

ФОРМИРОВАНИЕ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

А.С.Книга

Появление корпоративного сектора в российской среде связано с формированием такого явления, как корпоративное управление с присущими ему возможностями стимулирования экономического развития различного рода противоречиями и конфликтами. В связи с этим актуальными становятся вопросы выяснения основных тенденций развития корпоративных отношений и имманентных им противоречий.

Под корпорациями принято понимать хозяйствующие субъекты, которые функционируют на основе совместно-долевого присвоения условий и результатов деятельности организации, и в которых собственность отделена от управления [1]. С точки зрения организационной и юридической практики, наиболее близкой к корпорациям организационно-правовой формой в России является акционерное общество (АО). Эта организационно-правовая форма является наиболее адекватной для относительно крупных организаций. Число функционирующих акционерных обществ в российской экономике и регионах является стабильным в последние годы. Так, в Алтайском крае число АО составляло к 2003 г. около 3500.

Содержание отношений, связанных с управлением такими организациями, может быть рассмотрено в двух плоскостях: а) как особая система отношений, складывающихся между собственниками и менеджерами, отношения между самими собственниками; б) как общепринятую для всех хозяйствующих субъектов совокупность функций управления в организации. В российских научных исследованиях зачастую не проводят различия между этими аспектами управления в корпорациях, в западной литературе эти понятия различаются терминологически. Первый вид отношений принято называть корпоративным управлением (corporate governance), для обозначения второй группы отношений используется термин «корпоративный менеджмент» (corporate management). В дальнейшем мы будем рассматривать вопросы именно корпоративного управления, а не корпоративного менеджмента. Данное различие является важным для идентификации тенденций развития корпоративного управления, его спе-

цифических проблем и выявления возможностей их решения.

Отделение собственности от управления как главная характеристика корпоративной формы хозяйствования предопределяет ключевые вопросы реализации отношений собственности в рамках корпоративного управления: кто принимает инвестиционные решения, какие типы инвестиций выбираются и как распределяются доходы от инвестиций. Часть полномочий по принятию управленческих решений собственники передают менеджерам, выступающим в данной ситуации как агенты собственников. Возникают так называемые агентские отношения между собственниками (принципалами) и менеджерами (агентами). При этом интересы менеджеров далеко не всегда совпадают с интересами собственников. В условиях неопределенности, асимметричности информации и невозможности разработки полных контрактов агентские отношения перерастают в агентские конфликты. Система корпоративного управления должна быть построена таким образом, чтобы, с одной стороны, обеспечить реализацию интересов собственников а, с другой стороны, создать возможности для развития организации. Система корпоративного управления непосредственно влияет на формирование основных финансовых потоков в организации и в экономике в целом.

В решении этих проблем используются различные элементы корпоративного управления. Среди них принято различать внешние и внутренние элементы. К внешним относятся, прежде всего, воздействие фондового рынка и государственное регулирование корпоративных отношений. Среди внутренних элементов важную роль играют совет директоров, процедуры принятия решений собранием акционеров, система заключаемых с менеджерами контрактов. Содержание элементов корпоративного управления во многом зависит от степени развития фондового рынка, кредитного рынка, особенностей государственного регулирования экономики, от размера предприятия, от состава и структуры собственников, традиций и т.п. Большое разнообразие подобных факторов обуславливает существенные различия в корпоративном

ПОЛЗУНОВСКИЙ ВЕСТНИК №1 2005

ФОРМИРОВАНИЕ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

управлении как между различными странами, так и в каждой отдельной стране. В то же время в каждой экономике сформировались определенные характеристики корпоративного управления, которые позволяют говорить о существовании национальных моделей корпоративного управления.

Процесс формирования базовых характеристик российской модели корпоративного управления начался совсем недавно, поэтому для выявления возможных направлений ее развития целесообразно сравнить данное явление с зарубежными моделями корпоративного управления, функционирующими многие десятилетия.

Все разнообразные национальные модели корпоративного управления в настоящее время принято объединять в две (реже – в три) большие группы: англо-американскую (англо-саксонскую) и европейскую (ее еще называют континентальной или германской) модели. В качестве третьей группы может быть выделена так называемая японская модель, обладающая рядом специфических черт, но в то же время имеющая ряд общих черт с европейской моделью. Это дает основание анализировать ключевые параметры данной модели в рамках европейской модели.

Характерными чертами англо-американской модели являются направленность на максимизацию стоимости для акционеров (*maximize shareholder value*), разпыленность собственности между множеством акционеров (прежде всего, внешних), ориентация на фондовый рынок как основной источник внешних финансовых ресурсов. В связи с тем, что в данной модели значительная часть капитала принадлежит внешним по отношению к корпорации субъектам, такую модель называют также *аутсайдерской*.

Что касается европейской модели, то ее характеризует множественность целей функционирования предприятия, наличие значительной доли капитала у крупных собственников, ориентация на банковский капитал как источник внешних финансовых ресурсов. В условиях этой модели значительная часть капитала принадлежит субъектам, так или иначе связанным с корпорацией, поэтому данную модель определяют как *инсайдерскую*.

Национальные модели корпоративного управления не являются «застывшим» образованием, они изменяются под воздействием различных факторов – экономических, политических, культурных и т. п. В сравнительном

изучении динамики моделей корпоративного управления нашли отражение различные аспекты проблемы.

В 80-90-е годы в научных исследованиях систем корпоративного управления основное внимание уделялось вопросам сравнительных преимуществ систем, отмечались достоинства и недостатки каждой из систем. В настоящее время одним из приоритетных вопросов исследований является рассмотрение изменений в национальных системах корпоративного управления, выявление основной тенденции их развития относительно друг друга – в направлении конвергенции или дивергенции. На этот вопрос нет однозначного ответа. Существуют две противоположные точки зрения на динамику и будущее систем корпоративного управления [5]. Ряд исследователей считают, что преобладающей характеристикой их развития является сближение, другие отмечают, что несмотря на возникновение ряда общих черт в корпоративных системах управления, преобладающим направлением является развитие индивидуальных, особенных черт каждой из систем. Взгляды сторонников конвергенции и дивергенции опираются на две основные концепции динамики систем корпоративного управления – экономическую и политическую (каждая из которых содержит теории конвергенции и дивергенции).

Главным экономическим аргументом в пользу конвергенции является тезис о конкуренции, в которой в условиях глобализации и глобальной интеграции мировых рынков должны выигрывать предприятия и страны. Сторонники этой концепции рассматривают в качестве наиболее эффективной англо-американскую модель. В качестве основных положений в пользу этой точки зрения высказываются доводы о том, что когда осуществляется максимизация стоимости для акционеров, улучшается функционирование экономической системы в целом, а не только для акционеров. Очевидно, что данные взгляды основываются на постулатах неоклассической экономической теории, на трудах финансистов-неоклассиков (прежде всего М. Джэнсена [7]), в которых предполагается, что совершенные рынки капитала, труда и товаров обеспечивают оптимальный экономический результат.

Представители концепции дивергенции большее внимание уделяют институциональным аспектам экономического развития. Они отмечают, что существуют различные институциональные основы экономических отно-

шений, и должны быть различными реакции на воздействия внешней среды. [8] Они отрицают существование единственного наилучшего варианта организации экономики, применимого для всех стран. К примеру, в странах с социальной демократией фирмы в меньшей степени (чем в США) нацелены на максимизацию стоимости для акционеров, но в то же время континентальная модель корпоративного управления имеет свои компенсационные эффекты. Так, континентальная модель в большей мере ориентирована на долгосрочные цели, политическое давление заставляет менеджеров в относительно высокой степени учитывать интересы различных заинтересованных лиц – работников, населения, государства. [6, 9]

Неоднозначная оценка эффективности функционирования различных типов моделей корпоративного управления предполагает необходимость индивидуального подхода к выявлению наиболее адекватной условиям данной экономики модели. Ни одна из существующих моделей корпоративного управления не обладает абсолютным преимуществом перед другой и не является совершенной. Что касается российской практики, то вопрос об идентификации типа модели корпоративного управления и об основных тенденциях развития этого института представляется весьма важным для его дальнейшего формирования.

Когда в России начался переход к рыночной экономике, то формально начинала реализовываться англо-американская модель с точки зрения критерия распыленности собственности. При этом не были приняты во внимание реальные условия и не спрогнозированы результаты применения данной модели в российских условиях. Использование англо-американской модели даже близко не привело к формированию структуры корпоративного управления, характеризующейся аутсайдерским контролем. Наоборот, в результате в России получил распространение инсайдерский контроль, который выражается в приобретении значительной доли капитала менеджерами. Специфика российского корпоративного управления состоит в тесной привязке собственности к управлению. Корпоративное управление зачастую сводится к прямому контролю над собственностью. Распространен жестко-авторитарный стиль руководства при едином руководителе, в роли которого, как правило, выступает сам собственник. Все это свидетельствует о том, что необходимо специальное исследование от-

дельных параметров российской системы корпоративного управления для определения типа и особенностей модели корпоративного управления.

Установление соответствия базовых характеристик корпоративного управления в России рассмотренным выше теоретическим построениям предполагает всестороннее изучение целого ряда вопросов: степени распыления собственности, состава собственников, структуры управления, роли фондового рынка и банковских ресурсов в финансировании корпораций, прав миноритарных акционеров, выплаты дивидендов, информационной прозрачности и регулирования деятельности с использованием инсайдерской информации и др.

Одним из важнейших параметров, определяющих содержание модели корпоративного управления, является показатель концентрации (или распыления) собственности. В результате ваучерной приватизации собственниками акций в России стали около 40 млн. человек, что свидетельствовало о крайне высокой степени распыления собственности, и, таким образом, позволяло констатировать соответствие данного показателя англосаксонской модели корпоративного управления. Это утверждение не противоречит тому факту, что значительную часть собственников капитала составляли инсайдеры, поскольку в качестве таковых выступали преимущественно работники предприятий, не имевшие реального доступа к принятию управленческих решений.

В послеприватизационной России наблюдался процесс концентрации собственности и ее перераспределение. По данным мониторинга РЭБ, для 53 % предприятий в 2001 г. был отмечен «высокий» и «сверхвысокий» уровень концентрации [3]. По данным БЭА, степень концентрации акционерного капитала с момента приватизации к 2000 году возросла существенно: если на момент приватизации только на 15 % предприятий хотя бы 1 акционер владел блокирующим пакетом, то в 2000 году такой акционер (акционеры) отмечен на 33 % предприятий.

Об относительно высокой концентрации капитала свидетельствуют и данные опроса ИЭПП по 201 предприятию промышленности РФ, представленные на рисунке 1. На 50% предприятий десяти крупнейшим акционерам принадлежало свыше 40% акций [6]. По этим же данным, 10 крупнейших акционеров могли составить контрольный пакет акций на 41% АО.

ФОРМИРОВАНИЕ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

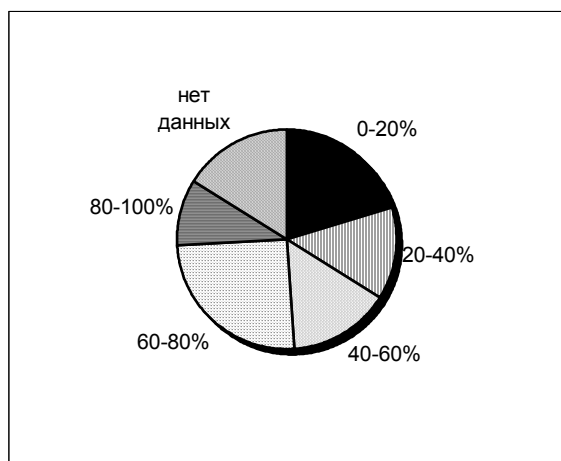


Рисунок 1 – Доля акций, принадлежащих 10 крупнейшим акционерам (рассчитано по данным ИЭПП [6])

За тот период число предприятий, где контрольным пакетом владеют 2-3 акционера, возросло в 4 раза, тогда как число предприятий с одним владельцем контрольного пакета – только в 2 раза. К 2003 г. произошло дальнейшее усиление концентрации собственности, в том числе, на крупных предприятиях. По данным обследования Российского института директоров [11], проведенном по 59 акционерным обществам, ценные бумаги которых торгуются на ММВБ и РТС, в этот период на 31% АО одному акционеру или группе аффилированных лиц принадлежало более 75% голосующих акций.

В качестве отдельных примеров можно привести такой факт, что на середину 2002 г. шесть высших менеджеров ОАО «НК ЮКОС» владели 45,5% акций «Group MENATEP», которая, в свою очередь, контролировала более 70% акций ОАО «НК ЮКОС». В ОАО «НК ЛУКОЙЛ» трое ведущих менеджеров владели 21% акций компании, в том числе 10,38% принадлежали ее президенту [2].

Основные направления перераспределения собственности в постприватизационный период: от государства - к негосударственным акционерам, от работников - к менеджерам. Что касается перераспределения собственности между инсайдерами и аутсайдерами, то здесь сложилась неоднозначная тенденция: заметное увеличение доли аутсайдеров происходило преимущественно за счет сокращения доли работников в акционерной собственности. По данным выборочного обследования Института экономики переходного периода, на долю инсайдеров в акционерных обществах в российской промышленности приходилось в последние годы в среднем

около 45%. Доля аутсайдеров составляла, по этим же данным, около 80% [6]. Несмотря на явную арифметическую неточность оценок, связанную со спецификой методов наблюдения, результаты обследования свидетельствуют о преобладании аутсайдерского контроля. При этом среди инсайдеров наблюдается тенденция к сокращению доли работников в собственности и возрастанию доли акционерного капитала в руках менеджеров. Поскольку рядовых работников предприятий сложно считать реальными инсайдерами с точки зрения владения информацией и участия в корпоративном управлении, последняя тенденция может быть охарактеризована как усиление роли реальных инсайдеров в корпоративном управлении. Таким образом, в постприватизационной России одновременно наблюдались тенденции роста аутсайдерской доли и доли инсайдеров-менеджеров.

Неоднозначная ситуация в России имеет место и по отношению к такой характеристике систем корпоративного управления, как источники внешнего финансирования и контроля. Банковский сектор до последнего времени не играет существенной роли в качестве внешнего источника финансовых ресурсов. Одновременно и фондовый рынок как механизм мобилизации финансовых ресурсов и контроля за деятельностью менеджеров находился в хроническом кризисе. Некоторые положительные изменения произошли в 2002 – 2004 гг. Однако и здесь общие объемы сделок относительно невелики и наблюдаются циклические колебания. Объемы торгов фондовой секции ММВБ в течение двух лет колеблются в среднем на уровне \$ 100-150 млн., РТС - \$ 15 – 25 млн. в день. Ограничен набор финансовых инструментов фондового рынка. Невелико число «голубых фишек», новые компании на рынке акций практически не появляются.

С точки зрения корпоративного управления функция фондового рынка заключается не только в привлечении инвестиций, но и в перераспределении собственности от неэффективных собственников к эффективным, из неэффективных отраслей – в эффективные. По оценкам специалистов, в российской практике число спекулятивных сделок с долевыми ценными бумагами весьма незначительно, пакеты приобретаются, как правило, с целью контроля. Это обстоятельство свидетельствует о том, что фондовый рынок не играет заметной роли в качестве внешнего регулятора корпоративного управления.

Для оценки еще одного важного параметра моделей корпоративного управления – использования инсайдерской информации в российской практике корпоративного управления необходимо отметить, что в этой сфере неоднозначная ситуация складывается не только в России, но и в европейских странах.

Инсайдерская информация – это сведения, которые известны узкому кругу лиц, и которые могут повлиять на цену купли-продажи капитала в случае их публичного распространения. Использование инсайдерской информации при заключении сделок ставит в неравные условия владельцев информации и их контрагентов. Это обстоятельство заставляет государство запрещать использование инсайдерской информации. Если в англо-саксонской модели этому вопросу традиционно уделялось значительное внимание, то в большинстве европейских государств еще в середине двадцатого века использование инсайдерской информации в сделках на рынке ценных бумаг практически не контролировалось со стороны государства. Несмотря на то, что значительная часть корпоративной собственности в этих экономиках была сосредоточена в руках инсайдеров, угроза недобросовестного использования внутренней информации при купле-продаже ценных бумаг сдерживала развитие фондового рынка [4].

Изменения в области законодательного контроля за использованием инсайдерской информации стали происходить в последние десятилетия. Одной из тенденций в изменении систем финансового менеджмента в европейских странах явилось государственное регулирование деятельности с использованием инсайдерской информации. Этот процесс происходил как на государственном, так и на надгосударственном уровнях. Начиная с 70-х годов прошлого века во Франции, Германии были приняты законодательные акты, ограничивающие использование инсайдерской информации. В рамках ЕС в 1989 г. Была принята Директива об инсайдерских сделках (Directive on Insider Dealing), которая упорядочивала ключевые понятия и определяла условия ограничений. В 2000 г. Европейский Парламент пересмотрел эти положения в сторону расширения ответственности за использование инсайдерской информации. В каждом государстве, тем не менее, действует свое национальное законодательство по данному вопросу.

В России также существует законодательный запрет на инсайдерские сделки. Од-

нако исполнение законодательных ограничений в этой области практически отсутствует.

Таким образом, рассмотрев основные черты российской системы корпоративного управления, можно сделать вывод, что фактически в России в настоящее время формально присутствуют отдельные элементы обеих моделей: а) налицо интенсивные процессы в области перераспределения собственности при наличии тенденции к концентрации собственности, б) наблюдается возрастание доли аутсайдеров при одновременном укреплении позиций инсайдероменеджеров, в) отсутствуют выраженные приоритеты в области внешнего финансирования и контроля со стороны, как банковского сектора, так и фондового рынка, г) фондовый рынок играет незначительную роль в перераспределении корпоративной собственности, д) при наличии формального ограничения на использование инсайдерской информации фактически имеет место использование этой информации в корпоративных сделках.

Опыт России свидетельствует, что, несмотря на создание формальных условий для развития англо-саксонской модели корпоративного управления, ее реализация оказывается невозможной, если отсутствуют соответствующие политические и экономические институты. Преимущества англо-саксонской модели проявляются только, если есть исторические предпосылки. Конвергенция различных систем корпоративного управления по направлению к системам, эффективным для вальрасовской модели, может быть проблематичной из-за различий экономических и политических условий и необходимости регулирования корпоративного управления другими институтами.

ЛИТЕРАТУРА

1. Батлер У.Э., Гаши-Батлер М.Е. Корпорации и ценные бумаги в России и США. – М.: Зерцало, 1997.
2. Бушуева Ю., Новолодская А. Алекперов раскрыл карты //Ведомости. – 2002. – 26 июля.
3. Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий. //Рынок ценных бумаг, 2001, N 20. - С. 33-38.
4. Книга А.С. Асимметричность информации в корпоративном управлении // Финансовое управление в российской экономике: сборник научных статей преподавателей и аспирантов кафедры «Финансовый менеджмент» / Алт. гос. техн. ун-т им. И.И. Ползунова – Барнаул: Изд-во АлтГТУ, 2003.

ФОРМИРОВАНИЕ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИЙСКОЙ ЭКОНОМИКЕ

5. Радыгин А. Нормы корпоративного управления в России и ЕС: перспективы унификации // Мировая экономика и международные отношения, 2004, № 4. - С. 14 – 26

6. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ // Институт экономики переходного периода. Научные труды – 2001.

7. Aoki M. Information, Corporate Governance, and Institutional Diversity: Competitiveness in Japan, the USA and the Transitional economies. – Oxford University Press, 2000.

8. Jensen M. Value Maximization, Stakeholder Theory, and the Corporate Objective Function // Journal of Applied Corporate Finance. Fall 2001. V. 14. N 3. - P. 8 – 21.

9. O'Sullivan M. The political economy of comparative corporate governance // Review of International Political Economy. Vol. 10. February 2003. - P. 23 -72

10. Roe M. Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. 1994

11. http://rid.ru/uploads/db2file_ru/Survey_results_report_2003.pdf