

А. В. Либман

МЕРЫ ПО РЕГЛАМЕНТАЦИИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ КАК СПОСОБ РЕШЕНИЯ АГЕНТСКОЙ ПРОБЛЕМЫ

В статье рассматриваются организационно-правовые механизмы решения агентской проблемы в корпорациях. Подробно анализируются структура корпоративного управления современных предприятий, преимущества и недостатки трехзвенной модели управления корпорацией (общее собрание акционеров — Совет директоров — правление). Дается характеристика общепринятым мерам по защите прав инвесторов корпораций. В данной статье делается также попытка оценить уровень подготовленности отечественного законодательства к регулированию правовых отношений в сфере корпоративного управления по сравнению с законодательством развитых стран.

Ключевой задачей корпоративного управления является защита определенного круга участников корпоративных отношений от потенциального произвола и неэффективной деятельности менеджеров компании. В самом узком понимании корпоративное управление состоит в обеспечении деятельности менеджеров по управлению предприятием в интересах владельцев-акционеров. Многие исследователи рассматривают корпоративное управление как пути и способы, с помощью которых всем финансовым внешним инвесторам гарантируется доход на их инвестиции. К финансовым внешним инвесторам относятся не только держатели акций, но и кредиторы корпорации.

С теоретической точки зрения конфликт интересов собственников инвестиций и менеджеров в корпорации является выражением так называемой агентской проблемы, модели взаимоотношений принципал — агент, согласно которой один индивид (принципал) поручает за определенное вознаграждение другому (агенту) действовать от его имени в интересах максимизации благосостояния принципала, а те потери, которые несут корпорации в связи с наличием агентской проблемы, называются агентскими

издержками.¹ Агентские издержки делят на прямые и косвенные [Чиркова, 1999, с. 25]. Прямые агентские издержки включают расходы на проведение акционерного собрания и содержание Совета директоров, расходы на аудит корпорации и т. д. К косвенным относятся издержки упущенных возможностей, которые возникают вследствие оппортунистических действий менеджеров компании: личное потребление за счет компании, трансфертное ценообразование, неоправданное расширение масштабов деятельности компании и т. д.

Несмотря на то что необходимость обсуждения конфликта интересов в российских корпорациях назрела давно, данная проблематика мало изучена в российской экономической литературе. До сих пор не существует четкой статистики, указывающей на размеры затрат, которые несут корпорации в связи с наличием агентских издержек, однако опыт показывает, что они могут приводить к разрушению огромных компаний.

В настоящей статье анализируется структура корпоративного управления как инструмент решения агентской проблемы, рассмотрены законодательные меры по предупреждению агентской проблемы, проведена оценка отдельных положений российского корпоративного законодательства в области защиты прав инвесторов.

ВНУТРЕННИЕ МЕХАНИЗМЫ РЕШЕНИЯ АГЕНТСКОЙ ПРОБЛЕМЫ

Один из основных мотивов предоставления внешнего финансирования различным компаниям — это получение инвесторами в обмен на инвестиции права контроля над этими компаниями и законодательной защиты от потенциального произвола менеджеров. Взаимоотношения между внешними инвесторами и фирмой, по сути, представляют собой контракт, который наделяет инвесторов определенными правами по отношению к активам фирмы. В то же время компания должна обладать действенной структурой корпоративного управления, которая позволила бы инвесторам осуществлять эффективный контроль над деятельностью предприятия.

Структура управления современной корпорации. В основе структуры корпоративного управления лежит принцип отделения собственности от управления [Fama, Jensen, 1983]. Собственники обладают определенными ресурсами, которые они доверяют в управление менеджерам корпораций из-за отсутствия конкретных знаний в данной сфере бизнеса либо за недостатком времени. В результате разделения функций собственника и управляющего

¹ В самом общем виде агентские издержки представляют собой разницу между стоимостью компании в настоящий момент и ее гипотетической стоимостью, которая могла бы иметь место в более идеальном мире, где агент и принципал преследовали бы одинаковые интересы.

возникает необходимость организации определенной схемы взаимоотношений между собственниками и управляющими.

Для организации эффективного контроля над менеджментом корпораций практика корпоративного управления разработала институт Совета директоров, или Наблюдательного совета, который выступает посредником между собственниками и управляющими корпораций. Совет директоров является доверенным лицом собственников в корпорации. Совет директоров выполняет *фидуциарные обязанности* (fiduciary rights) — представляет интересы и действует в пользу собственников при осуществлении функций контроля за управлением корпорацией.

Собственники, Совет директоров и менеджмент образуют структуру управления современной корпорацией. Ключевой задачей структуры корпоративного управления является защита определенного круга участников корпоративных отношений от потенциального произвола и неэффективной деятельности менеджеров компании. Структура корпоративного управления, как правило, представлена «треугольником» корпоративного управления, основными элементами которого являются общее собрание акционеров (представляющее интересы собственников), Совет директоров, исполнительный орган (высший менеджмент компании). Каждый из руководящих органов обладает четко определенными обязанностями и полномочиями. Общее собрание акционеров является высшим органом управления корпорацией. Оно, как правило, избирает членов Совета директоров, утверждает годовые отчеты, финансовые результаты, назначает внешнего аудитора, вносит изменения и дополнения в устав корпорации, принимает решения о выплате дивидендов, решает другие важнейшие вопросы, включая вопросы реорганизации и ликвидации. Совет директоров (Наблюдательный совет) осуществляет общее руководство деятельностью корпорации, не являясь при этом исполнительным органом. Как правило, Совет директоров отвечает за определение приоритетных направлений деятельности, контроль за финансовым состоянием, разрешение заключения крупных сделок, образование исполнительного органа, установление политики в вопросах выплаты вознаграждений должностным лицам исполнительного органа; подготовку рекомендаций акционерам по вопросам, которые выносятся на их решение. Исполнительный орган корпорации осуществляет руководство текущей деятельностью. Он может действовать в форме единоличного органа (генеральный директор) или коллегиального органа (правление).

В зависимости от схемы отношений и состава органов корпоративного управления формируется определенная модель корпоративного управления. Среди важных факторов, оказывающих влияние на формирование национальной модели корпоративного управления, выделим следующие:

- ◆ история развития и современные особенности правовой системы и культуры;
- ◆ традиционная национальная идеология и практика деловых отношений;
- ◆ политическая система и степень вмешательства государства в экономику;
- ◆ макроэкономическая ситуация и экономическая политика в стране;
- ◆ состояние финансовых рынков и роль финансовых институтов;
- ◆ соотношение источников финансирования корпораций.

Определенная консервативность характерна для любой модели корпоративного управления, а формирование ее конкретных механизмов обусловлено историческим процессом в конкретной стране. Это означает, в частности, что не следует ждать быстрых изменений модели корпоративного управления вслед за какими-либо радикальными правовыми изменениями. Данное замечание отражает сложившуюся ситуацию с корпоративным управлением в России, где хотя и сформировались новые структуры управления, но иногда сохраняются старые методы руководства, что неблагоприятно сказывается на функционировании корпораций.

Несмотря на многообразие существующих в мире моделей корпоративного управления, исследователи выделяют англо-американскую, японскую и германскую. Основное различие данных моделей заключается в структуре собственности на капитал корпорации и составе органов управления. Англо-американская тяготеет к «аутсайдерской» модели корпоративного управления, основанной на участии в капитале и управлении компанией внешних экономических субъектов — индивидуальных и институциональных инвесторов, не имеющих прямого отношения к корпорации. Германская и японская представляют собой «инсайдерскую» модель, где ключевую роль в формировании капитала и управлении играют внутренние участники — банковские структуры, имеющие тесные финансово-кредитные отношения с корпорацией, и работники компании.

Однако ни одна из этих моделей не формируется автоматически в странах с развивающейся рыночной экономикой. В последнее время выделяют предпринимательскую модель корпоративного управления, которая, как утверждают ее авторы, характерна для стран переходного периода [Управление современной компанией, 2001, с. 395]. В рамках предпринимательской модели присутствуют все необходимые формальные элементы, но в реальной деятельности принцип отделения прав собственности от управления очерчен слабо. Данная модель характеризуется высокой концентрацией собственности и фактическим совмещением функций собственности и управления.

Совет директоров и его участие в управлении корпорацией. Независимо от принятой модели корпоративного управления наиболее широко используемым механизмом, с помощью которого инвесторы осуществляют внутренний контроль за деятельностью менеджмента корпорации, остается участие в Совете директоров. В крупных корпорациях вся деятельность должна осуществляться под контролем Совета директоров, чьей главной задачей является подбор и увольнение лиц, занимающих руководящие должности, и делегирование им полномочий по текущему управлению компанией. Основная обязанность Совета директоров — обеспечить ответственность и отчетность менеджмента за результаты деятельности корпорации.

Совет директоров является своего рода доверенным лицом всех акционеров. Он должен регулярно проводить заседания и иметь доступ к любой информации, необходимой его членам для исполнения обязанностей и принятия обоснованных решений. В состав Совета директоров могут входить независимые члены, представители крупных акционеров, представители исполнительного органа общества, в отдельных случаях представители государства и трудового коллектива корпорации. Численность Совета директоров варьируется в зависимости от модели корпоративного управления и размеров корпорации: от 8–12 в европейских странах до 50 в Японии. По данным исследований, типичный Совет директоров российской корпорации состоит из 9 человек [Беликов, Анникова, 2001].

Работа одного и более представителей крупнейших акционеров в Совете директоров (так называемых спонсируемых директоров) является общепринятой нормой. Однако включение в Совет директоров слишком большого числа спонсируемых директоров может создать впечатление, что данный орган работает только в интересах определенных акционеров.

На этом фоне все большее значение приобретает присутствие независимых директоров в составе Совета директоров корпорации. Независимых членов Совета директоров часто называют неисполнительными директорами. Их присутствие в Совете директоров важно для функционирования надежной системы корпоративного управления, пользующейся доверием инвесторов. Кроме того, они играют значительную роль в работе ряда постоянно действующих комитетов совета. Независимые директора не должны иметь каких-либо тесных деловых взаимоотношений с корпорацией. Обычно критериями выбора таких директоров являются сочетание значительного опыта в бизнесе, специальных знаний в соответствующей отрасли и отличная репутация в обществе. Одна из основных их характеристик — независимость суждений. Независимые директора могут не обладать детальными знаниями бизнеса на уровне исполнительных директоров, однако их опыт необходим при выработке стратегии, оценке деятельности, назначении исполнительного

руководства, формировании норм поведения. Согласно международной практике права независимых директоров полностью схожи с правами остальных членов Совета директоров, за исключением одной важной поправки: независимый директор может единолично заблокировать решение Совета директоров. Фактически он обладает правом вето.

Участие в Совете директоров играет особую роль в условиях российского бизнеса. Поскольку в России постоянно идут процессы передела собственности на различных промышленных предприятиях, противоборствующие группы акционеров борются именно за большинство и председательство в Совете директоров. Их цель — получить контроль над Советом директоров, назначить «своего» генерального директора и приступить к реализации поставленных задач.

В российских корпорациях, где доминирует предпринимательская модель корпоративного управления, большую роль играет человеческий фактор, и даже участие в Совете директоров не гарантирует получение контроля над корпорацией. Чтобы контролировать менеджмент, Совет директоров также должен быть объектом контроля. Назначив своего представителя в Совет директоров, акционеры все же должны следить за тем, насколько добросовестно тот исполняет свои обязанности. Отказ от функций надзора над управлением компанией часто сулит Совету директоров спокойную и обеспеченную жизнь в роли защитников управленческого аппарата компании от внешнего вмешательства. Менеджеры же, заняв высокий пост при поддержке Совета директоров, часто пренебрегают интересами корпорации.

Информационная асимметрия — основной недостаток структуры управления. Основное противоречие в работе любой корпорации, связанное со структурой корпоративного управления, состоит в том, что властная сфера полномочий в компании сужается от общего собрания акционеров через Совет директоров к правлению, а информированность этих структур о результатах ее деятельности и реальном состоянии дел уменьшается в обратном направлении (рис. 1) [Килячков, Чалдаева, 1999].

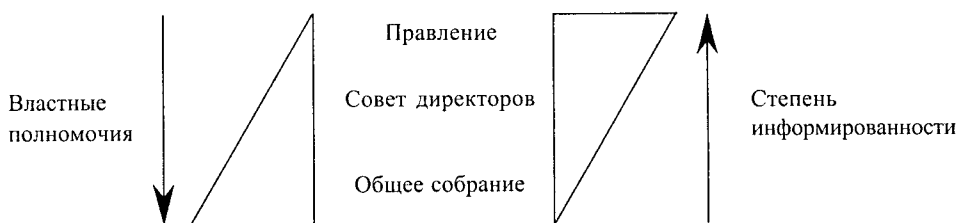


Рис. 1. Информационная асимметрия в структуре корпоративного управления

В результате возникает ситуация, когда общее собрание, являясь главным органом управления корпорацией, нередко вынуждено принимать важные решения, не располагая необходимой информацией. Из всех органов управления общее собрание акционеров оказывается наименее информированным о текущем состоянии дел и конкретных результатах руководства корпорацией. В такой ситуации общее собрание нередко вынуждено либо соглашаться с предложениями менеджеров или Совета директоров, либо поддаваться влиянию наиболее активных группировок, выступающих за выгодные им решения. Обычно это происходит потому, что акционеры получают информацию о финансово-экономическом состоянии своей компании лишь раз в году, перед проведением общего собрания акционеров корпорации. Чтобы располагать постоянной информацией о реальном состоянии дел в своей компании, акционерам необходимо приложить весьма значительные усилия, да и они не всегда дают желаемые результаты. При такой плохой информированности акционеров общее собрание может, как правило, лишь формально исполнять роль высшего органа управления.

В этой связи огромную роль играют требования по раскрытию информации о корпорации. Данные требования могут быть определены законодательно либо предусмотрены самой корпорацией в Кодексе корпоративного управления, который является внутренним документом, определяющим этику взаимоотношений корпорации и ее акционеров. Прозрачность корпорации, т. е. выполнение требований по раскрытию информации определяют информированность существующих акционеров и интерес потенциальных инвесторов к компании.

По уровню информированности в более выгодном положении, чем общее собрание, находится Совет директоров, поскольку его контакты с менеджментом постоянны и он может оказывать непосредственное влияние на исполнительный орган корпорации. К тому же заседания совета проводятся по инициативе не только его председателя, но и каждого члена совета, отвечающего за конкретный участок работы в компании, ревизионной комиссии, аудитора общества, а также правления. Поэтому вопросы, относящиеся к компетенции Совета директоров, решаются более оперативно, чем общим собранием. Тем не менее этот представительный орган находится под сильным влиянием менеджмента корпорации.

Наилучшими возможностями для использования информации в своих целях располагают менеджеры. Имея прямой доступ к первичной информации, они пользуются ею как для управления корпорацией, так и для усиления своего влияния на ее деятельность; при этом функции менеджмента часто выходят за рамки компетенции, отведенной им законом. Тем самым

создаются условия, при которых становятся возможными такие явления, как неоправданное увеличение масштабов деятельности, увод активов, использование финансовых возможностей компании в личных целях и т. д. Исполнительный орган превращается в управленческую структуру, главенствующую над всей корпорацией, включая ее представительные органы. Это приводит к тому, например, что многие руководители крупных российских корпораций являются состоятельными людьми, а предприятия, которыми они руководят, никак не могут выбраться из долгов, наладить производство, а часто стоят на грани банкротства и ликвидации.

Таким образом, основной проблемой структуры корпоративного управления является информационная асимметрия, т. е. несоответствие властных полномочий и степени информированности о текущем состоянии в корпорации. Необходимо отметить, что информационная асимметрия является предпосылкой возникновения самой агентской проблемы — проблемы конфликта интересов внутри корпорации. Как показывает опыт, общепринятая структура корпоративного управления не в состоянии самостоятельно решить агентскую проблему в корпорации. Необходима поддержка со стороны законодательства, обеспечивающего защиту прав инвесторов корпорации путем принятия ряда законов и актов, регламентирующих корпоративные взаимоотношения. Законодательные меры по защите прав инвесторов призваны создать механизмы по осуществлению прав акционерами и кредиторами корпорации, обеспечить раскрытие информации о результатах деятельности корпорации, ограничить злоупотребления со стороны менеджмента.

ЗАЩИТА ПРАВ ИНВЕСТОРОВ

Очевидно, что управление корпорацией должно осуществляться в интересах повышения ее стоимости. С учетом противоречивости самой структуры корпоративного управления принципы деятельности и ответственность управляющих перед корпорацией требуют специального регулирования, которое обеспечило бы защиту интересов инвесторов корпорации, ограничив при этом оппортунизм менеджмента.

Законодательные меры, способствующие защите прав инвесторов. Инвесторы корпорации, поставщики акционерного и заемного капитала связаны с ней обязательственными отношениями. Это означает, что акционеры и кредиторы приобретают набор прав, защищенных законодательством, по отношению к корпорации, в которую они инвестировали свои средства.

Исследователи констатируют взаимосвязь между уровнем защиты прав инвесторов и принятой моделью корпоративного управления. В странах с

англо-американской моделью корпоративного управления, для которой характерны распыленные инвесторы, преобладает развитое и проработанное законодательство по защите прав инвесторов, охватывающее различные аспекты корпоративных отношений. В странах со слабо развитым законодательством в области корпоративного управления инвесторы тяготеют к укрупнению, чтобы быть в состоянии контролировать менеджмент, и в результате такие страны приходят к доминированию инсайдерского контроля в корпорациях.

Однако существует набор базовых прав, которыми наделены инвесторы во всех странах независимо от модели корпоративного управления. Законодательная база по защите прав инвесторов регулирует взаимоотношения между управляющими, Советом директоров и инвесторами и включает ряд законов, актов и правил из различных правовых областей.

Права акционеров — это право подать в суд на корпорацию, право голоса по ключевым вопросам деятельности корпорации, право выбора Совета директоров компании. Наиболее важным законным правом, которым обладают акционеры компании, является право голоса на общем собрании акционеров. Права акционеров защищены лучше, если необходим низкий процент голосов для созыва общего собрания акционеров, если предусмотрена возможность заочного голосования, если Совет директоров выбирается кумулятивным способом², если законодательно защищены права миноритарных акционеров, если соблюдается принцип «одна акция — один голос». К защите прав акционеров относится запрет на трансфертное ценообразование, проводимое по инициативе менеджеров компании.

Кредиторы корпорации также защищены со стороны законодательства. Кредиторы могут обладать правом присвоения имущества, являющегося залогом по кредиту; правом инициировать банкротство и последующую ликвидацию компании в случае невыполнения обязательств по выплате долга; правом голоса по вопросам реорганизации компании; правом смены руководства в процессе реорганизации. Кредиторы обладают более эффективной системой защиты своих прав, в отличие от акционеров, так как основным нарушением обязательств корпорации по отношению к кредиторам является невыплата определенной суммы долга, что без труда доказуемо при судебном разбирательстве.

² При проведении кумулятивного голосования на каждую голосующую акцию общества приходится количество голосов, равное общему числу членов Совета директоров. Акционер вправе отдать голоса по принадлежащим ему акциям полностью за одного кандидата или распределить их между несколькими кандидатами в члены Совета директоров. Поэтому даже акционеры, владеющие небольшой долей акций компании, могут провести своих представителей в Совет директоров.

Во многих странах право голоса акционера на общем собрании дополняется важным *принципом добросовестности* менеджеров корпорации по отношению к ее акционерам (*duty of loyalty*). «Члены правления должны действовать на основании всей необходимой информации, добросовестно, с должной заботливостью и осторожностью, в наилучших интересах компании и акционеров», — записано в «Принципах корпоративного управления ОЭСР», принятых в мае 1999 г. и аккумулировавших опыт корпоративного управления стран — участников Организации Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР)³. Проще говоря, менеджеры обязаны по закону действовать скорее в интересах акционеров корпорации. Хотя данное обязательство часто ставится под сомнение теми, кто считает, что менеджеры обязаны действовать в интересах других заинтересованных сторон (общества, служащих, кредиторов, государства), нежели акционеров, все же в большинстве стран, входящих в ОЭСР, принцип добросовестности закреплен в законе.

Наличие данного принципа необходимо для установления ответственности управляющих перед инвесторами компании за предпринимаемые действия. Вероятно, одним из наиболее распространенных элементов принципа добросовестности является законодательный запрет оппортунистических действий менеджеров, таких как открытое расхищение имущества предприятия, чрезмерное вознаграждение, организация дополнительной эмиссии с размещением акций среди менеджеров предприятия либо их аффилированных лиц и т. д. Закон, как правило, ограничивает свободу действий менеджмента, например указывая на необходимость согласования с Советом директоров решений по значительному перечню вопросов, определяющих жизнедеятельность предприятия, либо требуя проведения независимой оценки имущества, с которым совершается крупная сделка, и предоставления результатов этой оценки общему собранию акционеров.

Законодатели Российской Федерации в полной мере осознают необходимость определения ответственности менеджеров перед управляемыми компаниями. *Принцип добросовестности и разумности* закреплен законодательно, и в соответствии с ним управляющие «при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей должны действовать в интересах общества, осуществлять свои права и исполнять обязанности в отношении общества добросовестно и разумно» [Об акционерных обществах, ст. 71, п. 1]. Гражданский кодекс также указывает на обязанность управляющего органа юридического

³ ОЭСР — организация, включающая 30 наиболее развитых стран, на которые приходится до 2/3 всего мирового производства товаров и услуг. Цель создания — разработка и реализация совместных программ в области экономической и социальной политики.

лица действовать разумно и добросовестно в интересах юридического лица. Законом предусмотрена ответственность исполнительного органа за виновное причинение убытков юридическому лицу. По действующему законодательству управляющий будет признан невиновным в совершении им действий, противоречащих интересам предприятия, если «при той степени заботливости и осмотрительности, какая от него требовалась по характеру обязательства и условиям оборота, он принял все меры для надлежащего исполнения обязательства» (ГК, часть 1, ст. 401). В противном случае управляющий будет признан виновным.

Особое внимание при регламентации процессов корпоративного управления уделяется саморегулированию непосредственно со стороны корпораций. В апреле 2002 г. на очередном заседании Совета по корпоративному управлению деловому сообществу был представлен Кодекс корпоративного поведения, разработанный под эгидой Федеральной комиссии по ценным бумагам ФКЦБ. Под корпоративным поведением понимаются разнообразные действия, связанные с управлением акционерными обществами. Кодекс разработан в соответствии с положениями действующего российского законодательства, с учетом сложившейся российской и зарубежной практики корпоративного поведения, этических норм, конкретных потребностей и условий деятельности российских корпораций. Положения кодекса базируются на признанных в международной практике «Принципах корпоративного управления ОЭСР», в соответствии с которыми рядом других государств были приняты кодексы корпоративного управления и аналогичные им документы. Кодекс представляет собой свод рекомендаций. Применение обществом положений кодекса должно быть добровольным, основанным на стремлении повысить привлекательность общества в глазах существующих и потенциальных инвесторов. В кодексе раскрываются основные принципы наилучшей практики корпоративного управления, в соответствии с которыми российские общества могут строить свою систему корпоративного поведения, а также содержатся рекомендации по практической реализации этих принципов и раскрытию соответствующей информации. Пока неясно, каким образом данный документ будет использоваться на практике, однако предполагается, что «при формировании собственной политики корпоративного поведения общества могут самостоятельно определять, каким правилам и процедурам, рекомендованным кодексом, им следовать, и (или) разрабатывать иные правила и процедуры в соответствии с принципами корпоративного поведения, раскрытыми в кодексе».⁴

⁴ Полный текст Кодекса корпоративного поведения см.: [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.corpgov.ru>.

Российское законодательство в области корпоративного управления развивается при консультациях с международными специалистами и вбирает все лучшее, что наработано практикой в развитых странах. Развитие отечественного законодательства по защите прав инвесторов движется по четырем основным направлениям: регламентация процедур управления акционерными обществами, регулирование отношений с кредиторами, ответственность менеджмента, регулирование правил эмиссии и обращения ценных бумаг (табл. 1).

Таким образом, степень защищенности инвесторов от произвола менеджеров компаний значительно отличается в разных странах. В развитых странах закон защищает, по крайней мере, некоторые права инвесторов и судебная власть готова помочь инвесторам в реализации их прав. Но даже в этих странах законодательство оставляет менеджерам существенную свободу действий. В остальном мире права инвесторов защищены намного слабее, а судебная власть работает плохо и препятствует лишь «злостным» нарушениям прав инвесторов. В результате система защиты прав инвесторов становится недостаточным инструментарием для обеспечения возвратности инвестиций и снижения агентских издержек. Инвесторам необходимо самостоятельно отстаивать свои права в сочетании с экономическими механизмами воздействия на менеджеров.

Нормы российского законодательства в рейтинге уровня защиты прав инвесторов. В 1997 г. американские ученые Гарвардского и Чикагского университетов провели совместное исследование по изучению законодательства в 49 странах мира с точки зрения наличия правовых норм, затрагивающих защиту прав инвесторов, и качества принуждения следования этим нормам⁵ [LaPorta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1998].

К сожалению, страны с переходной экономикой, в том числе и Россия, не попали в представительную выборку при проведении данного исследования.

Однако попытаемся, используя методику оценки и результаты, которых добились американские ученые, сравнить уровень законодательной защиты прав инвесторов в России и в 24 странах из ОЭСР.

Права акционеров. Чтобы оценить уровень правовой защиты акционеров, авторы исследования выделили восемь определяющих критериев оценки законодательства. Поскольку основным правом акционера является реализация права голоса на общем собрании акционеров, внимание сосредоточено на правовых аспектах механизма голосования (табл. 2).

⁵ Здесь имеется в виду та степень, в которой деятельность государственных органов и обычаи делового оборота, сложившиеся в стране, способствуют соблюдению правовых норм участниками экономических отношений.

Таблица 1

Классификация российского законодательства по защите прав инвесторов

Направление регулирования	Содержание регулирования	Правовая база		
		Федеральные законы	Нормативные акты ФКЦБ	Нормативные акты других ведомств
Регламентация процедур управления акционерными обществами	Регуляция вопросов содержания, функционирования и компетенции органов управления акционерными обществами, разграничение их полномочий	«Об акционерных обществах» от 26.12.95 № 208; Гражданский кодекс РФ (часть 1) от 30.11.94 № 51	«Об утверждении положений о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» от 31.05.02 № 17 и др.	Информационное письмо Высшего арбитражного суда РФ «О Федеральном законе „Об акционерных обществах“» от 29.01.96 № 41; Постановление Пленума Верховного суда РФ «О некоторых вопросах применения Федерального за кона „Об акционерных обществах“» от 02.04.97 № 4 и др.
	Регулирование порядка и условий осуществления мер по предупреждению несостоятельности, порядка и условия проведения процедур банкротства и иных отношений, возникающих при несостоятельности должника удовлетворить в полном объеме требования кредиторов	Федеральные законы	Нормативные акты	Нормативные акты других ведомств
Регулирование взаимоотношений кредиторов и корпораций		«О несостоятельности (банкротстве)» от 26.10.02 № 127	Информационное письмо «Обзор практики разрешения споров, связанных с ликвидацией юридических лиц» от 13.01.00 № 50 и др.	

<p><i>Регулирование правил эмиссии и обращения ценных бумаг</i></p>	<p>Обеспечение государственной и общественной защиты прав и законных интересов лиц, объектом инвестирования которых являются эмиссионные ценные бумаги.</p> <p>Установление порядка выпуска эмиссионных ценных бумаг, обязательные требования по раскрытию информации как одной из основных гарантий прав инвесторов</p>	<p>«О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 № 39; «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 5.03.99 №46</p>	<p>«О защите интересов инвесторов» от 11.06.94 № 1233; «О мерах по обеспечению прав акционеров» от 27.10.93 № 1769; «Об обеспечении прав инвесторов и акционеров на ценные бумаги в Российской Федерации» от 16.09.97 № 1034</p>	<p>«Об утверждении Стандартов эмиссии акций при учреждении акционерных обществ, дополнительных акций, облигаций и их проспектов эмиссии» от 17.09.96 № 19; «Об утверждении Положения о порядке и объеме раскрытия информации открытыми акционерными обществами при размещении акций и ценных бумаг, конвертируемых в акции, путем подписки» от 20.04.98 № 9</p>
<p><i>Ответственность менеджмента корпораций</i></p>	<p>Установление ответственности за правонарушения или преступления в области корпоративного управления с целью защиты интересов участников правоотношений</p>	<p style="text-align: center;"><i>Федеральные законы</i></p> <p>Гражданский кодекс РФ (часть 1) от 30.11.94 № 51; Трудовой кодекс от 30.12.01 № 197; Уголовный кодекс от 24.05.96 № 158; Кодекс об административных правонарушениях от 30.12.01 № 195</p>		

Критерии оценки уровня защиты прав акционеров

Критерий	Пояснение
«Одна акция — один голос»	Обыкновенные акции обладают одним голосом на каждую акцию
Заочное голосование	Возможность заочного голосования (голосования по почте)
Депонирование акций	Отсутствие обязательного депонирования акций в целях запрета отчуждения на срок проведения общего собрания акционеров
Кумулятивное голосование	Использование кумулятивного голосования при выборе Совета директоров
Право выхода из корпорации	Право акционера заставить компанию приобрести его долю акций, если он голосовал против решений, принятых на общем собрании акционеров
Преимущественные права	Преимущественное право приобретения эмитированных акций
Процент голосов для созыва внеочередного собрания акционеров	Положительным сигналом признается возможность созыва внеочередного собрания при обладании 10% голосов и меньше
Обязательные дивиденды	Процент чистой прибыли, установленный законодательством и выплачиваемый в обязательном порядке акционерам

Источник: [LaPorta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., p. 1122].

Максимальное количество баллов в рейтинге соответствует количеству критериев — 8. Страна получает 1 балл, если удовлетворяет параметру, и 0 — в противном случае. Результаты оценки показаны в табл. 3.

Из табл. 3 видно, что среднее значение рейтинга защиты прав акционеров в странах ОЭСР составляет 3, тогда как Россия получила рейтинг 7 баллов (см.: [Об акционерных обществах, ст. 31, 40, 55, 50, 66, 75]).

Права кредиторов. Права кредиторов, с точки зрения авторов исследования, обладают более сложной структурой. Одно из основных прав кредиторов — инициировать процедуру банкротства компании. Далее Совет кредиторов принимает решение о реструктуризации или ликвидации компании (соответственно, внешнем управлении или конкурсном производстве в российском законодательстве). Реструктуризация подразумевает процедуру, применяемую к предприятию в целях восстановления его платежеспособности, а ликвидация — полное прекращение функционирования компании с продажей всего имущества и соразмерным удовлетворением требований кредиторов. Авторы исследования выделили пять основных критериев для оценки прав кредиторов (табл. 4).

Рейтинг прав акционеров

Страна	Критерии										Рейтинг
	Одна акция — один голос	Заочное голосование	Депонирование акций	Кумулятивное голосование	Право выхода из корпорации	Преимущественные права	Процент голосов, для созыва внеочередного собрания акционеров	Обязательные дивиденды			
Россия	1	1	1	1	1	1	1	1	10	0	7
Австралия	0	1	1	0	1	0	1	0	1	0	4
Австрия	0	0	0	0	0	0	1	0	1	0	2
Бельгия	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Великобритания	0	1	1	0	1	1	1	1	1	0	5
Германия	0	0	0	0	0	0	0	0	1	0	1
Греция	1	0	0	0	0	1	1	1	1	1	4
Дания	0	0	1	0	0	0	0	0	1	1	2
Ирландия	0	0	1	0	1	1	1	0	1	0	4
Испания	0	1	0	1	1	1	1	1	1	0	4
Италия	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1
Италия	0	0	0	0	0	0	1	1	0	0	1
Канада	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	5
Мексика	0	0	0	0	0	0	1	0	0	0	1
Нидерланды	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	2
Новая Зеландия	0	1	1	0	1	1	0	0	1	0	4
Норвегия	0	1	1	0	0	0	1	1	1	0	4
Португалия	0	0	1	0	0	0	1	1	1	0	3
США	0	1	1	1	1	1	0	1	1	0	5
Турция	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	2
Финляндия	0	0	1	0	0	0	1	1	1	0	3
Франция	0	1	0	0	0	0	1	1	1	0	3
Швейцария	0	0	0	0	0	0	1	1	1	0	2
Швеция	0	0	1	0	0	0	1	1	1	0	3
Южная Корея	1	0	0	0	1	0	0	0	1	0	3
Япония	1	0	1	1	1	1	0	0	1	0	5
Среднее значение критерия по странам ОЭСР	0,13	0,29	0,54	0,17	0,38	0,58	0,88	0,04			3

Источник: [LaPorta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., p. 1130].

Критерии оценки уровня защиты прав кредиторов

Критерий	Пояснение
Согласие кредиторов на процедуру реструктуризации	Возможность выбора Советом кредиторов между процедурами реструктуризации и ликвидации
Отсутствие автоматического возврата активов	Имущество, являющееся обеспечением по кредитам, не возвращается обанкротившейся компании
Приоритет обеспеченных кредиторов	Обеспеченные кредиторы обладают правом первой очереди при удовлетворении требований кредиторов из сумм, вырученных от распродажи активов компании-банкрота
Замена менеджмента при реструктуризации	Назначение судом либо Советом кредиторов внешнего управляющего для начала процедуры реструктуризации
Требование создания резервного фонда	Поддержание минимального уровня обязательных резервов капитала, установленного законодательством, для предупреждения автоматической ликвидации

Источник: [LaPorta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., p. 1123].

Максимальное количество баллов в рейтинге соответствует количеству критериев — 5. Согласно табл. 5, среднее значение рейтинга защиты прав кредиторов в странах ОЭСР — 2,46. Рейтинг России — 2 (см.: [О несостоятельности (банкротстве), ст. 73, 74, 80, 81, 134, 138; Об акционерных обществах, ст. 35]).

Положительный результат сравнения рейтинга России и развитых стран обусловлен стремлением российских законодателей учесть наилучший опыт при формировании законодательства в области корпоративных отношений. Хотя данный рейтинг и не подтверждает качество отечественного законодательства, но все же ясно демонстрирует то позитивное направление, в котором оно развивается.

Эффективность законодательства. Почему же при достаточно развитом законодательстве в области защиты прав инвесторов аналитики не перестают говорить о слабой защищенности тех, кто желает инвестировать в российскую экономику? Оказывается, огромную роль играет не только содержание самих законов, но также эффективная система исполнения и стабильность законодательства. В табл. 6 показаны критерии оценки эффективности законодательства.

Рейтинг прав кредиторов

Страна	Критерий					Рейтинг
	Согласие кредиторов на процедуру реструктуризации	Отсутствие автоматического возврата активов	Приоритет обеспеченных кредиторов	Замена менеджмента при реструктуризации	Требование создания резервного фонда, %	
Россия	1	0	0	1	0	2
Австралия	0	0	1	1	0	1
Австрия	1	1	1	0	1	4
Бельгия	0	1	1	0	0	3
Великобритания	1	1	1	1	1	4
Германия	1	1	1	0	1	4
Греция	0	0	0	1	1	2
Дания	1	1	1	0	0	4
Ирландия	0	0	1	0	1	1
Испания	0	1	1	0	1	3
Италия	1	0	1	0	0	3
Канада	0	0	1	0	1	1
Мексика	0	0	0	0	1	1
Нидерланды	1	0	1	0	0	2
Новая Зеландия	1	1	0	1	0	3
Норвегия	1	0	1	0	1	3
Португалия	0	0	1	0	1	2
США	0	0	1	0	0	1
Турция	1	0	1	0	1	3
Финляндия	0	0	1	0	0	1
Франция	0	0	0	0	1	1
Швейцария	0	0	1	0	1	2
Швеция	1	0	1	0	1	3
Южная Корея	0	1	1	1	1	4
Япония	0	0	1	1	1	3
Среднее значение критерия по странам ОЭСР	0,42	0,33	0,83	0,21	0,67	2,46

Источник: [LaPorta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., p. 1136].

Критерии оценки эффективности законодательства

Критерий	Пояснение
Эффективность судебной системы	Способность судебной системы навести порядок и принудить к исполнению закона
Уважение закона	Традиции следования принципам «закона и порядка», характерным для общества конкретной страны
Отсутствие коррупции	Уровень коррумпированности чиновников, влияющий на справедливость решений по различным вопросам
Отсутствие риска экспроприации	Вероятность конфискации либо национализации имущества предприятия
Риск отмены контракта правительством	Вероятность вмешательства государства в экономические отношения хозяйствующих субъектов

Источник: [LaPorta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R., p. 1124].

Как видно из табл. 7, страны ОЭСР имеют достаточно высокие показатели по всем коэффициентам (чем выше коэффициент, тем эффективней критерий). Это означает, что, несмотря на отдельные недочеты в законодательстве, степень следования законам и, соответственно, уверенность инвесторов в том, что их интересы будут соблюдены, достаточно высоки.

К сожалению, невозможно самостоятельно определить аналогичные коэффициенты для России, поскольку неизвестна методика их составления. Однако некоторые обстоятельства убедительно доказывают неэффективность законодательной системы в России. Одним из главных недостатков российской действительности являются «человеческий фактор» и неуважительное отношение к закону. При невнимательном отношении к законодательству и праву для России характерна высокая степень коррумпированности чиновников. По данным Европейского банка реконструкции и развития, доля российских компаний, вовлеченных в коррупцию, составляет 30%, а около 4% прибыли компании расходуют на взятки представителям власти. При этом Россия занимает первое место по уровню коррупции среди стран «большой восьмерки» и входит в число самых коррумпированных стран мира. По-прежнему нередки случаи незаконного вмешательства государства в лице местных и федеральных властей в экономическую деятельность предприятия. Данные обстоятельства обуславливают высокий риск инвестирования в российскую экономику. Согласно версии Международного института развития менеджмента, Россия в 2000 г. занимала 47-е место в рейтинге инвестиционной привлекательности, и этот показатель также отражает неблагоприятную ситуацию с правовой защищенностью инвесторов в России.

Рейтинг эффективности законодательства*

Страна	Эффективность судебной системы	Уважение закона	Отсутствие коррупции	Риск экспроприации	Риск отмены контракта правительством
Австралия	10,00	10,00	8,52	9,27	8,71
Австрия	9,50	10,00	8,57	9,69	9,60
Бельгия	9,50	10,00	8,82	9,63	9,48
Великобритания	10,00	8,57	9,10	9,71	9,63
Германия	9,00	9,23	8,93	9,90	9,77
Греция	7,00	6,18	7,27	7,12	6,62
Дания	10,00	10,00	10,00	9,67	9,31
Ирландия	8,75	7,80	8,52	9,67	8,96
Испания	6,25	7,80	7,38	9,52	8,40
Италия	6,75	8,33	6,13	9,35	9,17
Канада	9,25	10,00	10,00	9,67	8,96
Мексика	6,00	5,35	4,77	7,29	6,55
Нидерланды	10,00	10,00	10,00	9,98	9,35
Новая Зеландия	10,00	10,00	10,00	9,69	9,29
Норвегия	10,00	10,00	10,00	9,88	9,71
Португалия	5,50	8,68	7,38	8,90	8,57
США	10,00	10,00	8,63	9,98	9,00
Турция	4,00	5,18	5,18	7,00	5,95
Финляндия	10,00	10,00	10,00	9,67	9,15
Франция	8,00	8,98	9,05	9,65	9,19
Швейцария	10,00	10,00	10,00	9,98	9,98
Швеция	10,00	10,00	10,00	9,40	9,58
Южная Корея	6,00	5,35	5,30	8,31	8,59
Япония	10,00	8,98	8,52	9,67	9,69
Среднее значение	8,56	8,77	8,42	9,28	8,88

* Рейтинг составлен агентством International Country Risk [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.icrgonline.com>.

Проведенное сравнение законодательных норм российского права и права развитых стран позволяет сделать вывод о том, что российские законы в такой же степени или даже лучше, чем законодательство развитых стран, отвечают требованиям защиты прав инвесторов. Однако отсутствие традиций соблюдения и отлаженных механизмов принуждения к исполнению законодательства

⁶ Подробнее об уровне развития правовой защищенности инвесторов и системе правового «информента» в странах с переходной экономикой см.: [Pistor, Raiser, Gelfer, 2000].

препятствует установлению в России нормального инвестиционного климата.⁶

Изучив механизмы корпоративного управления и проблематику законодательного регулирования взаимоотношений участников корпораций, можно прийти к заключению, что одних законодательных мер явно недостаточно для решения агентской проблемы, снижения уровня агентских издержек и установления эффективного контроля над управлением в акционерных компаниях. В современной России с уже сформировавшейся моделью корпоративного управления и достаточно развитым корпоративным законодательством все еще невысок уровень уважения и соблюдения законов. Поэтому, помимо законодательных мер, должны получить применение различные экономические механизмы снижения агентских издержек в корпорациях, наиболее действенными из которых являются: наличие крупного инвестора в корпорации, присутствие значительной доли долгового финансирования в структуре капитала корпорации, заключение «стимулирующего» контракта (incentive contract) с высшим менеджментом корпорации.

Литература

- Беликов И., Анникова Н. Советы директоров российских компаний: моментальный снимок // Журнал для акционеров. 2001. № 9. С. 4–9.
- Киячков А., Чалдаева Л. Экономическая безопасность акционерного общества // Журнал для акционеров. 1999. № 6. С. 40–44.
- О несостоятельности (банкротстве): Закон РФ от 26.12.95 № 127.
- Об акционерных обществах: Закон РФ от 26.12.95 № 208.
- Управление современной компанией / Под ред. Мильнера, Лииса. М., 2001.
- Чиркова Е. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? М., 1999.
- Fama E., Jensen M. Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics 1983. Vol. 26. P. 301–325.
- LaPorta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. Law and Finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106. P. 1113–1155.
- Pistor K., Raiser M., Gelfer S. Law and Finance in Transition Economies // CID Working Paper N 49. Harvard University. 2000. June.

Статья рекомендована к печати проф. В. В. Ковалевым, доц. Н. В. Комаровой.

Статья поступила в редакцию 25 декабря 2002 г.