

## **ГЛАВА 5. КОРПОРАТИВНАЯ СОБСТВЕННОСТЬ И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ**

### **5.1. Развитие теоретических представлений о корпоративной собственности**

Проблематика корпоративной собственности и корпоративного управления – бурно развивающаяся область экономической теории. Катализатором этого развития в последние годы являются:

- тенденции глобализации в мировой экономике, усиливающие соперничество между корпорациями разных стран;
- трудности, испытываемые недавними лидерами экономического развития и бросающие тень на корпоративные системы соответствующих стран;
- активизация рынков корпоративного контроля, проявляющаяся в масштабных слияниях и поглощениях;
- распространение таких форм корпоративной интеграции как бизнес-группы (сетевые организации, стратегические альянсы, финансово-промышленные группы и т.д.);
- преобразования собственности в странах Восточной Европы, нуждающиеся в ориентирах формирования эффективной корпоративной структуры;
- накопление эмпирических сведений о корпоративной собственности в разных странах.

Можно выделить по крайней мере три аспекта эволюции теоретических представлений о корпоративной собственности.

Первый – отход от традиционной и относительно узкой трактовки корпоративной собственности и управления в рамках *концепции акционерного капитала*, когда во главу угла ставится удовлетворение интересов акционеров (и кредиторов), а сам интерес отождествляется с максимизацией прибыли (стоимости фирмы).

Принципиальные перемены в данном аспекте состоят в осмыслении корпоративного управления с позиций не только экономической, но и социальной ответственности корпорации как перед акционерами, так и перед другими заинтересованными лицами (*концепция групп интересов или заинтересованных лиц*). В качестве заинтересованных лиц могут выступать отдельные лица, группы лиц и

институты. Они оказывают влияние на достижение фирменных целей и/или осуществление их собственных целей зависит от деятельности компании<sup>1</sup>. Происходит соответствующая ревизия представлений об эффективности корпоративных отношений, когда основой для их оценки становятся интересы не только инвесторов, но более широкого спектра заинтересованных лиц. По мнению Дж. Стиглица, теория заинтересованных лиц предоставляет лучшее (по сравнению с теорией «первенства акционеров») описание ситуации, с которой столкнулось большинство стран с переходной экономикой (а также многие передовые промышленные страны)<sup>2</sup>.

Предложения по пересмотру устоявшихся взглядов на корпоративное управление высказывались уже давно. Додд еще в 1932 г. высказал идею, что директора корпорации должны служить в качестве доверенных лиц всех контрагентов – акционеров, клиентов, поставщиков, общества, которые имеют интерес в корпорации<sup>3</sup>. Месон относил к проблематике корпоративного управления обеспечение ориентации действий менеджеров на удовлетворение потребностей работников, поставщиков, клиентов и собственников корпорации при одновременном удовлетворении общественных интересов<sup>4</sup>.

Многие экономисты, не возражая против целей, выдвинутых сторонниками сообщества заинтересованных лиц, согласны с тем, что фирма должна принимать во внимание внешние эффекты (экстерналии) ее деятельности, отражающиеся на различных заинтересованных лицах (stakeholders). Научные дебаты поэтому сосредотачиваются не столько на этих целях, сколько на возможностях и способах их достижения. Какие группы "соучастников" должны быть представлены в корпоративном управлении - таков фундаментальный вопрос, стоящий перед компанией.

В последние годы заметный рост внимания к интересам не только инвесторов и менеджеров, но и других заинтересованных лиц наблюдается не в одной лишь научной

---

<sup>1</sup> Хиль В. Акционерный капитал и группы, заинтересованные в успехе предприятия // Проблемы теории и практики управления, 1997, №5.

<sup>2</sup> Стиглиц Дж. Quis custodiet ipsos custodes? Неудачи корпоративного управления при переходе к рынку // Экономическая наука современной России, 2001, №4. С. 122.

<sup>3</sup> Dodd E.M. For whom are corporate managers trustees? // Harvard Law Review, 1932. Vol. 45, June.

<sup>4</sup> Mason E. The apologetics of managerialism // Journal of Business, 1958. Vol. 31.

среде. Наглядным подтверждением этого могут служить Принципы корпоративного управления Организации Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР)<sup>5</sup>.

Второй аспект эволюции корпоративной теории – обращение к неполным и отношенческим контрактам, учет асимметрии информации.

Оба представленных аспекта весьма актуальны для переходной экономики с ее запутанной структурой собственности, многообразием форм интеграции, неразвитым рынком. Здесь особенно искусственными выглядят допущения о полной защищенности контрактами даже части партнеров по бизнесу. Драматическую остроту приобретает проблема инфорсmenta - системы принуждения к исполнению законодательства и контрактных обязательств.

Третий аспект – отход от абсолютизации одной модели корпоративной собственности и управления. Речь идет об описанной Берли и Минзом модели корпоративной собственности, где отсутствуют акционеры с крупными пакетами акций и управляют фирмой не собственники, а наемные менеджеры<sup>6</sup>. Именно эта модель с «распыленной» или дисперсионной собственностью на протяжении десятилетий оставалась в центре внимания экономической теории, рассматривалась как типичная для экономики США. Если Берли и Минз обращали внимание на возможные негативные последствия доминирования управляющих, то на фоне успехов американской экономики в конце XX века модель с распыленной собственностью стала порой восприниматься как воплощение эффективной рыночной экономики. Однако эмпирический анализ показал, что в большинстве индустриально развитых стран, включая США, корпорации с дисперсионной собственностью соседствует с корпорациями, контролируруемыми конкретными крупными собственниками<sup>7</sup>.

Учет реального многообразия моделей корпоративной собственности, углубление представлений об их функциональных возможностях в разных условиях весьма важны для развивающихся экономик, стоящих на перепутьи своей модернизации, нуждающихся в ориентирах дальнейшего развития.

---

<sup>5</sup> Принципы корпоративного управления ОЭСР опубликованы, в частности, на сайте ФКЦБ: (<http://www.fcsm.ru>).

<sup>6</sup> Berle, A., Means, G. The Modern Corporation and Private Property. – N.Y.: MacMillan, 1932.

<sup>7</sup> La Porta, R., Lupes de Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R. Corporate Ownership around the World // Journal of Finance, 1999. Vol. 54.

## 5.2. Традиционный подход к корпоративной собственности

Способность корпорации (акционерного общества) обеспечить быструю мобилизацию больших объемов ресурсов традиционно рассматривается как такое качество этой организационно-хозяйственной формы, которое делает ее незаменимой для крупномасштабного производства. Высокая степень концентрации ресурсов способствует выделению специализированных функций управления ресурсами. В результате возрастает роль наемных менеджеров, осуществляющих непосредственное управление деятельностью корпорации.

Стандартная трактовка сводит проблемы корпоративного управления к обеспечению деятельности менеджеров по управлению предприятием в интересах акционеров (инвесторов). Внимание к этой проблематике в российской экономике росло по мере выявления реальных последствий приватизации<sup>8</sup>.

Речь идет о проблемах, обусловленных разделением собственности и управления, т.е. отношениями между «принципалами» (инвесторами) и «агентами» (менеджерами). Менеджеры способны своими действиями наносить ущерб акционерам. Менеджеры могут извлекать собственные выгоды из неоправданной экспансии компании и даже обворовывать фирму, торгуя по завышенным ценам со своими аффилированными лицами, или участвуя в сделках с использованием доверительной информации. Наконец, они могут укреплять собственные позиции, вкладывая капитал в зрелые или заходящие отрасли промышленности, где они компетентны в управлении, идя на риск либо чрезмерный (когда их положение оказывается в опасности), либо недостаточный (когда чувствуют себя уверенно), или окапываясь против перехвата власти.

Хорошее корпоративное управление - такое, которое обеспечивает подбор наиболее способных менеджеров и их ответственность перед инвесторами. Шлейфер и Вишни<sup>9</sup> определяют корпоративное управление как механизмы обеспечения возвратности средств, вложенных в корпорацию инвесторами.

---

<sup>8</sup> Заметное влияние на отечественные исследования корпоративных отношений оказала опубликованная на русском языке книга «Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества. – М.: Джон Уайли энд Санз, 1996. В изложении основ корпоративных отношений в настоящем параграфе использованы материалы этой книги.

<sup>9</sup> Shleifer, A., Vishny, R. A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance, 1997. Vol. 52.

Экономический анализ выделяет три типа воздействия на менеджеров для обеспечения ориентации их действий на интересы акционеров (или, в более общем случае, инвесторов).

1. *Явные стимулы.* Премии, основанные на данных бухгалтерской отчетности, опционы на приобретение акций, индексированные по состоянию фондового рынка, поощряют действия менеджеров в интересах акционеров.

2. *Неявные стимулы,* связанные с обеспокоенностью менеджеров своей карьерой.

3. *Вмешательство в решения управляющих.*

Представленные типы воздействия в той или иной мере осуществляются через несколько механизмов корпоративного управления:

*а) Участие в собрании акционеров, в совете директоров корпорации.* Решения относительно целей деятельности корпорации принимаются акционерами, формы и способы их достижения определяются советом директоров, а менеджеры реализуют эти цели. Акционеры могут отклонять поддерживаемые управляющими проекты, не обеспечивающие увеличения чистой приведенной стоимости фирмы (Net Present Value, NPV), побуждать к избавлению от обременительных подразделений, обновлять менеджмент в целом.

Наиболее широко используемым механизмом, с помощью которого инвесторы осуществляют внутренний контроль за деятельностью менеджмента компании, является привлечение в совет директоров агентов, наделяемых полномочиями по защите интересов владельцев. Этих агентов именуют "внешними", или "независимыми" директорами (в отличие от исполнительных директоров).

Обычно организационная структура управления предполагает существование либо единого (унитарного), либо двойного (двухпалатного) совета. В рамках унитарного совета, традиционно ассоциируемого с американской системой управления, исполнительные и внешние директора бок о бок участвуют в заседаниях совета. Как исполнительные, так и независимые директора наделяются сходными в юридическом отношении полномочиями. Весь совет как единое целое ответствен за формулирование стратегических целей компании, назначение руководителей, способных реализовать эти цели, надзор за реализацией стратегии, а также информирование акционеров о результатах управления активами компании. Двойной совет, напротив, традиционно дифференцирует функции исполнительных и независимых директоров (немецкая модель). Функции управления приданы исполнительному совету, включающему в себя

только исполнительных директоров, а функции надзора исполняют члены самостоятельного наблюдательного совета, куда не входит ни один из исполнительных директоров компании.

Главная обязанность директоров – защищать интересы акционеров. Однако менеджеры располагают ресурсами для привлечения директоров на свою сторону, предлагая им обеспеченную жизнь в роли защитников управленческого аппарата компании от внешнего вмешательства. Кроме того, рядовые акционеры должны учитывать возможность сговора между менеджерами и акционерами, вошедшими в состав совета директоров.

Назовем только два вопроса внутреннего контроля, существенных для современной практики корпоративного управления:

- Должны ли институциональные инвесторы типа пенсионных или взаимных фондов быть активными инвесторами, входить в Советы директоров?
- Должны ли банки быть активны в корпоративном управлении, как в Японии и большинстве стран континентальной Европы, или скорее пассивны, как в США?

*б) Поглощение.* У акционеров, заинтересованных в качестве управления компанией, имеются в распоряжении несколько внешних механизмов, которые помогают контролировать деятельность менеджмента компании. Среди этих механизмов – фондовый рынок. Многие считают его основным средством влияния акционеров на деятельность менеджмента.

Фондовый рынок предоставляет возможность владельцам, разочарованным в деятельности компании, продать акции и таким образом изъять свою долю из ее капитала. От того, насколько легко акционерам осуществить такого рода изъятие, зависит эффективность этого механизма контроля.

"Исход" владельцев корпорации способен активизировать рынок поглощений, называемый "рынком корпоративного контроля", в рамках которого плохо управляемая корпорация может перейти в руки инвесторов, желающих полностью реализовать ее потенциал. Угроза поглощения заставляет менеджмент компании не только действовать в интересах своих акционеров, но и добиваться максимально высокой курсовой стоимости акций даже при отсутствии контроля со стороны акционеров.

Существует мнение, что рынки корпоративного контроля поощряют менеджеров к работе только в рамках краткосрочных программ из-за опасения, что долгосрочные инвестиционные проекты негативно скажутся на уровне курсовой стоимости акций их

компаний. Кроме того, возникают опасения относительно сохранения после поглощения рациональных связей между корпорацией и ее поставщиками, покупателями, служащими.

*в) Состязания за доверенности.* Акционеры, как группа, стремятся осуществлять надзор за управлением корпорацией. Однако, когда число акционеров велико, у каждого из них в отдельности слабо желание уделять надзору много времени и усилий. Принятая в США и Великобритании практика предусматривает, что менеджмент компании, извещая акционеров о предстоящем общем собрании, просит у них доверенность на выполнение управленческих полномочий и обычно получает таковую от большинства акционеров. Оппоненты существующего менеджмента, чтобы провести против него голосование, также стремятся получить как можно больше доверенностей. В случае успеха выигравшая сторона получает контроль над корпорацией, даже не приобретая контрольный пакет акций.

*г) Банкротства.* До тех пор, пока компания выплачивает свои долги и проценты по кредитам, контроль над ней находится в руках ее акционеров и менеджмента. Если компания оказывается не в состоянии осуществлять эти платежи, контроль за ее деятельностью переходит в руки кредиторов. Товарные рынки таят в себе постоянную угрозу банкротства для плохо работающих компаний, заставляют менеджмент работать лучше.

### **5.3. Корпоративная собственность: от стоимости для акционеров к благополучию всех заинтересованных лиц**

Когда функцию корпоративного управления определяют как подчинение работы компании интересам инвесторов, имеют ввиду прежде всего акционеров и кредиторов.

Однако, акционерный и заемный капитал представляют лишь один из типов инвестиций. Реально же деятельность корпорации основывается не только на этих традиционно учитываемых инвестициях. Менеджеры и рабочие вкладывают свой человеческий капитал. Отношения занятости связаны с внепроизводственными вложениями капитала (жилье, занятость супруга (супруги), школы и т.п.). Поставщики и потребители также инвестируют в отношения с данной корпорацией. Так, поставщики часто вкладывают средства в оборудование, которое может быть использовано для обслуживания заказов только конкретной корпорации и не подлежит переориентации на другие цели.

Осуществлять инвестирование в деятельность корпорации могут и местные органы самоуправления, развивая инфраструктуру или создавая благоприятные условия налогообложения в целях привлечения новых компаний или увеличения конкурентоспособности существующих. Они поступают так потому, что прямо заинтересованы в деятельности компаний на своей территории. Эти компании оказывают существенное влияние на жизнь региона.

Заккрытие завода в депрессивном районе имеет драматические последствия для работников и местной экономики в целом. Оправданно ли в этих условиях, чтобы право контроля над менеджерами принадлежало исключительно акционерам и кредиторам? Почему только с их интересами увязывается вознаграждение управляющих? Стремлению учесть интересы всех, кто зависит от действий фирмы, отвечает концепция сообщества заинтересованных лиц.

Спектр лиц, естественным образом связанных с фирмой, охватывает акционеров, кредиторов, служащих, поставщиков, покупателей, местное население. Всех этих заинтересованных лиц можно назвать "соучастниками" корпорации. Под этим понятием подразумеваются те, кто произвел полностью или частично безвозвратные инвестиции и, соответственно, имеет заинтересованность в качестве работы корпорации. Обозначающий заинтересованных лиц термин «stakeholder» созвучен в английском звучании традиционному термину "stockholder" ("акционер"), а потому эффект использования этих двух понятий основан не только на их содержании, но и на фонетическом сходстве.

Тиrole определяет *корпоративное управление* как формирование институтов, стимулирующих или вынуждающих менеджмент заботиться о благополучии заинтересованных лиц<sup>10</sup>. Современный анализ сообщества заинтересованных лиц представлен, в частности, в работах Аоки и Тернбалла<sup>11</sup>.

Концепция заинтересованных лиц ориентирована на расширение спектра учитываемых инвестиций, сопряженных с деятельностью рассматриваемой корпорации. Само формирование сообщества заинтересованных лиц связано с определенными затратами. Круг заинтересованных лиц определяют институты, регулирующие взаимоотношения между экономическими субъектами. В той мере, в какой эти взаимоотношения отличаются от стандартных рыночных контрактов, можно

---

<sup>10</sup> Tirole, J. Corporate Governance? // *Econometrica*, 2001. Vol. 69.

говорить о специфических институтах регулирования. Среди них – институт отношенческих контрактов. Очевидно, что инвестиции в такие контракты – во многом инвестиции в специфические активы, каковыми выступают соответствующие отношения.

С одной стороны, концепция заинтересованных лиц может обращаться к *широкой миссии менеджмента*. Согласно этому представлению, менеджмент должен стремиться к максимизации суммы выгод различных «соучастников» (близко к утилитарному подходу); и, если управляющие сами по себе не склонны действовать таким образом, должны быть разработаны стимулы, побуждающие менеджмент учитывать экстерналии для всех «соучастников».

Такой подход контрастирует с концепцией акционерного капитала, сторонники которой, как отмечает В. Хиль, исходят из того, что социальная ответственность предприятия заключается в том, чтобы получать прибыль, а прочие социальные цели ведут лишь к ограблению акционеров<sup>12</sup>.

В рамках концепции заинтересованных лиц социальная ответственность фирмы иногда рассматривается столь широко, что включает защиту даже «соучастников», не имеющих договорных отношений с фирмой. Так, фирма должна воздерживаться от взяток должностным лицам в менее развитых странах, даже если вероятность, что она будет поймана на этом, маленькая, или от загрязнения, когда налоги на загрязнение допускают его или вообще отсутствуют.

С другой стороны, сообщество заинтересованных лиц можно трактовать как *наделение этих лиц правами контроля*, что, например, имеет место в Германии. Портер приводит доводы в пользу представления в Совете директоров компании ее поставщиков, клиентов, финансовых советников, служащих, и представителей местной общины<sup>13</sup>.

Похоже, что эти две трактовки связаны. Например, менеджеру было бы трудно жертвовать прибылью ради некоторого заинтересованного лица, если максимизирующий прибыль налетчик может захватить фирму и заменить менеджера. С этой точки зрения, германская система корпоративного управления довольно

---

<sup>11</sup> Aoki, M. The Contingent Governance of Teams: An Analysis of Institutional Complementarity // International. Economic Review, 1994. Vol. 35; Turnbull, S. Stakeholder Cooperation // Journal of Co-operative Studies, 1997. Vol. 29.

<sup>12</sup> Хиль В. Акционерный капитал и группы, заинтересованные в успехе предприятия // Проблемы теории и практики управления, 1997, №5.

последовательна, сочетая разделение контроля, отсутствие или редкость управленческих опционов на приобретение акций и вялость рынка корпоративного контроля.

В современных условиях усиливается влияние таких обстоятельств, которые побуждают к пересмотру традиционной концепции корпоративной собственности и корпоративного управления, ставящей во главу угла максимизацию стоимости для акционеров.

*1. Инвестиционно-технологические факторы эволюции корпоративной собственности.* Инновационная конкуренция во многих отраслях требует тесного взаимодействия технологически связанных предприятий. Резкий рост расходов на НИОКР превращает кооперацию в этой сфере в необходимое условие для внедрения на рынке высокотехнологичной продукции, для сохранения конкурентоспособных позиций на них. Такое углубление взаимозависимости экономических партнеров, проявляющееся в формировании сетевых и т.п. структур, накладывает отпечаток на современную корпоративную собственность. Усиливаются долгосрочные мотивации в поведении экономических субъектов, в их взаимодействии с партнерами. Чем короче период этого взаимодействия, тем конфликтней распределение текущих его результатов. Долгосрочные отношения скрепляются взаимообусловленностью благополучия партнеров. Соответственно, на первый план в корпоративном управлении выходит проблема выявления такой взаимообусловленности и приспособление к ней механизмов распределения текущих результатов. Такого рода перемены в корпоративном управлении получают отражение в концепции сообщества заинтересованных лиц.

*2. Институциональные факторы эволюции корпоративной собственности.* Усиление взаимозависимости деловых партнеров повышает роль внесудебных механизмов в обеспечении соблюдения (инфорсменте) договорных обязательств и прав собственности. Существенным фактором развития кооперации в сфере производства и НИОКР является внутригрупповой инфорсмент прав и обязательств между участниками соответствующей группы.

*3. Социально-технологические факторы,* определяемые возрастающей ролью человеческого капитала в постиндустриальной экономике. Эти факторы стимулируют

---

<sup>13</sup> Porter, M. Capital Disadvantages: America's Failing Capital Investment System // Harvard Business Review, 1992. Vol. 70.

переход к концепции сообщества заинтересованных лиц, включающей в их число работников корпорации.

Скептическое отношение части экономистов к этой концепции объясняется юридическим подходом к корпоративному управлению, основывающемся на неявном предположении, что интересы работников, поставщиков, потребителей защищены контрактами и законами, которые вынуждают контролирующих фирму инвесторов учитывать претензии этих «соучастников». Одновременно считается, что договора не обеспечивают эффективной защиты интересов инвесторов, когда не они контролируют фирму. Отсюда установка на усиление контроля со стороны инвесторов. Однако в условиях ускорения НТП вопрос о неполноте контрактов обостряется для всех заинтересованных лиц, сказывается на эффективности защиты их интересов судебными процедурами.

Вопрос об эффективной конфигурации системы стимулирования и контроля, вынуждающей менеджмент заботиться о благополучии всех заинтересованных лиц, остается во многом открытым. Для успешного продвижения в решении этого вопроса важно определить, можно ли уже известные механизмы стимулирования менеджеров и наблюдения за ними приспособить к обслуживанию сообщества заинтересованных лиц. Вместе с тем, о дееспособности этих механизмов даже в рамках традиционной концепции корпоративной собственности следует судить с учетом неполноты контрактов, характерной для реальных корпоративных отношений.

#### **5.4. Корпоративная собственность при неполных контрактах**

В неоклассической теории основным регулятором отношений экономических партнеров выступает сам рынок. Углубление представлений о корпоративном управлении достигается обращением к истокам потребности в иных механизмах управления. Они выявляются при анализе разных типов контрактов.

Неоклассическая микроэкономика хорошо описывает один такой тип, который Уильямсон называет «неспециализированными» контрактами<sup>14</sup>. Они предполагают наличие множества потенциальных поставщиков и потребителей, стандартизированное качество продукции и известный уровень цен на нее. Однако, многие повседневные сделки заключаются не на базе этих условий. Часто покупатель согласовывает с изготовителем некоторые особенности и цену нужного товара еще до начала его

---

<sup>14</sup> Уильямсон О. И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, "отношенческая" контрактация. - СПб.: Лениздат, 1996. С. 133-135.

производства. Поскольку процесс производства требует некоторого времени, ситуация к моменту его завершения отличается от исходных условий сделки. Даже если в исходный момент рынок был конкурентный, в ходе реализации контракта положение несколько меняется. Специфические черты произведенного по заказу товара могут быть непривлекательными для других потребителей. Отказ от соблюдения контракта чреват потерями не только для поставщика, но и для потребителя. Переориентация на нового поставщика удлиняет производственный цикл у заказчика, вызывает дополнительные транзакционные издержки и т.п.

Как возникновение непредвиденных обстоятельств, так и возможность сыграть на потенциальных потерях партнера побуждают к ревизии первоначальных договоренностей. При такой ревизии каждая из сторон стремится к повышению своей доли в эффекте, достигаемом за счет отхода от неспециализированного типа контрактов.

*Этот эффект - разница между результатами согласованных действий поставщика и потребителя и тем, что они могут получить, выступая обезличенными контрагентами в неспециализированных контрактах, образует квази-ренду согласованных действий.*

Анализ контрактов, отличающихся от неспециализированных, выявляет два условия, обуславливающие потребность в системе управления, не сводящейся к «невидимой руке» конкуренции. Во-первых, отношения партнеров должны генерировать квази-ренду. Регулирование ее распределения предстает задачей управления. Во-вторых, квази-рента не может быть распределена наилучшим образом *ex ante*, что связано с неполнотой контракта.

В неоклассической экономике по Эрроу-Дебрё стороны не несут издержек при написании контрактов, все решения принимаются *ex ante* и все квази-ренды распределяются *ex ante*. Таким образом, после заключения контрактов отсутствует пространство для управления, для *ex post* сделок. Вместе с тем, не все действия контрагента наблюдаемы. Даже если такие действия будут зафиксированы в контракте, проверить их исполнение оказывается невозможно. Неоклассический подход к этой ситуации состоит в так называемом «проектировании механизма» ("mechanism design"), учитывающего все наблюдаемые параметры и стимулирующего контрагента действовать в требуемом направлении.

Начальный контракт чаще всего неполон в том смысле, что не определяет исчерпывающим образом распределение квази-ренды при всех возможных

обстоятельствах. Там, где детальная регламентация *ex ante* может быть слишком дорогостоящей или просто невозможной в силу непредвидимого характера обстоятельств, возникают предпосылки для *ex post* управления. В мире неполных контрактов имеются квази-ренды, подлежащие *ex post* распределению, существует пространство для *ex post* торговли относительно этого распределения.

На результаты такой торговли влияют несколько факторов помимо начального контракта. Имеют значение параметры альтернативных вариантов, включая легкость нахождения других контрагентов, потери от отсрочки исполнения контракта и т.д. Большую роль в формировании итоговых результатов играет институциональная среда, определяющая качество правового инструмента контрактов, нормы деловой этики, оперативность и надежность информации о партнерах и т.д. Зингалес определяет управление как сложный набор условий, предопределяющих результаты торга по квази-ренте после ее возникновения<sup>15</sup>.

Иными словами, *корпоративное управление – это воздействие на ex post соглашения по корпоративной квази-ренте через обстоятельства, при которых такие соглашения вырабатываются*. Представленная трактовка корпоративного управления позволяет рассматривать самые разные его аспекты. Распределение прав собственности, структура акционерного капитала, схемы стимулирования менеджеров, порядок формирования и функции советов директоров, механизмы конкуренции на рынках продуктов и ресурсов и т.д. могут интерпретироваться как условия, влияющие на процессы распределения квази-ренды. Вместе с тем, при изменении этих условий в рамках корпоративного управления важно принимать во внимание связь между механизмами распределения и генерирования квази-ренды. Реализация потенциала квази-ренды – своего рода нормативное требование в поисках ответов на фундаментальные вопросы корпоративной собственности, включая вопрос о том, кто должен управлять фирмой. Отдельные концепции фирмы в разной мере ориентированы на раскрытие процесса создания и распределения квази-ренды, на учет всех участвующих в этом процессе субъектов.

---

<sup>15</sup> Zingales, L. Corporate governance / The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law. – L.: Macmillan, 1998.

## 5.5. Связь между концепцией фирмы и трактовкой корпоративного управления

В соответствии с *контрактной концепцией фирмы* она представляет собой совокупность внутренних и внешних контрактов<sup>16</sup>. Согласно этой концепции, в корпоративном управлении не имеется ничего уникального. Оно является просто более сложной версией договорного (контрактного) управления. Заключая контракты с владельцами различных производственных ресурсов, предприниматель гарантирует владельцам некоторый уровень дохода и тем самым избавляет их от риска. В обмен предприниматель получает право определять варианты использования ресурсов и право на остаточный доход после распределения выручки в соответствии с принятыми на себя обязательствами.

Концепция фирмы *с позиций прав собственности* трактует ее как совокупность физических активов, находящихся в совместной собственности<sup>17</sup>. Собственность имеет значение, потому что обеспечивает право принимать решения в непредвиденных обстоятельствах, не указанных в начальном контракте. Эта концепция позволяет провести разграничение между чисто договорными отношениями и фирмой. В той мере, в какой деятельность фирмы определяется решениями собственника в непредвиденных обстоятельствах, корпоративное управление не сводится к договорному, к договорно вырабатываемым решениям и действиям. Но эта концепция страдает тем недостатком, что абстрагируется от «заинтересованных лиц», не имеющих доли в капитале фирмы.

В этом аспекте привлекает внимание *инвестиционная концепция*<sup>18</sup>, в соответствии с которой фирма определяется как совокупность определенных инвестиций: сочетание взаимно специализированных активов и людей. В отличие от трактовки фирмы как совокупности контрактов, это определение явно признает, что фирма - сложная структура, которая не может видоизменяться или же копироваться мгновенно. Инвестиционная концепция признает взаимную специализированность вовлеченных в деятельность фирмы сторон: рабочих, поставщиков, клиентов. Такое

---

<sup>16</sup> Коуз Р. Фирма, рынок и право. – М.: Дело, 1993; Alchian, A., Demsetz, H. Production, information costs and economic organization // American Economic Review, 1972. Vol. 62.

<sup>17</sup> Grossman, S., Hart, O. The costs and the benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration // Journal of Political Economy, 1986. Vol. 94; Hart, O., Moore, J. Property rights and the nature of the firm // Journal of Political Economy, 1990. Vol. 98.

<sup>18</sup> Rajan, R., Zingales, L. The Firm as a Dedicated Hierarchy. University of Chicago working paper, 1997 (<http://gsblgz.uchicago.edu>); Rajan, R., Zingales, L. Power in a theory of the Firm // Quarterly Journal of Economics, 1998. Vol. 113.

истолкование фирмы выходит за рамки ее юридического определения. Оно обращается к ее экономической сущности как сети специфических инвестиций, которая не может быть замещена рынком. В рамках инвестиционной концепции корпоративное управление – это формирование для участников специализированных инвестиций условий, обеспечивающих достижение взаимоприемлемых *ex post* соглашений по корпоративной квази-ренте. При отсутствии таких соглашений дальнейшее существование фирмы оказывается под вопросом.

Важной вехой в развитии теории корпоративной собственности с учетом неполноты контрактов явилась *концепция остаточных прав контроля*<sup>19</sup>. Под выражением “право контроля” подразумевается реальное право (реальная возможность) влиять на курс действий фирмы, коль скоро она начала свою деятельность. Под остаточными правами контроля понимаются права на решения в непредвиденных обстоятельствах, т.е. на *ex post* решения. Собственность рассматривается как такое владение активами, при котором в мире неполных контрактов обеспечиваются остаточные права контроля, позволяющие извлечь выгоду из инвестиций в эти активы. *Права собственности предстают в виде остаточных прав контроля, а их распределение между заинтересованными лицами становятся основой проблематики корпоративного управления.*

Концепция остаточных прав контроля совместима и с традиционным подходом к корпоративному управлению, и с анализом его с позиций сообщества заинтересованных лиц. Корпоративная квази-рента - один из принципиальных объектов остаточных прав контроля. Этот объект – синергический эффект, возникающий именно вследствие перехода от контрактных к более тесным отношениям экономических партнеров.

## **5.6. Влияние структуры прав контроля на результаты производства**

Каково воздействие структуры прав контроля на результаты производства? Зингалес выделяет три направления такого влияния<sup>20</sup>.

*1. Воздействие через ex ante стимулы.* Структура прав контроля формирует *ex post* распределение результатов производства. Это распределение в свою очередь определяет *ex ante* стимулы некоторых действий, значимых для результатов производства.

---

<sup>19</sup> Grossman, S., Hart, O. Op. cit.

Во-первых, рациональные субъекты не будут вкладывать оптимальное количество ресурсов в эффективные проекты без уверенности в соответствующем вознаграждении. Фактически, одна из целей формирования системы корпоративного управления состоит в том, чтобы мотивировать те инвестиции, должное вознаграждение которых не обеспечивается рынком.

Известный пример того, как перемены в структуре корпоративного управления могут влиять на стимулы специализированных, ориентированных на определенные отношения инвестиций – случай с компанией Fisher Body. В начале 1920-ых годов Fisher Body (производитель автодеталей) отказался располагать свои заводы близко к заводам General Motors (GM), несмотря на очевидное повышение эффективности при таком варианте. Инвестиции в территориально близкие к GM мощности ослабили бы способности Fisher Body к сотрудничеству с другими потребителями автодеталей. Такое ухудшение рыночной позиции, возможно, уменьшило бы и долю Fisher Body в квази-ренте, возникающей в отношениях с GM<sup>21</sup>. Изменение в структуре корпоративного управления (приобретение Fisher Body, осуществленное GM) в конечном счете привело к эффективному решению о местоположении завода автодеталей.

Во-вторых, рациональные субъекты могут втягиваться в неэффективные проекты с целью изменить результат *ex post* сделок в свою пользу. Например, специализация фирмы менеджером в той сфере, где он наиболее компетентен, усиливает его *ex post* влияние и, соответственно его *ex post* долю в результатах деятельности фирмы<sup>22</sup>. Известная тенденция менеджеров к переинвестированию роста может интерпретироваться как проявление этой проблемы.

Система корпоративного управления призвана способствовать эффективному и препятствовать неэффективному распределению ресурсов. Так, например, переход к мультидивизиональной структуре с соответствующим увеличением автономии дивизиональных менеджеров сужает возможности извлечения выгод из отношений с начальством. Вместе с тем, показано, что неэффективный "поиск ренты" (*rent-seeking*) тем значительней, чем больше разнообразных инвестиционных возможностей имеют

---

<sup>20</sup> Zingales, L. *Op. cit.*

<sup>21</sup> Klein, B., Crawford, R., Alchian, A. Vertical integration, appropriable rents and the competitive contracting process // *Journal of Law and Economics*, 1978. Vol. 21.

<sup>22</sup> Shleifer, A., Vishny, R. Management entrenchment: The case of manager-specific assets // *Journal of Financial Economics*, 1989. Vol. 25.

подразделения фирмы<sup>23</sup>. Отсюда следует, что в диверсифицированной фирме целесообразна четкая специализация отдельных ее подразделений.

2. *Воздействие через значимость прав контроля, эффективность ex post сделок.* Речь идет, в частности, о влиянии системы корпоративного управления на выполнение положений теоремы Коуза для ex post сделок. От системы корпоративного управления зависит степень информационной асимметрии сторон, уровень координационных издержек, жесткость испытываемых сторонами ограничений ликвидности.

Например, если права контроля распределены между большим и рассеянным множеством субъектов (например, акционеров большинства публично торгуемых компаний), так называемая «проблема безбилетника» (free-rider problem) может препятствовать эффективным действиям, даже если права собственности хорошо специфицированы и являются объектом купли-продажи<sup>24</sup>.

Распределение прав контроля обуславливает, какая сторона должна выплачивать компенсирующий трансфер за уступку этих прав. Направление трансфера имеет значение, когда одна из сторон в ex post торговле испытывает ограничения ликвидности<sup>25</sup> или когда имеются варианты вложения средств с большей отдачей, чем сулит участие в распределении квазиаренды в рамках рассматриваемой ex post торговли<sup>26</sup>. В обоих случаях заключение эффективной сделки может быть затруднительным. В первом случае, потому что сторона, которая должна выплачивать, не имеет ресурсов. Во втором случае, стремление получить средства путем продажи прав контроля чревато такими ущербами в перераспределении этих прав, что они перекроют эффект от альтернативного вложения средств.

Существенное значение для результатов производства имеет эффективность реализации прав контроля. «Проблема безбилетника» уже была отмечена. Трудности вызывает и расхождение интересов партнеров, имеющих права контроля. Показано, например, что издержки от перемещения прав контроля к работникам оказываются более высокими, когда работники существенно отличаются по профессиональным

---

<sup>23</sup> Rajan, R., Servaes, H., Zingales, L. The cost of diversity: Diversification discount and inefficient investment. University of Chicago working paper. 1997 (<http://gsblgz.uchicago.edu>).

<sup>24</sup> Grossman, S., Hart, O. Takeovers bids, the free rider problems and the theory of the corporation // Bell Journal of Economics, 1980. Vol. 11.

<sup>25</sup> Aghion, P., Bolton, P. An incomplete contract approach to financial contracting // Review of Economic Studies, 1992. Vol. 59.

<sup>26</sup> Rajan, R., Zingales, L. The tyranny of the inefficient: An enquiry into the adverse consequences of power struggles. NBER working paper # 5396, 1996 (<http://gsblgz.uchicago.edu>).

навыкам, стажу<sup>27</sup>. Этот вывод согласуется с наблюдениями, что на практике права контроля чаще распределены между субъектами с относительно близкими интересами.

*3. Воздействие через распределение риска.* Если отдельные партнеры имеют различную склонность к риску (либо различные возможности диверсифицировать или застраховать риск), то их совокупные результаты, включая совокупную прибыль, зависят от способности системы корпоративного управления смещать риск в сторону наиболее склонного к нему партнера. Эта идея - краеугольный камень Фамы-Дженсена анализа организационной структуры и корпоративного управления<sup>28</sup>.

Различные системы управления сами могут генерировать риск. Допустим, что общая сумма произведенной прибыли является постоянной. Это не исключает стохастичности величины вознаграждения каждой из сторон, если структура управления такова, что итог торга между ними по поводу распределения этой прибыли имеет стохастический характер. Например, контракт страхования жизни, заключенный в номинальных долларах, - своего рода пари между держателем полиса и компанией страхования относительно будущего темпа инфляции. Этот дополнительный "управленческий" риск (в данном случае, созданный контрактом, а вообще - созданный структурой управления) уменьшает ценность общей прибыли, если стороны не склонны к риску и не могут его диверсифицировать.

Итак, *целями системы корпоративного управления должны быть: 1) максимизация стимулов для увеличивающих ценность инвестиций при уменьшении стимулов к неэффективному приобретению прав контроля; 2) максимизация эффективности ex post сделок; 3) минимизация "управленческого" риска и перемещение остаточного риска к наименее опасаемому риску партнеру.*

### **5.7. Эффективное распределение прав контроля**

Структура прав контроля призвана стимулировать инвестиции, обеспечивающие максимизацию совокупных результатов производства, а не только их синергическую составляющую, т.е. квази-ренту. Применительно к задаче стимулирования эффективных инвестиций в условиях неполноты контрактов вопрос о том, кто должен контролировать корпорацию, может быть переформулирован следующим образом. Чьи инвестиции нуждаются в большей защите в ex post торговле? Права контроля –

---

<sup>27</sup> Hansmann, H. The Ownership of Enterprise. - Cambridge MA: Belknap Harvard, 1996.

средство защиты интересов обладателя этих прав при распределении результатов инвестиций.

В контрактной концепции, фирма "является только юридической фикцией, которая служит центром сложного процесса, в котором противоречивые цели индивидуумов ... приведены в равновесие на основе договорных отношений"<sup>29</sup>. Согласно этому представлению, своими контрактами полностью защищены все стороны договоров за исключением акционеров, получающих остаточное вознаграждение. Поэтому акционеры нуждаются в гарантированной защите через контроль.

При всей популярности этого объяснения его нельзя признать удовлетворительным. Договорная защита сторон контракта обеспечена настолько, насколько полны контракты. Но если контракты полные, то утверждение о контроле со стороны акционеров бессмысленно. В мире полных контрактов все решения приняты *ex ante*. Представлению о полной договорной защите противоречит практика дебатов о курсе действий компании уже после заключения договоров.

Из неполноты контрактов (необходимого условия постдоговорного контроля в руках акционеров) вытекает, что и все другие стороны не являются полностью защищенными договорными отношениями. На самом деле здесь следует задаться вопросом, почему акционеры нуждаются в большей защите, чем другие стороны в совокупности контрактов, формирующей фирму.

По мнению Зингалеса, наиболее убедительным оправданием контроля со стороны акционеров (или более обще - инвесторов) является то, что другие заинтересованные лица наряду с защитой через контракты имеют иные источники *ex post* власти, обеспечивающие соблюдение их интересов. Для менеджеров таким источником власти может быть доступная только им информация. Чем менее концентрированной является акционерная собственность, тем больше возможностей у менеджеров для удовлетворения собственных интересов, не прибегая к участию в акционерном капитале<sup>30</sup>.

---

<sup>28</sup> Fama, E., Jensen, M.C. Separation of ownership and control // *Journal of Law and Economics*, 1983. Vol. 26; Fama, E., Jensen, M.C. Agency problems and residual claims // *Journal of Law and Economics*, 1983. Vol. 26.

<sup>29</sup> Jensen, M. C., Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Capital Structure // *Journal of Financial Economics*, 1976. Vol. 3.

<sup>30</sup> Zingales, L. *Op. cit.*

Как указывает Уильямсон, поставщики финансовых ресурсов имеют с фирмой уникальные отношения: все их инвестиции в нее потенциально подвергаются риску невозврата. Напротив, производственные активы (основные производственные сооружения и оборудование, человеческий капитал) поставщиков сырья, труда, полуфабрикатов, электроэнергии, и т.п. обычно остаются в их владении. По сути, поставщики финансовых ресурсов подвергаются риску двух типов: во-первых, они поставляют покупательную силу общего назначения, которая может быть просто растратчена или экспроприирована иным способом; во-вторых, эти средства могут быть использованы для поддержки инвестиций фирмы в специфические активы. Хотя поставщики труда, сырья, полуфабрикатов сталкиваются с рисками второго типа, вероятность возникновения риска первого типа обычно ограничена объемом предоставленных краткосрочных кредитов. Кроме того, акционеры являются единственными добровольными контрагентами корпорации, чьи отношения с ней не становятся объектом периодического возобновления. Акционеры осуществляют инвестиции на срок жизни фирмы и в случае ее ликвидации они оказываются в конце очереди претендентов на имущество<sup>31</sup>.

Представленные обстоятельства – основание для претензий акционеров на остаточные права контроля. Однако отсюда еще не следует, что все эти права должны быть сконцентрированы у акционеров.

В качестве претендентов на такие права Райан и Зингалес рассматривают всех участников совокупности специализированных инвестиций, составляющих фирму. Они обращают внимание на то, что остаточное право контроля над активом всегда увеличивает долю прибыли, достаемую его владельцу (имеющему возможность уйти с активом), но не обязательно повышает заинтересованность в углублении специализации актива. Поскольку специализированный актив менее ценен вне отношений, к которым он приспособлен, специализация уменьшает внешние возможности владельца и, таким образом, его долю квази-ренды. Исходя из того, что обладание правами контроля над активом не создает стимулов к его специализации, Райан и Зингалес фактически обосновывают целесообразность отделения прав на специализацию активов (на определение путей использования ресурсов) от других прав контроля (прав на долю в доходах). В качестве наилучшего предстает вариант, когда

---

<sup>31</sup> См. Уильямсон О.И. Цит. соч. С. 482-483.

остаточным правом контроля располагают агенты, нуждающиеся в защите своих инвестиций, но слабо контролирующая степень специализации активов<sup>32</sup>.

Роль органа, которому делегируются права на специализацию активов, отводится совету директоров корпорации. Отмечается, что этот орган не должен быть простым агентом, обязанным повиноваться принципалу (руководителю), но призван иметь определенную свободу действий в интересах фирмы, а не только ее акционеров<sup>33</sup>. Можно допустить, что способом ориентации совета директоров на интересы фирмы является включение в его состав всех участников специализированных инвестиций. Однако уменьшение влияния на совет директоров со стороны акционеров-поставщиков финансовых ресурсов ограничивает возможности финансирования корпоративного развития за счет акционерного капитала.

Другим способом финансирования является использование заемных средств. Когда этот способ является основным, то, как видно на примере японской экономики, может меняться роль акционерных отношений. Из механизма финансирования корпоративного развития они превращаются в инструмент стабилизации деловых отношений<sup>34</sup>. При такой роли акционерных отношений естественно вхождение поставщиков и потребителей корпорации в состав ее акционеров. Взаимоучастие поставщиков и потребителей в акционерном капитале снижает риск специализированных инвестиций во всех звеньях технологической цепочки.

При широком использовании банковских кредитов остаточные права контроля обеспечиваются банку не только договорными источниками власти (кредитным договором, участием в акционерном капитале заемщика). В качестве недоговорного источника власти может выступать наблюдение (мониторинг) за расчетными операциями клиента.

В условиях инновационной конкуренции с риском сопряжено не только осуществление специализированных инвестиций, но и воздержание от них. В поиске поставщиков корпорации вынуждены учитывать не только цены текущих поставок, но и готовность партнеров к регулярной модернизации своей продукции, наличие у них соответствующих научно-технических заделов.

Логика, в соответствии с которой специализация активов уменьшает долю квази-ренды, достаемой собственнику (обладателю остаточных прав контроля) этих

---

<sup>32</sup> Rajan, R., Zingales, L. Power in a theory of the Firm.

<sup>33</sup> Blair, M.M., Stout, L. A theory of corporation law as a response to contracting problems in team production. Brookings Institution Working Paper, 1997 (<http://www.brook.edu>).

активов, отвечает ситуации, когда на такую специализацию идет лишь часть партнеров по специализированным контрактам. При осуществлении специализированных инвестиций всеми партнерами изменение доли квази-ренды каждого из них не столь однозначно. Кроме того, уровень специализации активов влияет на абсолютную величину квази-ренды. Стимулом специализированных инвестиций может выступать не столько относительная доля квази-ренды, сколько абсолютная величина этой доли.

Если в корпоративном управлении в рамках финансово-промышленных групп заметную роль в защите специализированных инвестиций от *ex post* конфискации играют акционерные связи и банковский мониторинг, то при интеграции в сетевые промышленные организации (*industrial networks*) на первый план выходят симметричная взаимозависимость и взаимодоверие деловых партнеров.

### **5.8. Достоинства и недостатки совместного контроля**

Вхождение заинтересованных лиц в состав акционеров корпорации означает совместный контроль этих лиц над корпорацией. Совместные предприятия, партнерства (товарищества) могут рассматриваться как сообщества заинтересованных лиц в той мере, в какой партнеры с различными интересами вместе контролируют некоторое важное для них производство.

Тиrole относит к достоинствам совместного предприятия то, что ему легче пополнить свой капитал за счет контролирующих предприятие потребителей его продукции<sup>35</sup>. Вместе с тем, отмечается, что совместный контроль не является универсальным принципом эффективного распределения прав контроля между заинтересованными лицами. Многочисленные наблюдения показывают, что разнородность интересов партнеров совместного предприятия отрицательно сказывается на его эффективности. Конфликты интересов среди партнеров создают недоверие и ведут к тупикам в процессе принятия решений. Такие тупики могут быть объяснены асимметрией информации, но могут возникнуть и вследствие недостатка средств у некоторых из сторон для компенсационных платежей, сопутствующих балансировке интересов. Это условия, в которых теорема Коуза оказывается недееспособной.

Можно представить, что структуры, альтернативные совместному предприятию, также действуют плохо при больших различиях в целях у потребителей общего

---

<sup>34</sup> Окумура Х. Корпоративный капитализм в Японии. – М.: Мысль, 1986. С. 200.

<sup>35</sup> Tirole, J. *Op. cit.*

ресурса. Например, рабочим и акционерам может быть трудно прийти к соглашению из-за конфликта интересов. Однако это не подразумевает, что контроль акционеров удовлетворительно решит соответствующий конфликт. При конфликте интересов совместный контроль, защищая различных заинтересованных лиц, может оказаться меньшим злом.

Если интересы заинтересованных лиц слишком противоречивы для организации эффективного совместного контроля, прибегают к контролю лишь некоторых из этих лиц (неразделенный контроль). Однако принимаемые при таком контроле решения носят смещенный (в сторону интересов контролирующего лица) характер. Издержки этого смещения особенно велики, когда интересы весьма противоречивы. В этом случае можно использовать договорный механизм для уменьшения экстерналий, вызванных таким смещенным выбором. Когда учет внешних эффектов не обеспечивается частными соглашениями, юридические и другие регулирующие внешние условия должны занять их место.

Тироль выделяет два пути обеспечения договорной защиты для неконтролирующих заинтересованных лиц<sup>36</sup>. Первый – установка ограничений на действия контролирующего лица, вплоть до запрета тех действий, что наиболее вероятно повлекут сильные отрицательные внешние эффекты для других заинтересованных лиц. Это сужение возможностей ведет к определенным потерям для контролирующего лица, но все же может оставлять простор для выгодных ему действий.

Второй путь – минимизация чувствительности неконтролирующих лиц к принятию смещенных решений. Если, например, решения принимаются акционерами, необходимы меры по снижению чувствительности кредиторов к действиям акционеров. Кредиторы обычно предъявляют к результатам проекта фиксированные требования, а имущественный залог помогает ограничить потенциальные потери кредиторов в случае невозврата долга. Кроме того, долговые контракты часто обеспечивают кредиторам возможность выхода до момента достижения конечных результатов проекта. Наиболее очевидный вариант здесь – краткосрочное кредитование, сохраняющее за кредитором возможность выбора между возобновлением кредита и выходом из дела, если плохие новости накапливаются. Долг, конвертируемый в акции, также защищает кредитора от чрезмерно рискованных действий акционеров.

---

<sup>36</sup> Tirole, J. Ibidem.

### 5.9. Стимулирование действий управляющих в интересах сообщества заинтересованных лиц

Коль скоро управляющие (менеджеры) входят в круг заинтересованных лиц, можно говорить о согласовании интересов менеджеров и остальных заинтересованных лиц. Тироль исходит из того, что для действий фирмы в интересах сообщества заинтересованных лиц, стимулы управляющих должны быть привязаны к сумме выгод заинтересованных лиц в большей мере, чем к выгодами собственников<sup>37</sup>.

Такая постановка вопроса отвечает подходу к акционерным отношениям как к механизму финансирования корпоративного развития. При использовании этих отношений главным образом для стабилизации деловых связей дистанцирование управляющих от собственников становится не столь актуальным.

Вхождение поставщиков и потребителей, других заинтересованных лиц в состав совета директоров корпорации накладывает отпечаток на приоритеты ее деятельности. Первостепенное внимание к прибыли и рыночной стоимости фирмы (стоимости для акционеров) может смениться ориентацией на благосостояние заинтересованных лиц. Стимулирование управляющих в пользу сообщества заинтересованных лиц обеспечилось бы вознаграждением управляющих на основе некоторой меры совокупного благосостояния этих лиц (включая инвесторов).

Однако, как справедливо отмечает Тироль, оценить вклад фирмы в благосостояние служащих, поставщиков, или клиентов труднее, чем измерить ее доходность. С одной стороны, не имеется никакой внутрифирменной бухгалтерской или статистической меры учета этого благосостояния, хотя в некоторых случаях можно найти некоторые несовершенные частные оценки (например, по числу уволенных). С другой стороны, влияние прошлых и текущих управленческих решений на будущее благосостояние заинтересованных лиц не получает и рыночной оценки; то есть отсутствует аналог измерения ценности активов рынком акций. Занятость, поставки или другие отношения с фирмой не котируются на ликвидных рынках. Если же вознаграждение менеджеров будет устанавливаться в пропорции к некоторой ненадежной мере благосостояния заинтересованных лиц, это может создать широкий простор для оппортунистических действий со стороны менеджеров. Управляющие почти всегда могут оправдать любое действие, ссылаясь на его значение для благосостояния некоторого «соучастника».

---

<sup>37</sup> Tirole, J. Ibidem.

Предпочтительным в таких условиях становится стимулирование менеджеров не столько возможностью больше заработать, сколько продвижением по службе, карьерным ростом. Это стимулирование носит не пропорциональный (зависимость дохода от результатов деятельности на данном рабочем месте), а скорее статусный пакетный характер, что близко к советской системе стимулирования управляющих.

Тириоль обращает внимание на определенное соответствие во французском, немецком и японском сообществах между уважительным отношением к заинтересованным лицам и низкой интенсивностью стимулирования менеджеров в этих странах.

### **5.10. Многообразие и эволюция моделей корпоративной собственности и управления**

Как отмечено в Принципах корпоративного управления ОЭСР, не существует единой модели надлежащего корпоративного управления. В литературе чаще всего выделяются германская (континентально-европейская), англо-американская и японская корпоративные модели. Принципиальные отличия между корпоративной собственностью в Германии и США представлены в таблице.

Различия между моделями корпоративного управления США и Германии		
	США	Германия
1. Трактовка участников корпоративных отношений	Доминирующие участники – акционеры и кредиторы	Сообщество заинтересованных лиц
2. Ведущие механизмы корпоративного управления	Внешние	Внутренние
3. Структура акционерного капитала	"Распыленная"	Концентрированная
4. Роль финансовых институтов	Пассивная	Активная

Своеобразие принятых в разных странах систем корпоративной собственности и корпоративного управления связано, прежде всего, с трактовкой того, какие группы и структуры могут считаться участниками корпоративных отношений. Фундаментальные расхождения между корпоративными системами континентально-европейскими и японскими, с одной стороны, и англо-американскими – с другой, обусловлены различиями в роли, которая отводится корпоративной собственности. В англо-американской ее модели корпорация предстает лишь инструментом в руках

акционеров. Не удивительно, что популярность концепции стоимости для акционеров намного выше в англо-саксонских странах.

Разница в структуре и способах формирования унитарных советов директоров в англо-американских корпорациях и двухпалатных правлений в Германии основана на глубоких различиях в самой философии корпоративного управления.

Сложившаяся в США система унитарных советов отражает представление о тождественности корпорации и ее акционеров, в связи с чем деятельность во имя корпорации одновременно считается и деятельностью во имя ее акционеров. Между разными группами владельцев акций не проводится никаких различий и считается, что нет никакой необходимости в том, чтобы независимые директора представляли бы интересы той или иной особенной группы акционеров. Реализация такого подхода облегчается при близости интересов акционеров. Она достигается, в частности, при распыленности акционерного капитала. Таким образом, структура акционерного капитала, к которой тяготеет американская модель, сопряжена с характерным для нее отождествлением корпоративных и акционерных интересов.

Германская модель двойного совета основана на представлении о том, что задачи компании не сводятся к служению акционерам: деятельность компании обязана учитывать интересы многочисленных и разных соучастников, которые оказывают на нее влияние и, в свою очередь, становятся объектом влияния компании. Советы директоров корпораций обязаны принимать в расчет не только свою ответственность перед владельцами, но и ответственность владельцев перед "внешней" по отношению к корпорации средой. Сложилась традиция, по которой немецкие компании часто резервируют места в своих советах представителям банков, главным потребителям, поставщикам и представителям общественных организаций.

Системы корпоративного управления в разных странах строятся исходя из конкретных социальных и экономических условий, которые фиксируются в существующих в обществе представлениях об ответственности корпорации и нормах ее деятельности. Такая ответственность отражает ограничения, которые общество налагает на частную собственность в явном или неявном виде.

Существующая в континентальной Европе и Японии модель тяготеет к концентрированной структуре акционерного капитала, когда акции сосредоточены в руках небольшого количества владельцев. Рычаги контроля за деятельностью компании находятся в руках таких акционеров, в то время как внешние системы управления

такие, как поглощение, приобретение, состязания за доверенности и т. д., практически не играют никакой роли.

Укоренившейся в Великобритании и США корпоративной модели свойственна более значительная степень распыленности капитала. Контроль со стороны акционеров осуществляется косвенными способами - через независимых директоров, механизмы банкротств и состязаний за доверенности, и, в особенности, посредством финансовых рынков. О различиях между странами по степени влияния этих рынков на крупнейшие корпорации можно судить по тому, что в США из 400 ведущих компаний 99% фигурируют в листинге фондовой биржи, тогда как в странах ЕС эта доля в среднем составляет 54%<sup>38</sup>.

Если в Германии считают, что экономическая деятельность должна предоставить человеку экономическую безопасность "от колыбели до могилы", и немецкие экономические институты организованы в соответствии с этим принципом, то американцы предпочитают институты, гарантирующие всем возможность попытаться стать богатыми - и оба общества готовы нести издержки, связанные с подобными формами организации.

Германская система основана на представлении об отношениях, построенных на сотрудничестве, которые могут стать объектом взаимоконтроля через механизмы внутренних связей между разными сторонами, включая перекрещивающиеся директораты, взаимоучастие в капитале. Замкнутость связей чревата нарастанием инерционных тенденций. Сильным противоядием против этого является конкуренция на товарном рынке.

В основе американской системы лежит представление об изначально конфликтной сущности интересов разных сторон, которая должна быть снята системой внешних противовесов.

Системы корпоративного управления обнаруживают различия в той роли, которую в деятельности корпораций играют финансовые институты. В Германии банки играют активную роль в контроле за деятельностью корпораций. Это происходит не только потому, что банки являются прямыми владельцами собственности корпораций, но и потому, что они являются хранителями собственности отдельных акционеров и их доверенными лицами на собраниях акционеров.

---

<sup>38</sup> Moorland, P. Theory of the Publicly Held Firm and Corporate Governance Structures / Essays in Honour of C. I. van der Weijden. - Rotterdam: Erasmus University Rotterdam, 1996.

В Великобритании и США функция институционального владения акционерным капиталом обычно закрепляется за такими финансовыми институтами как пенсионные фонды и взаимные фонды. Часто отмечается, что американским финансовым институтам контролировать фирмы, в которые они вкладывают капитал, мешают регулирующие и налоговые инструкции, ограничения на инсайдерскую торговлю<sup>39</sup>. Здесь институциональные инвесторы уклоняются от участия в советах директоров и действуют главным образом как краткосрочные игроки: 80% от суммарного оборота акций обеспечивают институты, которые владеют ими в среднем 1,9 года, тогда как в Японии квази-постоянное владение превращает институты в долгосрочных игроков.

Поскольку отличия между преобладающими в разных странах моделями корпоративного управления коренятся в своеобразии правовых систем, институциональных структур и традиций разных странах мира, для воспроизводства различных подходов к корпоративной собственности имеются прочные основания.

Вместе с тем, влияние названных условий на корпоративную собственность не является жестким. Так, в Японии значительная часть крупных компаний не имеет четкой принадлежности к финансово-промышленной группе. В США наряду с компаниями с распыленным акционерным капиталом существуют корпорации с высокой долей отдельных собственников. Это относится, например, к такой известной компании как Microsoft. Правомерно говорить о сосуществовании моделей корпоративного управления в рамках отдельной экономики. В этом смысле национальная модель корпоративного управления - доминирующая модель. Эволюция корпоративного управления происходит в значительной мере в форме изменения пропорций между сосуществующими его моделями.

Так, среди новых тенденций в развитии акционерной собственности в США - частичный отход американских институциональных инвесторов от «правила Уолл-стрита» (Wall Street rule): когда управляющие фондом не удовлетворены решениями компании, акции которой они держат, они не предъявляют претензий, а просто продают акции. Под влиянием решений Министерства труда США (1988 г.) и Комиссии по ценным бумагам и биржам (1992 г.) в 90-е годы растет число исключений из этого правила. Институциональные инвесторы обнаруживают интерес к голосованиям на собраниях акционеров. Но в целом, преобладающая в США модель акционерной собственности сохраняет традиционные черты. При общей оценке

---

<sup>39</sup> См., напр., Bhidé. The Hidden Costs of Stock Market Liquidity // Journal of Financial.

ситуации констатируется преобладание отстраненности финансовых институтов от реального управления компаниями, владельцами которых они в значительной мере являются, ориентация этих институтов на биржевые спекуляции ценными бумагами. В этих условиях в повестку дня встают меры по обеспечению преимуществ стабильных акционеров перед акционерами-биржевыми спекулянтами. Среди обсуждаемых в США практических предложений такого рода – предоставление на общем собрании акционеров полного права голоса после 2 лет владения акциями.

В разработках Министерства труда США эффективность соотносится с деятельностью компаний, которые, в частности, а) концентрируются на удовлетворении потребностей клиентов, а не только акционеров; б) инвестируют в подготовку и переподготовку кадров с целью развития своих работников как главного ресурса компании, а не рассматривают расходы на рабочую силу лишь как издержки, которые необходимо минимизировать<sup>40</sup>.

#### **5.11. Эмпирические показатели структуры корпоративной собственности в разных странах**

Хотя многие исследования корпоративной собственности ориентированы на модель Берли и Минза, универсальность этой модели, ее соответствие экономическим реалиям уже значительное время подвергаются сомнениям. Неоднократно отмечалось, что даже в США среди крупнейших фирм присутствуют корпорации с заметной концентрацией собственности<sup>41</sup>. Анализ корпоративного управления в семи странах Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) показал наличие крупных акционеров во многих листинговых компаниях континентальной Европы. Одновременно констатирована высокая концентрация собственности среди компаний Великобритании, не являющихся листинговыми<sup>42</sup>.

---

Economics, 1993. Vol. 34.

<sup>40</sup> Приведено по Романова О.А., Ткаченко И.Н. Развитие элементов демократизации в корпоративном управлении (пути и перспективы) / Препринт. – Екатеринбург: Институт экономики УрО РАН, 1999).

<sup>41</sup> Demsetz, H. The structure of ownership and the theory of the firm // Journal of Law and Economics, 1983. Vol. 26; Demsetz, H., Lehn, K. The structure of corporate ownership: Causes and consequences // Journal of Political Economy, 1985. Vol. 93; Shleifer, A., Vishny, R. Large shareholders and corporate control // Journal of Political Economy, 1986. Vol. 94; Morck, R., Shleifer, A., Vishny, R. Management ownership and market valuation: An empirical analysis // Journal of Financial Economics, 1988. Vol. 20.

<sup>42</sup> European Corporate Governance Network, The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries, 1997 ([www.ecgn.org](http://www.ecgn.org)).

Широкое исследование современной структуры корпоративной собственности, охватывающее по 10 самых крупных публичных фирмы в 49 странах, предприняли Ла Порта, Лопес-де-Салинас, Шлейфер и Виши<sup>43</sup>. В статье 1999 г. первые из трех названных исследователей (далее по инициалам их фамилий они обозначаются – LLS) прослеживают имущественные связи и устанавливают реальных владельцев крупнейших и средних компаний 27 наиболее развитых стран<sup>44</sup>. Выделены пять типов таких владельцев: 1) физические лица и семьи, 2) государство, 3) финансовые институты типа банков и страховых компаний, 4) корпорации, 5) другие (кооперативы, трасты или группы без отдельного управляющего инвестора). При этом отслеживание имущественных связей доводится до уровня, на котором владельцы типа 3 и 4 имеют «распыленную» собственность.

Корпорация рассматривается LLS как имеющая контролирующего акционера, если прямые и косвенные права голоса этого акционера в данной корпорации превышают 20%. Акционер имеет  $x$ -процентный косвенный контроль над фирмой А, если он непосредственно контролирует фирму В, которая, в свою очередь, непосредственно управляет  $x\%$  голосов в фирме А; или же он непосредственно контролирует фирму С, которая в свою очередь через контролируемую цепочку фирм в конечном счете контролирует  $x\%$  голосов в фирме А. Наряду с контролем на уровне 20% голосующих акций, LLS отслеживают цепочки контроля на уровне 10%.

Корпорация имеет распыленную собственность, если у нее отсутствуют контролирующие акционеры.

Корпорация имеет пирамидальную структуру собственности (по критерию 20% контроля), если она имеет контролирующего акционера, и существует по крайней мере одна публичная компания между рассматриваемой корпорацией и контролирующим акционером в цепочке с 20% правами голоса.

Корпорация А имеет перекрестную собственность (взаимоучастие в капитале), если владеет акциями своего контролирующего акционера или какой-либо компании из контролирующей цепочки, связывающей этого акционера и рассматриваемую фирму.

LLS установили, что (при оценке по двадцатипроцентному уровню контроля) среди крупнейших корпораций 36% фирм имеют распыленную собственность, 30% характеризуются семейным типом контроля, 18% контролируются государством, а

---

<sup>43</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer A., Vishny, R. Law and Finance // Journal of Political Economy, 1998. Vol. 106.

остальные фирмы имеют владельцев типов 3)-5). Когда у корпорации несколько контролирующих акционеров, тип контроля определяется по характеру акционера с наибольшим количеством голосов. Вопрос о типе контроля возникает только для 25% фирм с нераспыленной собственностью.

Самая высокая доля корпораций с распыленной собственностью обнаруживается в Великобритании (100%), Японии (90%) и США (80%). Наиболее высокий уровень семейного контроля в Мексике (100%), Гонконге (70%) и Аргентине (65%). Доля фирм, контролируемых государством, высока в Австрии (70%), Сингапуре (45%), Израиле и Италии (по 40%).

Анализ фирм, контролирующим акционером в которых являются семьи, показывает, что в 69 случаях из 100 этот акционер занимает одновременно одну из следующих позиций: главный администратор, почетный президент, председатель или вице-председатель правления.

При ориентации на десятипроцентный уровень контроля только 24% крупнейших фирм оказываются с распыленной собственностью, 35% контролируются семьями, 20% - государством. При этом доля фирм с распыленной собственностью в Японии сокращается до 50% (в США – 80%, Великобритании – 90%).

Если обратиться к фирмам среднего размера, то при двадцатипроцентном уровне контроля 24% фирм имеют распыленную собственность, 45% контролируются семьями и 15% государством. При десятипроцентном уровне контроля доля фирм с распыленной собственностью среди фирм среднего размера сокращается до 11%, контролируемых семьями возрастает до 53%, государством - до 16%.

При двадцатипроцентном уровне контроля наибольшая доля компаний с пирамидальной структурой собственности наблюдается в Бельгии (79%), Швеции (53%), Израиле (53%), Австрии (47%), а с перекрестной собственностью - в Германии (20%), Австрии (15%), Швеции, Австралии, Сингапуре (по 10%), Республике Корея (5%).

LLS отмечают относительную редкость ситуаций, когда контролирующим акционером оказывается финансовый институт. Среди крупнейших корпораций доля фирм с такими акционерами при двадцатипроцентном уровне контроля составляет 5% (в Бельгии – 30%, Германии, Португалии, Швеции – по 15%), при десятипроцентном уровне – 8% (в Бельгии – 35%, Швеции – 30%, Германии и Финляндии – по 25%).

---

<sup>44</sup> La Porta, R., Lopez-de-Silanes, F., Shleifer, A. Corporate Ownership Around the World //

Среди средних фирм доля контролируемых финансовыми институтами при двадцатипроцентном уровне контроля равна всего 4% (в Испании – 40%, Франции и Германии - по 20%, в Финляндии, Бельгии и Норвегии - по 10%). При десятипроцентном уровне контроля доля фирм, контролируемых финансовыми институтами превышает 6% (в Испании – 40%, Германии – 30%, Бельгии, Финляндии, Франции – 20%).

В целом результаты LLS свидетельствуют о сосуществовании разных типов контроля над акционерной собственностью и о широком варьировании по странам соотношения между этими типами. Распыленность собственности, отделение собственности от управления (американская модель корпоративной собственности), о чем писали Берли и Минз, не является общим правилом. Большинство фирм имеет доминирующего владельца. Кроме того, такой акционер часто вовлечен в управление фирмой. Это особенно заметно в фирмах, контролируемых семьями.

В контексте дискуссий об эффективности отдельных моделей корпоративной собственности большой интерес представляет эмпирический анализ связи между уровнем подушевого дохода и долей фирм с распыленной структурой акционерного капитала. Как показывают LLS, эти доли в группах стран с относительно высоким и относительно низким доходом весьма близки. Таким образом, сама по себе ориентация на американскую модель корпоративной собственности не является гарантией роста подушевого дохода.

Германская модель корпоративной собственности с активным участием финансовых институтов в управлении предстает в исследовании LLS малораспространенной. Однако о реальных масштабах влияния банков следует судить, ориентируясь не только на доли в акционерном капитале. Это влияние во многом основывается на кредитных связях, на информации банков, извлекаемой из обслуживания текущих операций клиентов.

Фактически искаженную оценку получают в исследовании LLS корпоративные структуры, где контрольный пакет акций размещен относительно небольшими долями в конкретном круге стабильных акционеров. Такого рода реальная концентрация акционерного капитала в рамках бизнес-групп, характерная для японских keiretsu, подпадает под используемую LLS трактовку распыленной собственности.

Как признают LLS, их оценки распространенности компаний с распыленной собственностью могут быть подвергнуты ревизии с учетом известного мнения о том, что чем больше фирма, тем меньшая доля акций обеспечивает контроль над нею.

Вовлеченность собственника в управление обеспечивает ему степень контроля над корпорацией, превышающую его долю в ее акционерном капитале. С учетом реальной структуры корпоративной собственности проблема отделения акционеров от управления предстает в новом свете. Конфликт между управляющими и распыленными акционерами перемещается на второй план. На первый выходят отношения между крупными акционерами, между такими акционерами и менеджерами, между контролирующими акционерами, участвующими в управлении, и миноритарными акционерами. Когда контролирующий акционер является и управляющим, возникает угроза экспроприации миноритарных акционеров контролирующими.

При концентрации собственности в корпоративном управлении происходит смещение акцентов с механизмов типа советов директоров, общих собраний акционеров, перехватов власти к более широкому набору средств, включая пирамидальную структуру собственности, корпоративные сети с перекрестной собственностью и др. Модифицируется рынок корпоративного контроля: ограничиваются возможности враждебных поглощений, анонимные сделки уступают место двусторонним переговорам<sup>45</sup>.

В фокусе теоретических и эмпирических исследований корпоративной собственности все чаще оказывается связь моделей корпоративного управления и механизмов защиты прав собственности и договорных обязательств, многообразие таких механизмов.

Многообразие корпоративной собственности, сосуществование разных моделей корпоративного управления даже в рамках одной страны свидетельствуют о необходимости выявления не столько абсолютных, сколько относительных преимуществ этих моделей, раскрытия влияния на их эффективность отраслевых особенностей, стадий жизненного цикла отраслей и технологий.

---

<sup>45</sup> Berglöf, E., Thadden, E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. CEPR. Working Paper Number 263. June 1999.