

*А.Н. Лякин*

## **МЕТОДОЛОГИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ ПРОБЛЕМЫ ВЫБОРА НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Реформы последнего десятилетия привели к кардинальному изменению экономической системы России. При всей последовательности рыночных преобразований, их экономические результаты оказались более чем скромными. Через десять лет после начала радикальных изменений страна не достигла предкризисного уровня, катастрофически изношен основной капитал, резко нарастает отрыв от развитых центров. Наличие частной собственности, рынка и жестких бюджетных ограничений для хозяйствующих субъектов не только не привело к экономическому процветанию, но даже не позволяет сформировать условия для устойчивого экономического роста. Очевидно, что для формирования эффективно функционирующей экономической системы этих предпосылок недостаточно.

В условиях современного высококонцентрированного производства основу экономики составляют корпорации. По сравнению с частнохозяйственными предприятиями отношения собственности в них серьезно модифицированы. Права собственности, сосредоточенные в руках частного предпринимателя, обусловлены его экономическими функциями. Ограниченный объем информации, необходимый для принятия решения в рамках мелкого и среднего бизнеса, позволяет собственнику самому приобретать ресурсы, заниматься организацией производства внутри фирмы и реализацией выпуска. Он выступает центром, заключающим контракты со всеми участниками процесса, и стимулом для него является остаточный доход, который может быть как положительным (прибыль), так и отрицательным. Убытки от деятельности в полном объеме ложатся на собственника.

В корпорации права собственности расщеплены и перераспределены между соучастниками ее выгод. Принято считать, что собственниками корпорации являются ее акционеры. Но их права жестко ограничены и включают в себя право на остаточный доход, заключение контрактов с менеджментом и контроль над его деятельностью. Наемный менеджмент заключает контракты с владельцами факторов производства, распоряжается финансовыми потоками и активами компании. При этом он не несет полной ответственности за результаты своей деятельности, его риск ограничен текущим доходом и, как правило, нет возможности установить прямое соответствие между величиной приложенных им усилий и размером остаточного дохода акционеров.<sup>1</sup> Противоречие интересов этих ключевых участников корпорации (акционеров-принципалов и менеджеров-агентов), между которыми распределены правомочия собственности, требует создания специального механизма согласования интересов, который принято называть корпоративным управлением. В узком смысле в соответствии с англо-американской традицией рассматривается взаимодействие только по

### **ЛЯКИН**

**Александр Николаевич**

– канд. экон. наук, доцент. Окончил экономический факультет ЛГУ (1980) и аспирантуру (1983), преподавал в вузах города. С 1996 по 2000 г. заведовал кафедрой экономической теории СПбГУПС. Автор более 40 научных работ, в том числе монографии и учебного пособия (в соавторстве). Научные интересы: корпоративное управление, приватизация, реструктуризация естественных монополий.

© А.Н. Лякин, 2003

линии собственники – менеджеры, а задачей корпоративного управления является защита интересов акционеров.<sup>2</sup>

Наряду с акционерами и менеджментом деятельность корпорации затрагивает интересы более широкого круга лиц, также выступающих соучастниками ее выгод. К ним относятся внешние кредиторы, наемные работники, поставщики и потребители, представители различных уровней государственного управления. Интересы каждой из этих групп совпадают в долгосрочной перспективе и связаны со стабильностью и ростом компании, но в краткосрочном периоде могут реализовываться за счет прочих групп соучастников. (Дивиденды и налоги могут быть больше или меньше в зависимости от уровня зарплаты и социальных выплат работникам и менеджменту, рискованные инвестиции могут поднять курс акций, но создают угрозу невозврата кредитов и т.д.) Более того, внутри одной группы интересы могут в значительной степени расходиться.

В условиях неполноты и асимметрии информации, которой располагают разные группы соучастников, и противоречий их интересов необходимо построение такой системы взаимоотношений, которая бы предусматривала формы контроля за поведением соучастников и стимулы, снижающие угрозы оппортунистического поведения и минимизирующие его возможные негативные последствия для корпорации в целом. Система контроля и пресечения действий, направленных на получение выгод за счет прочих групп участников, требует затрат. Соотношение потенциальных выгод от участия в корпорации и затрат на их защиту определяет активность каждой из групп и возникающие между ними коалиции.

Корпоративное управление включает в себя как внешние (рыночные и государственные), так и внутренние (распределение прав и полномочий в корпорации) механизмы отражения и согласования интересов групп соучастников. Совокупность формируемых им ограничений заставляет соучастников действовать в долгосрочных интересах компании, пресекая рентоориентированное поведение. Высокие издержки осуществления контроля и пресечения оппортунистических действий, несопоставимые с потенциальными выгодами, создают возможность для отдельных групп соучастников извлекать доходы, перераспределяя в свою пользу текущие доходы и активы, принадлежащие прочим группам. Российская практика необыкновенно богата такого рода примерами. Тут и прямое изъятие собственности через консолидацию акций, применявшееся вплоть до недавнего времени, и трансфертное ценообразование, и вывод в офшоры центров прибыли, и заказные банкротства и т.д.

Корпоративное управление представляет собой элемент более общей совокупности институтов, обеспечивающих перемещение капиталов, трансформацию сбережений в инвестиции, формирование оптимальной экономической структуры, обеспечивающей устойчивый рост. Более того, инструменты корпоративного контроля, порядок принятия решений, степень воздействия рынка капитала на внутреннее управление компании находятся в тесной взаимосвязи с действующей финансовой системой, хозяйственным законодательством, нормами экономического поведения населения, сформированными предшествующим экономическим развитием. Набор механизмов, включаемых в корпоративное управление, и их значимость различны для отдельных стран, вместе с тем можно выделить некоторые общие черты, определяющие соподчиненность и взаимосвязь основных элементов. Их целостное единство, обеспечивающее условия для развития и роста экономики, принято именовать национальной моделью корпоративного управления.

Традиционно принято выделять две базовые модели – немецкую, в основе которой лежит внутренний банковский контроль за корпорациями реального сектора, и американскую, основанную на рыночных механизмах контроля. Существует целый ряд работ, посвященных их сравнительным преимуществам, в том числе и применительно к трансформационным экономикам.<sup>3</sup> Необходимо отметить, что хотя каждая из моделей имеет характерные для нее преимущества и недостатки, вместе с тем страны, которые используются исследо-

вателями для сопоставления – США и Великобритания, с одной стороны, и Германия и Япония – с другой, – демонстрируют сходные показатели долгосрочного роста и адаптивность экономик к меняющимся условиям.

Важной общей особенностью всех моделей корпоративного управления развитых стран является согласованность образующих их элементов, которая обеспечивает пресечение изъятия выгод каких-либо групп соучастников корпорации за счет остальных. Оптимальной стратегией в этих условиях становится рост эффективности корпорации, а не борьба за перераспределение текущего результата или прав распоряжения активами. Такое согласование обусловлено их формированием в результате длительного эволюционного развития, возникновением акционерной собственности из частного хозяйственного капитализма, тесной связью юридических норм с традициями и правилами, входящими в жизненный уклад населения.

В рамках американской модели ограничения задаются рынком. Акционер здесь выступает скорее внешним инвестором, нежели собственником компании. Его права по отношению к корпорации жестко ограничены. Менеджмент, наоборот, имеет самые широкие полномочия по управлению активами и распоряжению финансовыми потоками. Условия, вызвавшие необходимость появления этой модели, сводятся к следующему:

- 1) распределение акций среди широкого круга акционеров;
- 2) высоколиквидный рынок;
- 3) высокая капитализация рынка, значительная абсолютная стоимость мелких пакетов акций;
- 4) преобладание крупных институциональных инвесторов в составе акционеров.

Первые два условия приводят к тому, что продажа акций становится наиболее дешевым способом сокращения потерь от вложений в неэффективно управляемые компании. Возникающее в результате снижение капитализации и рыночная недооценка корпорации создают угрозу враждебного поглощения и смены менеджмента. Наличие фирм, специализирующихся на операциях по поглощению, дроблению, реорганизации недооцененных рынком компаний, и использование выпусков облигаций для финансирования поглощений сделали эту практику общераспространенной.

В случае злоупотребления менеджмента интересами акционеров последние прибегают к судебным процедурам. Наличие серьезных финансовых ресурсов у институциональных инвесторов в условиях прецедентного права<sup>4</sup> позволяет им добиваться через суд отмены решений менеджмента корпораций, ущемляющих их права. Значительная стоимость малых пакетов акций, находящихся в собственности миноритарных акционеров, делает эту практику целесообразной, поскольку выгоды от пресечения злоупотреблений оказываются выше понесенных затрат.

Отсутствие крупных контролирующих акционеров в публичных корпорациях приводит к тому, что Совет директоров отражает позиции не определенных акционеров, делегировавших туда своих представителей, а компании в целом. Независимые директора составляют  $\frac{3}{4}$  от численности совета, остальные места занимает менеджмент корпорации. Независимый директор выступает таким же наемным управленцем, как и исполнительный, но его функции сводятся к стратегическому управлению, контролю над исполнительными директорами, проведению кадровой политики применительно к высшему управленческому звену, обеспечению информационной открытости компании.

Последним существенным элементом данной модели выступает рынок услуг управленцев. Результаты функционирования и масштабы управляемых ранее компаний становятся важным фактором при определении условий заключаемых с ними контрактов.

Ограниченные права акционеров на участие в управлении компенсируются механизмами рыночного давления на менеджмент. В той мере, в которой акции консолидируются в

руках менеджеров, рыночные формы воздействия на корпорацию уступают свою значимость судебным процедурам, контролю кредиторов, участию в работе Совета директоров.

В основе немецкой модели лежит преобладание внутренних форм контроля над рыночными. Основные экономические условия, вызвавшие необходимость доминирования внутрикорпоративных ограничений, сводятся к следующему:

1. Европейские корпорации в меньшей степени отошли от предпринимательского этапа развития, собственность основателей сохраняется в виде крупных пакетов, преобладает консолидированный контроль над компаниями. Семейная собственность играет важную роль при принятии ключевых решений. Доля миноритарных акционеров незначительна.

2. Низколиквидный рынок акций. В режиме публичных корпораций в Германии функционирует более 600 компаний против свыше 6000 в США. Отношение капитализации биржевого рынка к ВВП составляет 28,4%, что примерно соответствует российскому уровню (29%) против 117,2% в США и 151% в Великобритании.<sup>5</sup>

3. В структуре источников внешнего финансирования корпораций долговое финансирование заметно преобладает над долевым.

4. Универсальные коммерческие банки являются собственниками крупных пакетов акций нефинансовых корпораций, а также осуществляют доверительное управление.

5. Структура собственности относительно стабильна, возможность враждебного поглощения ограничена, продажа крупных пакетов происходит на внебиржевом рынке в процессе индивидуальных переговоров. Цена крупного пакета может существенно изменяться в зависимости от того, продавец или покупатель выступают инициаторами сделки.

Информация о динамике курса акций не имеет критически большого значения для менеджмента немецких корпораций и инвесторов. Слабость фондового рынка как инструмента внешнего давления восполняется делегированием банковской системе прав по мониторингу и контролю за деятельностью менеджмента и акцентом на внутрикорпоративное управление.

Совет директоров в немецкой корпорации строится по двухпалатному принципу. Наблюдательный совет, осуществляющий контроль над деятельностью менеджмента компании, состоит из представителей от всех соучастников выгод корпорации: крупных акционеров, законодательно закрепленного представительства работников, потребителей продукции, банков. Последние, располагая внутренней информацией о положении дел в компании вследствие ведения ссудных и текущих счетов, регулярно проводимого анализа кредитоспособности, участия в размещении облигационных займов и т.д., имеют возможность квалифицированно воздействовать на разработку и принятие решений компании, подбор кадров топ-менеджмента. Участие в Наблюдательном совете различных групп соучастников корпорации позволяет искать баланс интересов в процессе разработки стратегии развития компании. Исполнительный совет включает в себя представителей высшего эшелона управления компании.

Но каковы бы ни были различия в используемых механизмах, обе модели характеризуются целостностью элементов, обеспечивающей пресечение рентоориентированного поведения и способствующей развитию экономики в целом.

В России присутствуют предпосылки как рыночно ориентированной (наличие рассеянной акционерной собственности, законодательные нормы, обеспечивающие защиту мелких инвесторов, организация фондового рынка), так и банковской модели (универсальные коммерческие банки, преобладание долгового финансирования во внешних источниках инвестиций корпораций). В то же время говорить об определенной, хотя бы в общих чертах, целостной национальной модели корпоративного управления не приходится. Особенности российского фондового рынка применительно к проблеме ее становления заключаются в следующем:

1. Узкий круг компаний, котирующих собственные бумаги на организованном рынке и реально функционирующих в режиме публичных корпораций, непрозрачность и низкая ликвидность внебиржевого рынка, на котором обращаются бумаги прочих компаний.

Из 14 тысяч открытых акционерных обществ, имеющих более тысячи акционеров, в листинг РТС включено 236 эмитентов, в RTS Board сделки заключаются по бумагам 442 эмитентов. Ряд отраслей и подотраслей промышленности, в которых функционируют крупные корпорации, вообще не представлен на организованном рынке. На долю 10 крупнейших компаний приходится от 80 до 85% капитализации рынка РТС.

2. Консолидация контроля в руках ограниченного круга взаимосвязанных собственников, незначительная доля акций, находящихся в свободном обращении на рынке.

Ряд крупнейших компаний функционируют фактически в режиме закрытых акционерных обществ. Так, в Сибнефти на долю 5 крупнейших акционеров приходится 94,7% акций, в ТНК на долю 3 – 99,87%. При внешнем сходстве с предпринимательскими корпорациями начала прошлого века контроль здесь осуществляется не основателями, которые привлекают внешний капитал, а лицами, сформировавшими его в процессе приватизации или скупки в постприватизационный период. Процесс вымывания мелких и мельчайших акционеров иллюстрируется изменением общей численности акционеров в крупнейших российских АО. В РАО «Газпром» за 1996–2002 гг. доля российских физических лиц в уставном капитале снизилась вдвое – с 30,3 до 15,1%, а общая численность акционеров за этот период сократилась на полмиллиона (таблица).

#### Изменения в численности акционеров в крупнейших компаниях

Название эмитента	Численность акционеров		Изменения в численности акционеров (в %)
	01.04.99	30.07.01	
Газпром	647 227	534 765	-17,38
РАО «ЕЭС России»	386 150	371 177	-3,88
Татнефть	142 772	90 966	-36,29
«Северсталь»*	101 574	44 364	-56,32
КАМАЗ	89 517	89 216	-0,34
НК «ЛУКОЙЛ»	84 864	70 736	-16,65
НК «Башнефть»	77 294	70 213	-9,16
ОАО Сургутнефтегаз*	59 889	45 583	-23,89
<b>Итого</b>	<b>1 589 287</b>	<b>1 271 437</b>	<b>-19,99</b>

\*Данные на 31 декабря 2001 г.

И с т о ч н и к: Программа раскрытия информации <http://disclosure.fcsm.ru>

3. Наличие мельчайших собственников (работники компаний и лица, получившие акции в процессе чековой приватизации), для которых издержки на любую форму контроля, даже получение регулярной информации о деятельности компании, запретительно велики.

На 31 декабря 2000 г. в РАО ЕЭС на долю акционеров с пакетом обыкновенных акций от 1 до 10 000 шт. (суммарная стоимость пакета до 40 тыс. руб. по текущему курсу) приходилось 94,59% от общей численности акционеров.

4. Финансовые институты, и прежде всего банки, не играют значительной роли в корпоративном контроле.

Потери, понесенные коммерческими банками после финансового кризиса, ослабление их позиций в доле контролируемого капитала реального сектора и существующие размеры

активов банковской системы внушают серьезные сомнения в реализуемости в российских условиях германской модели. Совокупные активы банковской системы по состоянию на 1 июня 2002 г. составили 37,5% ВВП, при этом на вложения в акции небанковских предприятий-резидентов приходилось 1,4% совокупных активов.<sup>6</sup> Хотя во внешних источниках инвестиций в основной капитал корпораций долговое финансирование превалирует над долевым, основой инвестиционного процесса остается самофинансирование.

5. Анонимность реального контроля, представление интересов собственников через компании, зарегистрированные в различных офшорах.

Классическая проблема корпоративного управления как механизма согласования интересов акционеров и менеджеров в России приобретает форму конфликта интересов «контролирующей группы», включающей в себя акционеров, непосредственно вовлеченных в управленческий процесс, и назначенной ими управленческой команды, с одной стороны, и сторонних акционеров, не имеющих возможности воздействовать на принимаемые решения, – с другой. Реальное распределение контроля в корпорациях известно только непосредственно причастным к нему лицам.

6. Незрелость форм коллективного инвестирования и отсутствие на рынке «длинных денег» пенсионных фондов и страховых компаний.

7. Отсутствие организованного рынка контроля при сохранении возможности относительно дешевых форм перехвата контроля через банкротство и использование «административного ресурса». Консолидация контрольных пакетов в руках аффилированных групп, незначительная доля акций, находящихся в свободном обороте, затрудняют возможность рыночных слияний и поглощений.

Сложившиеся в России условия не позволяют функционировать ни рыночной, ни банковской моделям корпоративного управления. Попытка перенести готовые формы, сложившиеся под воздействием длительного процесса исторического развития, в совершенно иные социально-экономические условия привела к результатам, существенно отличающимся от копируемых образцов. В своем настоящем виде российские корпорации более всего подходят под понятие предпринимательской корпорации, но без своего центрального звена – семейной собственности, первоначально функционировавшей в частнопредпринимательской форме. Вторым существенным отличием выступает то, что прочие акционеры не вкладывали своих денег в акции, исходя из доверия к таланту основателей. Миноритарные акционеры представлены либо людьми, пока не потерявшими свои акции, полученные в ходе распределительного процесса, либо спекулятивным капиталом. Это порождает всю гамму многообразных злоупотреблений, которая стала серьезным тормозом инвестиционного процесса и экономического роста.

Острота проблем в сфере корпоративного управления осознается как государственными органами, осуществляющими регулирование этой сферы, так и бизнес-сообществом. За последние три года прогресс российских компаний в этом отношении отмечают все – инвестиционные и рейтинговые компании, аналитики фондового рынка, ученые-экономисты. Принят кодекс корпоративного поведения, внутренние кодексы принимают крупные корпорации, а некоторые даже следуют им, поправки к закону об акционерных обществах закрыли наиболее грубые формы злоупотреблений и конфискации собственности. Однако заметных сдвигов не произошло ни в отношении привлекаемых долевыми инвестициями, ни в вывозе российского капитала, ни в информационной открытости большинства компаний.

Национальная модель корпоративного управления как совокупность ограничений, побуждающая соучастников корпорации действовать в интересах ее долгосрочного развития и пресекающая ренто-ориентированное поведение, в России пока не сложилась. Можно говорить о превалировании тенденции к формированию рыночной модели, перерастании рядом корпораций «предпринимательской», в ее специфической российской постприватизацион-

ной форме, стадии своего развития. (Потребность в долевыми инвестициях заставила «Вим-Билль-Данн» пойти на раскрытие реальной структуры собственности компании. Менеджмент «ОМЗ» стимулируется опционной программой для достижения желаемой величины капитализации. «Илим Палп Энтерпрайз» проводит реорганизацию, делая прозрачной структуру компании и возвращая пакеты из офшоров. Эти примеры можно продолжить.)

Наилучшим путем становления национальной модели было бы ее эволюционное формирование под воздействием противоборства участвующих сил, конкурентного отбора наиболее эффективных форм взаимодействия заинтересованных сторон, без сознательного выбора и внедрения определенной схемы. Но такой сценарий может стать непозволительной роскошью для страны догоняющего развития. Целенаправленное воздействие государства способно подтолкнуть и ускорить процессы выработки национальной модели. Оно должно осуществляться с двух сторон:

– формирование устойчивого спроса на фондовые инструменты со стороны институциональных инвесторов, располагающих длинными деньгами, и удешевление привлечения капитала через фондовый рынок;

– ограничение доступа к дешевому капиталу корпораций, не отвечающих жестким стандартам качества корпоративного управления.

---

<sup>1</sup> Обзор проблем, связанных с взаимоотношениями агентов и принципалов в корпорации, см., напр.: Ковалев В.В., Либман А.В. Управление агентскими издержками в корпорации: введение в проблему // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. 5. 2001. Вып. 4 (№ 29).

<sup>2</sup> В российской литературе этот подход представлен работой: Фельдман А.Б. Управление корпоративным капиталом. М., 1999.

<sup>3</sup> Allen F., Gale D. Diversity of opinion and financing of new technologies // Journal of Financial Intermediation. 1999. Vol. 8. P. 1–22; Boot A.W., Thakor A.V. Financial system architecture // Review of Financial Studies. 1997. Vol. 10. P. 693–733; Homstrom B., Tirole J. Market liquidity and performance monitoring // Journal of Political Economy. 1993. Vol. 101. P. 678–709; Jensen M.C., Murphy K.J. Performance pay and top-management incentives // Journal of Political Economy. 1990. Vol. 98. P. 225–264; Корпоративное управление в переходных экономиках: инсайдерский контроль и роль банков. СПб., 1999.

<sup>4</sup> На взаимосвязи формы правовой системы и корпоративного управления акцентируют внимание в ряде работ экономисты Гарвардского университета (см.: Shleifer A., La Porta R., Lopez de Silanes F., Vishny R. Law and Finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106. №1; Shleifer A., La Porta R., Lopez de Silanes F. Corporate Ownership Around the World // Journal of Finance. 1999. Vol. 54. № 2.

<sup>5</sup> Миркин Я.М. Структура собственности и фондовый рынок // www.mirkin.ru

<sup>6</sup> Центральный Банк России // www.cbr.ru/statistics/bank\_system/

Статья поступила в редакцию 30 июня 2003 г.