корпоративного управления существуют более жесткие нормы, регулирующие операции, осуществляемые должностными лицами и директорами в собственных интересах, по сравнению с соответствующими нормами в странах Европейского континента, что является конкретным проявлением значения, придаваемого правам акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, в двух системах корпоративного управления³³².

Законные права акционеров и предусмотренные законом обязательства должностных лиц и директоров могут оказывать существенное влияние на деятельность компании только при существовании эффективных правоприменительных механизмов. Государственные учреждения обладают различными полномочиями для обеспечения соблюдения компаниями, их должностными лицами и директорами установленных норм, и они добиваются этого с различной степенью настойчивости. Кроме того, есть еще один действенный механизм, наиболее эффективная форма которого существует, вероятно, в Соединенных Штатах и точного аналога которого нет в Европе: право частных лиц на предъявление иска. Американская система позволяет акционерам предъявлять директорам и должностным лицам компании иски за ущерб, который они понесли непосредственно вследствие действий компании, или предъявлять

³³¹ R. La Porta et al., "Law and finance", op. cit.

³³² L. Enriques, "The law on company directors' self-dealing: a comparative analysis", *International and Comparative Corporate Law Journal*, Vol. 2, 2000, pp. 297-331.

³³⁰ Weil, Gotshal & Manges, op. cit., p. 38.

иски от имени компании за ущерб, причиненный компанией неправильными действиями ее должностных лиц или директоров. Для облегчения предъявления таких исков появились специализированные юридические фирмы, осуществляющие соответствующие правовые процедуры и берущие на себя финансовые риски, связанные с разбирательством. Стимулом их деятельности является "адвокатское вознаграждение" в форме части суммы компенсации, на которую компания имеет право по решению суда.

Для многих инвесторов основным инструментом и санкцией против неэффективного корпоративного управления является продажа акций компании, нарушающей установленные нормы, или отказ приобретать ее акции. Тем не менее существование правового средства защиты выступает – в особенности в Соединенных Штатах, где судебные процессы, касающиеся компаний, являются частым явлением, – еще одним фактором, позволяющим, наряду с другими рычагами, оказывать дисциплинирующее воздействие на поведение компании. Если американский стиль корпоративного управления будет распространяться в Европе под давлением рынков капитала и институциональных инвесторов, следует задаться вопросом о том, не появится ли вскоре и практика судебных разбирательств, инициируемых акционерами. Однако при отсутствии культуры, которая благоприятствует возбуждению частных исков пострадавшими индивидуумами, включая акционеров, не ясно, превратятся ли частные иски в эффективный фактор, сдерживающий нерациональные действия компаний в некоторых европейских странах.

Утверждается, что существующая в Соединенных Штатах и Соединенном Королевстве система широкого распространения акций среди населения является следствием эффективной правовой защиты, которая поощряет инвесторов становиться акционерами, не имеющими контрольного пакета акций³³³. Если это так, то данная правовая защита акционеров без контрольного пакета акций сама по себе является, по крайней мере в определенной степени, результатом предпочтений, отдаваемых судами и законодательством Соединенных Штатов и Соединенного Королевства индивидуализму в ряду других культурных ценностей³³⁴.

Вероятно, сложно перенести сложившуюся в Соединенных Штатах модель защиты прав акционеров в западную Европу, где традиции участия в акционерном капитале фирм той же страны и существующие связи с главным исполнительным директором могут стать преградой для попыток акционеров заблокировать решения администрации, которые, по их мнению, ставят под угрозу максимальное увеличение состояния акционеров.

4.6 Выводы

Корпоративное управление играет ключевую роль в разработке корпоративной стратегии, эффективном распределении ресурсов компании и управлении ими, определении условий ее доступа к капиталу и, в конечном счете, в успехе компании. По этой причине надлежащая система корпоративного управления является необходимым условием для достижения долговременного экономического роста и выступает важным активом стран, конкурирующих между собой за привлечение иностранного капитала. Данное соображение приобретает все большее значение в последнее время в связи с тем, что углубляющаяся интеграция глобальных рынков капитала способствует усилению конкуренции за привлечение мобильного капитала.

В регионе ЕЭК существуют две основные модели корпоративного управления: англо-американская модель и модель стран континентальной Европы. Эти две модели различаются между собой по ряду важных факторов, рассмотренных выше. В самом общем виде данные две модели корпоративного управления можно охарактеризовать следующим образом (признавая, впрочем, что в отдельных странах существуют определенные отклонения от описанной схемы):

<i>Англо-американская модель</i>	<i>Европейская модель</i>
Доминирующая роль администрации	Доминирующая роль акционеров, имеющих контрольный пакет акций
Ориентация на интересы акционеров	Ориентация на заинтересованные стороны
Широкое распространение акций среди населения	Более узкий круг акционеров
Значительные права акционеров	Более слабые права акционеров
Структура с единым советом	Структура с двухуровневым советом
Единоличный сильный лидер	Консенсус или групповое руководство
Сложившиеся традиции судебного разбирательства по инициативе акционеров	Более слабые традиции судебного разбирательства

Описанные модели, безусловно, являются чисто теоретическими выкладками. Они не учитывают реальности во всем их многообразии. Однако перечисленные выше семь элементов отражают важные аспекты, которые отличают различные подходы к корпоративному управлению в странах региона ЕЭК и оказывают влияние на такие подходы. Вместе с тем существуют мощные и существенные факторы, такие как необходимость получения доступа к иностранным рынкам капитала, давление со стороны институциональных инвесторов и усилия по формированию единого европейского рынка финансовых услуг, которые, вероятно, способствуют определенному сближению систем корпоративного управления в регионе. Однако системы корпоративного управления не являются лишь формальными процеду-

³³³ J. Coffee, Jr., "The future as history...", *op. cit.*, p. 644.

³³⁴ J. Salacuse, *op. cit.*

рами, которые можно без труда заменить³³⁵. Системы корпоративного управления так же, как и другие важные институты общества, отражают его культурные ценности, то есть ценности, которые – правильно или неправильно – считаются необходимыми для выживания общества. Например, нельзя ожидать, что американские ценности, в которых большое значение придается индивидуализму, могут без проблем заменить предпочтения, отдаваемые европейскими странами ценностям общественным.

Однако постоянное противопоставление англо-американской модели корпоративного управления, основанной на интересах акционеров, и европейской модели, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон, может приводить к преувеличению различий между двумя системами корпоративного управления и недооценке влияния факторов, способствующих их конвергенции, таких как деятельность институциональных инвесторов Соединенных Штатов в Европе и котировка акций европейских компаний на американских фондовых биржах. Однако, проводя четкое разграничение между двумя моделями и удовлетворяя запросы лиц, склонных к диалектическому мышлению, можно забыть о возможностях для стирания различий и не заметить, в какой мере конвергенция между ними, быть может, уже происходит. Например, трансграничные слияния, такие как между компаниями "Даймлер" и "Крайслер", создают возможности для перенесения внутренних механизмов корпоративного управления в другие страны. Одним из наглядных примеров в данном плане могут служить механизмы вознаграждения. Аналогичным образом "враждебные поглощения", которые ранее выступали инструментом корпоративного управления, ограничивавшимся практически только англосаксонской системой, начинают распространяться в странах континентальной Европы. Кроме того, европейские компании все более активно стремятся котиrowать свои акции на фондовом рынке Соединенных Штатов, и для выполнения необходимых требований они переходят – хорошо это или плохо – к практике бухгалтерского учета, принятой в Соединенных Штатах. С другой стороны, недавние изменения, внесенные в законодательство, регулирующее финансовый сектор в Соединенных Штатах, создали условия для повышения роли банков и других финансовых посредников в этой стране в качестве собственников. Аналогичным образом некоторые институциональные инвесторы в Соединенных Штатах уже давно стали играть более активную роль в корпоративном управлении.

Вместе с тем усилия, предпринимаемые в Соединенных Штатах или Европе, для того чтобы администрация компании лучше учитывала интересы других сторон, можно только приветствовать как шаг к укреплению контроля за деятельностью менеджеров. Наблюдающаяся во всем регионе ЕЭК тенденция к повыше-

нию степени независимости директоров компаний также является шагом вперед, причем и в этом случае, если цель деятельности компании видится в увеличении прибыли акционеров, и в том, если речь идет о выгодах для широкого круга заинтересованных сторон. Уже получившая широкое распространение в Европе практика разделения функций председателя и главного исполнительного директора, вероятно, будет признана полезной акционерами большинства американских компаний. И наконец, еще одной точкой конвергенции между крайними формами американской модели, основанной на интересах акционеров, и европейской модели, ориентированной на широкий круг заинтересованных сторон, возможно, является понятие "социальной ответственности при осуществлении корпоративного управления", – концепция, отражающая попытку объединить две важные темы, которые пока не были реально увязаны друг с другом: рациональное корпоративное управление и социальная ответственность компании.

Нынешние дискуссии по поводу корпоративного управления проводятся главным образом в контексте развитых стран Северной Америки и западной Европы. Однако тема корпоративного управления имеет важное значение также для стран с переходной экономикой. Она должна стать важным элементом их стратегий, направленных на стимулирование экономического роста, укрепление финансового положения и развитие производительного частного сектора, о чем свидетельствует накопленный ими различный болезненный опыт, включая неудачные приватизационные проекты 90-х годов. В странах с переходной экономикой системы корпоративного управления в основном все еще находятся на стадии формирования (см. вставку 4.6.1). Создавая собственные системы корпоративного управления, странам центральной и восточной Европы следует внимательно и критически изучить весь опыт, накопленный в Северной Америке и западной Европе. Каждой стране с переходной экономикой следует определить систему корпоративного управления, в наибольшей степени соответствующую ее собственным потребностям и условиям, а не слепо копировать модель, основанную на интересах акционеров или ориентированную на широкий круг заинтересованных сторон, или поспешно делать выбор в пользу структуры с одно- или двухуровневым советом компании. Организации и отдельные лица из западных развитых стран неизбежно пытаются навязать странам с переходной экономикой "передовую практику" в области корпоративного управления, которая вытекает из опыта их собственных стран. Такая передовая практика, безусловно, отражает национальный опыт и культуру конкретных стран, и в силу этого ее применение может оказаться неуместным или по крайней мере сложным без значительной адаптации в той или иной стране с переходной экономикой. При оценке иностранных моделей корпоративного управления директивным органам стран с переходной экономикой целесообразно помнить, что в значительной мере западные системы корпоративного

³³⁵ J. Coffee, Jr., "The future as history...", op. cit., p. 646.

Вставка 4.6.1

Корпоративное управление в восточной Европе и СНГ

Реформа корпоративного управления имеет большое значение для стран восточной Европы и СНГ. Во-первых, в рамках переходных преобразований им пришлось с нуля создавать системы корпоративного управления, поскольку механизмы, использовавшиеся ранее для управления предприятиями в условиях государственной собственности и централизованного планирования, не были приспособлены для рыночной среды. Для решения этой задачи требуются радикальные реформы не только в области правового регулирования и нормативной среды, но и в отношении внутренних организационных структур компаний. Во-вторых, корпоративное управление является крайне важным аспектом в деятельности крупных компаний. Поэтому решение проблемы нерационального корпоративного управления может быть второстепенным приоритетом в стране, где основная экономическая деятельность осуществляется мелкими компаниями, управляемыми самими собственниками. Однако по сравнению со странами, имеющими зрелую рыночную экономику, страны восточной Европы и СНГ приступили к переходным преобразованиям в условиях, характеризовавшихся значительным преобладанием крупных компаний в экономической деятельности. В результате для стран с переходной экономикой с самого начала вопросы корпоративного управления приобрели первостепенное значение.

В-третьих, вопросы корпоративного управления имеют особенно важное значение в этих странах, поскольку многие ограничения, которые экономическая среда создает для потенциально неэффективной практики компаний в странах со зрелой рыночной экономикой, пока еще не работают в странах, имевших ранее централизованно планируемую экономику.

В частности, в странах с рыночной экономикой важным фактором, определяющим результативность работы предприятия, является конкурентное давление на товарных рынках¹. В отличие от этого страны, где прежде действовала система централизованного планирования, приступили к переходным преобразованиям, имея в основном довольно закрытую экономику, характеризовавшуюся высокой степенью концентрации внутренних рыночных структур, и поэтому перед ними встала задача создания конкурентной среды.

В силу исторических причин эта задача оказалась особенно трудной для стран СНГ [см. главу 5.4 ii)]. Прогресс, достигнутый в создании конкурентной среды, является неодинаковым среди стран региона, в частности наибольших успехов в данном плане добились страны центральной Европы и балтийские страны (таблица 5.3.4). Однако даже в передовых странах остаются пробелы в практическом осуществлении политики в области конкуренции и сохраняются некоторые барьеры, ограничивающие доступ к ключевым отраслям².

Аналогичным образом в странах со зрелой рыночной экономикой были созданы в целом эффективные процедуры банкротства и ликвидации компаний в целях облегчения реструктуризации или ухода с рынка предприятий, не способных успешно вести конкурентную борьбу. И в данном отношении страны восточной Европы и СНГ с самого начала не имели эффективных процедур банкротства. Создание такие процедур стало приоритетной задачей, которую нужно было решать, чтобы укрепление бюджетной дисциплины на предприятиях и развитие конкуренции на товарных рынках привели к повышению эффективности благодаря процессу реструктуризации.

В ряде недавних исследований были изучены вопросы о рамках и эффективности прав кредиторов по отношению к компаниям-должникам³. В соответствии с существующим законодательством в некоторых странах предусмотренный уровень защиты прав кредиторов является сопоставимым или даже более высоким по сравнению с положением, существующим в странах с рыночной экономикой, хотя страны СНГ отстают в данном плане от большинства других стран региона. Аналогичная картина складывается из более общего анализа торгового права, в ходе которого учитывалась, помимо защиты прав кредиторов, степень развития гражданского и торгового кодексов и законодательства об обеспечении (залогах) и о компаниях⁴.

Вместе с тем важным компонентом выступают эффективные правоприменительные механизмы⁵. Существует значительный разрыв между степенью развития торгового законодательства и его фактической эффективностью с точки зрения осуществления и применения на практике⁶.

Такие ограничения в экономической среде, характерные для стран с ранее централизованно планируемой экономикой, вызывают ряд последствий для корпоративного управления. С одной стороны, в условиях, когда другие механизмы ограничений и стимулов, такие как конкурентное давление и угроза банкротства, являются слабыми, особенно большие надежды возлагаются на корпоративное управление как на инструмент, способный обеспечить эффективную работу предприятий. С другой стороны, методы корпоративного управления, доказавшие свою относительную эффективность при существовании таких ограничений и стимулов, могут оказаться менее эффективными в особых условиях, существующих в странах восточной Европы и СНГ.

Вопросы собственности и контроля

Страны региона использовали различные методы приватизации крупных предприятий и достигли в этом различного прогресса⁷. Первоначальные структуры собственности формировались под влиянием различных приватизационных стратегий. Впоследствии ключевую роль в развитии структур собственности и осуществлении контроля над компаниями играла политика в отношении фондовых рынков и финансовых посредников, а также законодательство об охране прав акционеров и связанные с ним правоприменительные механизмы.

Венгрия и Эстония особенно широко использовали прямую продажу предприятий стратегическим иностранным инвесторам в качестве первоначального метода приватизации. Болгария, Польша, Словакия и Чешская Республика использовали как методы массовой приватизации, так и продажу предприятий стратегическим инвесторам. Остальные страны, в частности Россия, выбрали главным образом методы выкупа предприятий администрацией и работниками и различные формы массовой приватизации.

Продажи предприятий стратегическим инвесторам, естественно, привели к концентрации собственности, тогда как использование методов массовой приватизации и выкупа предприятий работниками обычно сначала способствовали формированию распыленных структур собственности. В первом случае задача корпоративного управления заключается прежде всего в обеспечении того, чтобы инвесторы, имеющие контрольный пакет акций, учитывали интересы остальных акционеров. Во втором случае основная задача состоит в том, чтобы заставить администрацию компании действовать в интересах многочисленных акционеров.

Вставка 4.6.1 (продолжение)

Корпоративное управление в восточной Европе и СНГ

Прежде чем выяснять, каким образом удалось решить эти задачи, следует отметить, что первоначально сформировавшиеся структуры собственности вовсе не обязательно являются окончательными. Более того, в некоторых случаях приватизационные программы были разработаны при предположении, что первоначальные структуры собственности будут определяться не столько эффективностью, сколько соображениями справедливости, и что в скором времени рыночные силы проявят себя и сформируют эффективные структуры собственности.

В некоторых странах был создан институт финансовых посредников в качестве средства, способствующего концентрации акционерной собственности в период массовой приватизации или после нее. В других странах последующая перепродажа акций привела к повышению степени концентрации собственности в руках администрации предприятий [глава 5.4 i)]. Однако такая последующая торговля ценными бумагами не всегда способствовала формированию более эффективных структур собственности из-за недостаточно эффективного регулирования фондовых рынков и деятельности финансовых посредников. В данном отношении существует значительный разрыв между центральноевропейскими и балтийскими странами, с одной стороны, и странами юго-восточной Европы и государствами – правопреемниками Советского Союза, – с другой.

Однако структуры собственности являются не единственным фактором, влияющим на корпоративное управление. Крайне важное значение имеет существование и обеспечение осуществления прав акционеров. В частности, с точки зрения соответствующего законодательства степень защиты прав акционеров в 1998 году была уже сопоставима с положением, существующим в Европейском союзе. Однако обеспечение практического осуществления таких прав является проблемой во многих восточноевропейских странах и странах СНГ⁸.

Достигнутые результаты

Надлежащее корпоративное управление облегчает доступ к внешним финансовым ресурсам и создает стимулы для реструктуризации предприятий. Упомянутые выше недостатки приводят к тому, что большинство компаний в странах восточной Европы и СНГ по-прежнему имеют ограниченный доступ к внешним источникам финансирования по сравнению с аналогичными предприятиями в странах со зрелой рыночной экономикой⁹.

Качество и степень практического применения законодательства, определяющего основы корпоративного управления, находят также отражение в результатах, к которым привел процесс приватизации. Различные типы собственников, появившиеся в ходе приватизации, оказывают далеко не одинаковое влияние на реструктуризацию и деятельность предприятий [глава 5.4 i)]. С учетом недостатков в защите прав акционеров, не имеющих контрольного пакета акций, и в регулировании фондовых рынков структуры собственности, характеризующиеся высокой степенью ее концентрации в руках внешних инвесторов, оказывают, как представляется, наиболее значительное позитивное воздействие. Однако и в данном отношении картина является неоднородной между странами региона. Например, в России не наблюдается особой корреляционной связи между структурами собственности и результатами работы предприятий¹⁰. Это объясняется тем, что структуры собственности в целом не находят отражения в составе советов компаний и, следовательно, в осуществлении контроля за деятельностью компаний. В результате администрация часто сохраняет контроль даже в компаниях, в которых она не имеет контрольного пакета акций.

В заключение следует отметить, что эмпирический опыт свидетельствует о существовании значительной взаимодополняемости между элементами системы корпоративного управления, такими как структура собственности, с одной стороны, и более широкой экономической среды – прежде всего конкурентным давлением на товарных рынках, – с другой стороны¹¹.

¹ S. Nickell, "Competition and corporate performance", *Journal of Political Economy*, Vol. 104, Issue 4, 1996, pp. 724-746.

² EBRD, *Transition Report 2002 – Agriculture and Rural Transition* (London), 2002.

³ R. La Porta, F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny, "Legal determinants of external finance", *Journal of Finance*, Vol. 52, No. 3, 1997, pp. 1131-1150; K. Pistor, M. Raiser, S. Gelfer, *Law and Finance in Transition Economies*, EBRD Working Paper, No. 48 (London), February 2000.

⁴ EBRD, op. cit.

⁵ K. Pistor et al., op. cit.

⁶ EBRD, op. cit. Однако этот разрыв уменьшился за последние два года.

⁷ См. главу 5.4 i) и таблицу 5.3.3 настоящего *Обзора*. Всесторонний обзор литературы по вопросам собственности, контроля и полученных результатов в странах с переходной экономикой см. S. Djankov, P. Murrell, *Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey*, CEPR Discussion Paper, No. 3319 (London), April 2002. Последнюю информацию по России см. M. Angelucci, A. Bevan, S. Estrin, J. Fennema, B. Kuznetsov, G. Mangiarotti, M. Schaffer, *The Determinants of Privatized Enterprise Performance in Russia*, CEPR Discussion Paper, No. 3193 (London), February 2002. Последнюю информацию по Венгрии, Польше и Чешской Республике см. R. Frydman, C. Gray, M. Hessel, A. Rapaczynski, "When does privatization work? The impact of private ownership on corporate performance in transition economies", *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 114, No. 4, 1999, pp. 1153-1191.

⁸ В частности, серьезную проблему представляет коррупция, в особенности в СНГ [глава 5.6 iv)], которая позволяла инсайдерам с хорошими связями успешно обходить закон во время приватизации и при осуществлении корпоративного управления приватизированными компаниями.

⁹ K. Pistor et al., op. cit.

¹⁰ M. Angelucci et al., op. cit.

¹¹ Глава 5 настоящего *Обзора*, а также M. Angelucci et al., op. cit., S. Djankov, P. Murrell, op. cit., S. Estrin, "Competition and corporate governance in transition", *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 16, No. 1, Winter 2002, pp. 101-124.

управления формировались под влиянием периодических финансовых кризисов в отдельных странах. Понимая, что эти кризисы остались в прошлом, им следует также иметь в виду, что, вероятно, будут и другие кризисы, которые приведут к дальнейшим реформам в области корпоративного управления.

Помимо собственно политики в области корпоративного управления, важное значение для обеспечения эффективного функционирования компаний и устранения соответствующих недостатков имеет политика, направленная на содействие развитию конкуренции на товарных рынках, а также политика, призванная сделать более быстрыми и справедливыми процедуры банкротства. Такие меры являются необходимым дополнением к любой системе корпоративного управления. В отношении последнего аспекта страны с переходной экономикой должны понимать взаимосвязи между различными элементами надлежащей системы корпоративного управления и приоритетами, вытекающими из уже принятых решений. В частности, политика в области приватизации, которая привела к появлению стратегических акционеров, обладающих контрольным пакетом акций, должна дополняться прежде всего мерами по защите прав остальных акционеров. С другой стороны, в странах, где приватизация привела к структурам распределения акционерного капитала с более широким кругом участников, первостепенное внимание следует уделить надлежащему регулированию фондовых рынков и тех финансовых посредников (таких, как инвести-

ционные фонды и финансирующие их банки), которым могут быть делегированы контрольные функции от имени многочисленных акционеров. С учетом того, что некоторые страны с переходной экономикой обладают ограниченными возможностями в области регулирования и правоприменительной деятельности, а также с учетом необходимости (дальнейшей) интеграции малых стран с открытой переходной экономикой в международные рынки капитала, следует также изучить возможность "заимствования" рациональных методов корпоративного управления других стран. Речь идет о соблюдении местными компаниями требований в области корпоративного управления, предъявляемых на иностранных фондовых биржах, и котировке их акций на таких биржах, проверке отчетности местных компаний международными фирмами в соответствии с международными стандартами, (дальнейшем) открытии внутренних рынков для иностранных финансовых посредников, действующих в соответствии с регулирующими положениями и под надзором соответствующих органов в их странах, а также мерах по привлечению дополнительных прямых иностранных инвестиций. И наконец, для стран, намеревающихся вступить в Европейский союз, одно из важных соображений, которое им следует учитывать при разработке своих систем корпоративного управления, заключается в том, что такие системы должны быть совместимы с практикой, принятой в ЕС, с тем чтобы свести к минимуму возможные издержки адаптации, с которыми могут столкнуться отечественные компании и инвесторы при выходе на Общий рынок.

