Институт экономики переходного периода

Научные труды № 104Р

Внешние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы

Москва
ИЭПП
2007

УДК 005.33-024.62
ББК 65.291.21-12

В60 **Внешние механизмы корпоративного управления** – М.: ИЭПП, 2007. – 301 с.: ил. – (Научные труды/ Ин-т экономики переход. периода. № 104Р). – ISBN 978-5-93255-193-6.
Агентство CIP РГБ

Авторский коллектив: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Абрамов А.Е., Межераупс И.В., Мальгинов Г.Н., Сизов А.В., Шмелева Н.А.

Целью настоящего исследования является анализ тех внешних механизмов корпоративного управления, которые либо играют определенную роль на практике, либо дают представление о специфике российской модели. В контексте общих проблем институционального окружения рассматриваются прежде всего рыночные механизмы, «встроенные» в современную систему корпоративного управления: финансовые рынки, рынок корпоративного контроля, банкротства. Для 2000-х годов особое значение приобретают проблемы совершенствования норм добровольного регулирования корпоративного управления и гармонизации корпоративного законодательства, поэтому значительная часть работы посвящена новациям международного регулирования стандартов корпоративного управления.

External Mechanisms of Corporate Governance / Radygin A., Entov R., Mejeraoups I., Malginov G., Sizov A., Shmeleva N.

The aim of this research paper is to analyze those external corporate governance mechanisms, which either play a practical role or give an idea about the specifics of the Russian model. In the context of general institutional issues first of all market mechanisms are analyzed, which are “in built” into a modern system of corporate governance: financial markets, corporate control market, bankruptcies. For the 2000’s, issues of improvement of the norms of voluntary regulation of corporate governance and harmonization of corporate legislation take special importance. That is why, considerable part of the research is dedicated to the novations of international regulation of corporate governance standards.

JEL Classification: G30, G38, K22, P27, P31.

Настоящее издание подготовлено по материалам исследовательского проекта Института экономики переходного периода, выполненного в рамках гранта, предоставленного Агентством международного развития США.

УДК 005.33-024.62
ББК 65.291.21-12
ISBN 978-5-93255-193-6 © **Институт экономики переходного периода, 2007**

Содержание

Введение 5

1. Права собственности, корпоративное управление и стабильность институционального окружения 9

2. Финансовые рынки 34

2.1. Финансовые рынки, корпоративное управление и экономический рост 34
2.2. Рыночные механизмы, корпоративное управление и роль информационных потоков 38
2.3. Российский фондовый рынок в системе механизмов корпоративного управления 47

3. Рынок корпоративного контроля 76

3.1. Современные концепции слияний и поглощений и корпоративное управление 76
3.2. Процессы слияний и поглощений 2004–2005 гг.: особенности России 88
3.3. Слияния и поглощения с участием государства 104
3.4. Перспективы регулирования рынка корпоративного контроля 133

4. Банкротства 155

4.1. Банкротство, права собственности и корпоративное управление 155
4.2. Особенности формирования института банкротства в переходных экономиках 174
4.3. Тенденции становления института банкротства в России 184

5. Новации международного регулирования стандартов корпоративного управления 212

6. Особенности наднационального регулирования стандартов корпоративного управления (ЕС) 240

Заключение..... 259

Библиография..... 284

Введение

Формирование и развитие национальных моделей корпоративного управления и контроля является неотъемлемой частью институциональных изменений в странах с переходной экономикой[1]. Одним из ключевых понятий при анализе проблематики корпоративного управления является *стабильность* институционального окружения[2]. Применительно к России следует учесть проблему действия факторов постсоциалистической рецессии (см. (*Гайдар, 2003*)). Ситуация осложняется еще и тем, что в течение относительно долгого периода времени объективно сохраняют свое значение некоторые социалистические институты (проблема социалистического наследия). Для условий России 1990-х гг. следует также принять во внимание такие факторы, как политическая нестабильность и слабость власти. В 2000-е годы на первый план выходит проблема дееспособности судебной системы, инфорсмента контрактных прав и защиты прав собственности.

Тем не менее проблема политической стабильности по ряду оценок остается одной из наиболее актуальных и в 2004–2006 гг.[3] Внеэкономические мотивы тех или иных правоприменительных

---

[1] Данное исследование продолжает цикл работ, подготовленных в рамках проектов 2004–2005 гг.: «Институциональные изменения и экономический рост», «Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления», «Саморегулирование в системе корпоративных отношений» (ИЭПП – AMR США). Ряд разделов данной работы был представлен как отдельные доклады на секции «Приватизация и корпоративное управление» Международной конференции «Переходные экономики в постиндустриальном мире: вызовы десятилетия», проходившей в Москве 20–21 марта 2006 г.

[2] В частности, О. Уильямсон предлагает различать институциональные соглашения или упорядоченность (institutional arrangement) и институциональное окружение (institutional environment). Институциональное окружение характеризует общую устойчивость сложившихся структур собственности и правил присвоения на протяжении всего периода осуществления долгосрочных инвестиций. Указанное понятие включает также требования политической и правовой устойчивости, достаточной дееспособности судебной системы и изменения в культуре контрактов и «характеристиках доверия» («credibility features»). (См. (*Williamson, 1993, p. 36–63*)).

[3] Так, ухудшение политической обстановки в стране указывается в качестве одного из основных факторов общей нестабильности экономики половиной опрошенных предпринимателей в декабре 2004 г. (проект Ассоциации менеджеров России «Индекс деловой активности»). См. на www.amr.ru.

действий, проявляющиеся в том числе в виде выборочного (заказного) инфорсмента, отнюдь не утратили своей значимости при выборе объектов. При этом выявление политико-правовых условий, формирующих оптимальное институциональное окружение, представляет собой достаточно сложную задачу. Принципиальное значение в условиях переходной экономики имеет последовательная и ясная политика государства как гаранта прав собственности (прав акционеров в системе корпоративных отношений) и регулятора процесса образования, по крайней мере, формальных эффективных институтов. Как показывает практика России последних лет, деятельность (или, в ряде сфер, бездействие) государственных структур в большей степени носит дестабилизирующий характер для формирования эффективной и цельной модели корпоративного управления.

Движущими силами современной реформы корпоративного законодательства, охватившей многие страны мира, объективно являются интернационализация и конкуренция, быстрый рост числа акционеров и изменения в их структуре, появление новых отраслей, развитие финансовых рынков и новых технологий. Все в большей степени влияют на традиционное законодательство различные национальные и международные кодексы корпоративного управления, появившиеся в 1990-е – начале 2000-х годов. Скандалы, связанные с рядом крупных компаний, инвестиционных банков и аудиторских фирм многих стран мира, придали новый импульс дискуссии о реформе корпоративного управления уже во второй половине 2000-х годов. Значимость проблемы подчеркивается тем, что вопросы реформы корпоративного управления вышли за национальные рамки и стали предметом внимания ОЭСР (Принципы корпоративного управления, 1999 г., в редакции 2004 г.), ЕС (деятельность группы экспертов по реформе законодательства о компаниях 2001–2002 гг., разработка Плана действий 2003 г.), встреч «большой восьмерки» 2000-х годов.

Для России – как и для других переходных экономик – характерной является определенная эволюция как объективных экономико-правовых особенностей, так и восприятия данного института различными заинтересованными субъектами, в том числе под влиянием современных общемировых процессов обновления, взаимо-

проникновения и относительной гармонизации стандартов корпоративного управления. Ключевой задачей на перспективу применительно к России является тонкая «настройка» существующей модели в соответствии с реалиями российской переходной экономики. Проблема дальнейшего развития законодательных норм корпоративного управления нуждается в комплексном решении, основанном не только на ужесточении мер ответственности различных хозяйственных субъектов (значимость которых минимизируется системной коррупцией), но прежде всего на понимании реальных механизмов и особенностей функционирования современных моделей корпоративного управления. В этой связи особенно актуальной становится потребность комплексного анализа всего спектра механизмов корпоративного управления, как внутренних, так и внешних, с точки зрения их адекватности сложившимся экономическим реалиям, а также оценка перспектив их возможного использования при совершенствовании законодательства о компаниях (корпоративного законодательства) в России.

Под внешним и внутренним механизмами корпоративного управления традиционно понимаются соответственно воздействие внешней среды (внешние механизмы) и внутренние механизмы управления в корпорации (совет директоров, участие работников в управлении, участие банков в управлении). К внешним механизмам, помимо корпоративного законодательства, обычно относят контроль финансового рынка, банкротство корпорации при ошибочной политике менеджеров на товарных рынках, рынок корпоративного контроля (угроза враждебного поглощения и смены менеджеров). Некоторые исследователи относят к внешним механизмам также борьбу за доверенности акционеров для голосования на собраниях акционеров (выборах совета директоров)[4].

Основной целью настоящего исследования является анализ тех внешних механизмов корпоративного управления, которые либо играют определенную роль на практике, либо дают представление о специфике российской модели.

Первый раздел посвящен наиболее общим проблемам стабильности институционального окружения, прежде всего в контексте прав собственности и корпоративного управления. Анализ эф-

[4] Подробно см.: (*Радыгин, 2002а*); (*Radygin, Shmeleva, 2003*).

фектов, в которых проявляется активное влияние финансовых операций на развитие реального сектора, позволяет конкретней выделить рыночные механизмы, «встроенные» в современную систему корпоративного управления. Соответственно, во *втором разделе*, посвященном финансовым рынкам, рассматриваются проблемы взаимосвязи финансовых рынков, корпоративного управления и экономического роста, а также рыночных механизмов и информационных потоков. Особое внимание уделяется проблемам, факторам роста и перспективам функционирования российского фондового рынка. В *третьем разделе*, посвященном рынку корпоративного контроля, рассматриваются современные концепции слияний и поглощений, в том числе в контексте корпоративного управления, анализируются особенности процессов слияний и поглощений в 2004–2005 гг. Особое внимание уделяется тенденции к усилению имущественной экспансии государства в середине 2000-х годов и перспективам регулирования рынка корпоративного контроля в России. *Четвертый раздел* затрагивает проблематику банкротства – как в контексте общих проблем прав собственности и корпоративного управления, так и в прикладном ключе. В частности, рассматриваются общие особенности развития института банкротства в переходных экономиках и тенденции становления института банкротства в России. Для 2000-х годов особое значение приобретают проблемы совершенствования норм добровольного регулирования корпоративного управления и гармонизации корпоративного законодательства (как значимый современный элемент внешнего регулирования корпоративного управления). В силу этого *пятый и шестой разделы* данной работы посвящены соответственно новациям международного регулирования стандартов корпоративного управления и особенностям наднационального регулирования стандартов корпоративного управления.

1. Права собственности, корпоративное управление и стабильность институционального окружения

Среди актуальных дискуссий последнего времени – проблемы интенсификации и ограничений экономического роста, исчерпания задач посткоммунистической трансформации и соответственно наличия весомых признаков (критериев) завершения переходного периода в экономике России. Аргументированное обсуждение указанных проблем предполагает непредвзятую оценку институционального компонента – основных уроков прошедших лет, стадии институционального развития, на которой мы находимся в настоящее время, и задач дальнейшего реформирования на перспективу.

Специфика и скорость институциональных изменений в условиях переходной экономики таковы, что особенности становления того или иного института (институционального соглашения) могут быть поняты только в рамках всей совокупности институциональных изменений в переходной экономике. Вместе с тем ни одно, даже фундаментальное, исследование не может претендовать на решение такой задачи. Когда термин «институт» используется экономистом, значит, речь идет о конкретных «институциональных соглашениях». Точно так же понятие «институциональные изменения» обычно используется применительно к изменениям в каком-либо конкретном «институциональном соглашении», но, как правило, никогда применительно ко всей «институциональной структуре» (*Lin, Nugent, 1995*).

Хорошо известна дискуссия конца 1990-х – начала 2000-х годов, по сути, о забвении и последующем провале институциональных реформ в России (см., напр.: (*Stiglitz, 2002*)). Здесь следует заметить лишь то, что авторы разделяют целесообразность двойственного подхода к проблеме. С одной стороны, функционирование, надежность и эффективность созданных к настоящему времени институтов, включая институты корпоративного управления, вполне закономерно могут вызывать острую критику. С другой стороны, многие не учитывают главную проблему: этих институтов

в советской России практически не было – как на практике, так и в исторической памяти, в отличие от ряда стран Центральной и Восточной Европы (см. (*ИЭПП, 2003, с. 17–18*)).

В этой связи необходимо тем не менее принимать во внимание еще один существенный момент – *эндогенность* как экономических институтов, так и институтов в более широком смысле, которые, по крайней мере частично, детерминированы обществом или его сегментами. Соответственно, вопрос о том, почему одни общества являются более бедными, чем другие, тесно связан с вопросом, почему некоторые общества имеют «худшие экономические институты». Экономические институты имеют значение для экономического роста прежде всего в силу того, что они формируют спектр мотиваций для ключевых экономических агентов (в частности, инвестиции и организация производства), определяют ограничения для их деятельности и формируют тем самым экономические результаты. В этом смысле экономические институты представляют собой определенные общественные решения, имеющие значение в первую очередь в силу их возможных последствий. Так как различные группы и индивиды обычно извлекают выгоду, «эксплуатируя» различные экономические институты, возникает конфликт между различными вариантами общественного выбора, *в конечном счете разрешаемый в пользу групп с большей политической властью*. Распределение политической власти в обществе, в свою очередь, определяется политическими институтами и распределением ресурсов. *Экономические институты, стимулирующие экономический рост, возникают тогда, когда политические институты, во-первых, предоставляют власть тем группам, которые заинтересованы в наличии широко разветвленной системы инфорсмента прав собственности, во-вторых, предусматривают эффективные ограничители для действий властей предержащих, и, в-третьих, когда не существует возможностей для извлечения значимой ренты от пребывания у власти* (см. (*Acemoglu, Johnson, Robinson, 2004*)). Указанные ограничения бесспорны и для соответствующих оценок институциональных изменений в России 1990-х – 2000-х годов.

В 1990-е годы, когда, по крайней мере, применительно к России, можно было говорить о периоде начального формирования

новой институциональной структуры экономики, весьма типичным было использование следующих компонентов (критериев): приватизация, законодательство (объем и качество нового законодательства и правовых институтов), состояние банковского сектора (уровень независимости, деловых навыков и практики размещения кредитных ресурсов, а также уровень надзора и платежной системы) и роль правительства (рыночная ориентация правительства и эффективность управления государственным сектором)[5]. Последующие дополнения носили, на наш взгляд, сугубо специализированный характер. В 2000-е годы данный стандартный набор, к примеру, дополнился всевозможными оценками «качества корпоративного управления» и экономико-правовых факторов развития финансовых рынков. Существенным явлением тем не менее стало заметное возрастание интереса к проблемам эффективности судебной системы и инфорсмента в целом.

В настоящее время с завершением периода первичной и в той или иной мере формальной рецепции традиционных рыночных институтов задача, на наш взгляд, заметно усложняется. С методологической точки зрения наибольшее значение имеет в данной связи понятие *стабильности «институционального окружения»*.

Базовые характеристики стабильности складывающихся хозяйственных отношений, в том числе отношений собственности, рассматриваются в работах О. Уильямсона. Вслед за Л. Дэвисом и Д. Нортом[6] О. Уильямсон (*Williamson, 1993*) предлагает различать институциональные соглашения и институциональное окружение. Институциональное окружение характеризуется следующими основными компонентами:

1) общая устойчивость сложившихся структур собственности и правил присвоения на протяжении всего периода осуществления долгосрочных инвестиций;
2) политическая и правовая устойчивость;
3) дееспособность судебной системы;
4) культура контрактов и «обязательств, внушающих доверие» (credible commitments).

[5] См., напр.: (*World Bank, 1996*); (*EBRD Transition Reports 1999–2005*).
[6] См. (*North, 1981, 1990*).

Проблема стабильности структур собственности и правил присвоения, оборотной стороной которой является проблема защиты прав собственности, для современных реалий России наиболее принципиальна. Известный шотландский философ и экономист Д. Юм утверждал, что никто не может сомневаться, что договор о распределении собственности и о *стабильности обладания ею* – это наиболее необходимое обстоятельство для устройства человеческого общества и что после заключения соответствующего соглашения немногое остается сделать. «Стабильность владения» наравне с «передачей собственности посредством согласия» и «исполнением обещаний», является одним из 3 основных естественных законов (в терминах доктрины естественного права)[7].

Значимость стабильности соответствующих отношений для переходной экономики подчеркивается в некоторых случаях отождествлением институциональных проблем и формирования развитой системы отношений частной собственности. Так, выделяя основные группы социально-экономических проблем, которые стали актуальными с крушением коммунизма и вокруг которых так или иначе разворачиваются соответствующие дискуссии на современном этапе, Е.Т. Гайдар (помимо проблем либерализации, макроэкономической стабилизации и экономического роста) выделяет «институциональные проблемы, т.е. формирование развитой системы отношений частной собственности на руинах “общенародного” монополизма»[8].

При этом выявление политико-правовых условий, формирующих оптимальное институциональное окружение, представляет собой достаточно сложную задачу. Б. Уэйнгаст (*Weingast, 1993*),

---

[7] См. (*Hume, 1739–1740, 1969, p. 578*). См. также (*Фуруботн, Рихтер, 2005, с. 89–91*).

[8] «Здесь оставалось много неясного – как в теории, так и на практике. И ответ на вопрос о той или иной модели развития, о правильном или оптимальном пути приватизации могла дать только практика посткоммунистической трансформации. Определенные дискуссии на эту тему велись примерно с середины 1980-х годов, но внятной программы, разумеется, не было и быть не могло. Единственное, на что можно было опираться, сводилось к известной “теореме Коуза”: не так уж важно, как распределена собственность, важно, чтобы права собственности были четко закреплены. Однако уникальность советского общества, полностью отрицавшего частную собственность и легальное обладание богатством, вызывала серьезные вопросы о применимости стандартных макроэкономических закономерностей при трансформации этой системы». См. (*Гайдар, 2002, с. 1090–1092*).

например, выделяет «фундаментальную политическую дилемму хозяйственной системы», которая с определенными оговорками применима и к современным условиям России: правительство, достаточно сильное для того, чтобы защитить права собственности, оказывается вместе с тем достаточно сильным и для того, чтобы конфисковать собственность своих граждан.

Указанные выше критерии устойчивости (зрелости), сформулированные применительно к институциональному окружению в целом, могут быть оптимальными и при попытке той или иной этапизации трансформационных процессов. Практически ни один из указанных критериев не позволяет пока говорить о достижении относительной зрелости созданных институтов, однако первый этап институционального развития пройден. Тем не менее, хотя сохраняется немало «белых пятен» в сфере формальных институтов (прежде всего – право и инфорсмент), задачи радикальных нововведений в сфере корпоративного права уже отошли на второй план. *Ключевой долгосрочной задачей является обеспечение устойчивости созданного институционального окружения*. Другой принципиальной задачей является обеспечение *адаптивности созданных институтов*, т.е., по сути, задача «точной настройки» в соответствии с меняющимися экономическими реалиями (см. (*Гайдар, 2005*)). Экономический рост будет носить лишь кратковременный конъюнктурный характер, не имея адекватного институционального фундамента. Устойчивая модель корпоративного управления в таком контексте имеет принципиальное значение.

Многочисленные проявления неэффективного функционирования имущественных отношений, обнаруживающихся в посткоммунистических странах после массовой приватизации, были порождены отнюдь не особой приверженностью реформаторов каким-либо теоретическим воззрениям, а скорее *специфическими проблемами самой переходной экономики*. Речь идет прежде всего о глубоком расхождении между формальными правами собственности и реальными возможностями контроля, об отсутствии серьезных санкций, которые неизбежно следовали бы за нарушением контрактных прав и прав собственности, о неэффективности процедур банкротства, существовании легальных и полулегальных

форм перераспределения собственности в пользу лиц, принимающих политические решения, и др.

Еще одним принципиальным для России фактором, обусловившим проявление неэффективности функционирования имущественных отношений (по сравнению с теоретическими представлениями и основанными на них схемами), стало историческое восприятие института собственности – как дореволюционного, так и советского периодов. Приведем лишь одно эмоционально-психологическое, но весьма точное, на наш взгляд, замечание: «В России вся собственность выросла из "выпросил", или "подарил", или кого-нибудь "обобрал". *Труда* собственности очень мало. И от этого она не крепка и не уважается» (*Розанов,* [*1912*], *1990*).

При этом ни один из наиболее известных в исторической ретроспективе подходов в сфере собственности не располагает идеальным инструментарием при решении задач стимулирования экономического роста. Для более краткого изложения приведем *табл. 1.1*, в которой предпринята попытка обобщения указанных подходов и которая носит преимущественно иллюстративный характер. Так, радикализм и политическая направленность марксистского подхода в сфере собственности не требуют дополнительных комментариев. Конъюнктурно-экономическая направленность функционализма (различные схемы собственности работников и т.п.) является его же основным ограничением, тем более применительно к условиям переходной экономики. Этико-экономические концепции собственности, ограниченные религиозно-духовными аспектами, имеют наибольшую идеологическую ценность для мотивировки тех или иных системных преобразований, однако их прикладные рецепты весьма далеки от реалий хозяйственной жизни.

Как теория прав собственности С. Гроссмана–О. Харта–Дж. Мура[9], так и новая институциональная теория (Д. Норт, О. Уильямсон и др.) позволяют выявить некоторые источники неэффективности, характеризующей функционирование системы имущественных отношений, характерной для переходной экономики.

[9] См.: (*Grossman, 1986*); (*Hart, Moore, 1990*); (*Hart, 1995*). Более подробно о данных моделях см. также: (*Радыгин, Энтов, 1999*).

Таблица 1.1

Собственность и экономический рост: основные подходы

	Марксизм	**Неоинституционализм (теория прав собственности)**	**Этическая экономика**	**Функционализм (на основе прикладных неоклассических подходов и концепций «социального партнерства»)**
1	2	3	4	5
Происхождение собственности	Социально-экономическая форма производства, порождаемая противоречиями трудовой деятельности	Результат общественного договора, санкционированные обществом поведенческие отношения по поводу доступа и использования *редкого* ресурса	Дана Богом, природой, естественными силами и является предметным продолжением личности человека	Бесспорный элемент естественного экономического порядка, порождается принципом рациональности и экономии издержек, призвана упорядочивать распределение ресурсов и доходов
Экономическое содержание собственности	Доступ работника к средствам производства	Объем правомочий по отношению к благу	Личная корысть собственника	Характер присвоения дохода
Место в социально-экономической системе	Основное производственное отношение, условие и результат производства	Часть институциональной структуры общества	Неразрывно связана с человеческой личностью	Компонент социально-экономической системы

Продолжение таблицы 1.1

1	2	3	4	5
Связь с экономическим ростом	Через разрешение противоречия производительных сил и производственных отношений	Через уменьшение трансакционных издержек, минимизацию отвлечения ресурсов на процессы стабилизации экономической системы, эффективное распределение ресурсов	Через раскрытие потенциала личности и ее божественного происхождения	Через формы реализации собственности (доход, управление, финансирование и др.)
Направления воздействия на экономический рост	Через обеспечение степени обобществления, адекватной уровню развития производительных сил	Через нормы и правила поведения хозяйствующих субъектов	Через ответственность хозяйствующего субъекта перед Богом и людьми	Через мотивы и интересы собственников факторов производства
Методы воздействия на экономический рост	Обобществление производства (уменьшение степени отчуждения работника от средств производства)	Спецификация и дифференциация прав собственности	Религиозное и социальное воспитание	Распределение дохода через титулы собственности
Основная сфера регулирования	Политические преобразования	Селективное – по отдельным сферам («пигувианское») или комплексное – защита прав собственности, снижение трансакционных издержек и развитие конкуренции («коузианское») правовое регулирование	Воспитательно-идеологическая инфраструктура (просветительские центры, цензура и др.)	Конкретные меры денежно-кредитной и налогово-бюджетной политики

Продолжение таблицы 1.1

1	2	3	4	5
Ожидаемые результаты	Общее повышение эффективности хозяйственной системы через радикальное устранение препятствий	Создание условий для эффективного распределения ресурсов	Формирование ответственного собственника, минимизирующего отрицательные экстерналии	Повышение производительности труда, экономический рост
Границы эффективного применения	Макроэкономический уровень воздействия	Микроэкономический уровень воздействия и ориентация на эффективный обмен	Идеологическое обоснование системных преобразований в обществе	Сбалансированность целей и методов государственного регулирования и интересов хозяйствующих субъектов
Ограничения при решении задач стимулирования экономического роста	Нет инструментов мироэкономического регулирования, социально-политическая направленность	Нет механизмов макроэкономического регулирования, необходимы первоначальные институты и процедуры, правовая направленность	Сознательно определенные цели могут не соответствовать реальному уровню экономического развития, духовно-религиозная направленность	Недееспособен в условиях ломки функциональных связей (переходная экономика), узко-конъюнктурная экономическая направленность

Источник: (*Чечелева, ред., 2003, с. 52–67*); обобщения, редакция и дополнения авторов настоящей работы.

В соответствии с традиционной неоклассической теорией (а также с новой институциональной теорией) изменения в структуре имущественных отношений обычно носят эволюционный характер и постепенно осуществляются спонтанным путем. В одной из наиболее известных работ – в статье «К теории прав собственности» Х. Демсица – предлагается, например, следующая схема. Резкие изменения относительных цен, прежде всего цен на природные ресурсы, неизбежно порождают ряд «внешних эффектов» (externalities). В ходе последующих операций, связанных с куплей-

продажей корпоративной собственности и личного имущества, удается добиться такого изменения структуры собственности, которое обеспечивает «интернализацию» проблем, ранее обнаруживавшихся во «внешних эффектах». Переход к новой структуре собственности обеспечивает более эффективную аллокацию ресурсов. «…Формирование прав собственности можно наилучшим образом понять в том случае, если рассмотреть их связь с появлением новых различных благоприятных или вредоносных эффектов» (*Demsetz, 1967, p. 350*).

Нетрудно видеть, что при таких изменениях институциональное окружение должно предусматривать достаточно четкие «правила относительно изменения правил», по крайней мере, для предвидимых изменений. Вместе с тем сложившееся институциональное окружение должно включать хозяйственные механизмы (в обычных условиях, прежде всего, рыночные механизмы), способные осуществить такие изменения.

Теоретические модели С. Гроссмана–О. Харта–Дж. Мура, по существу, согласуются с указанным подходом. Конечные права контроля не могут быть зафиксированы в контракте и превратиться в обычные контрактные права; в некоторых случаях (например, специфические инвестиции и накопление человеческого капитала) это может приводить к тому, что при заданной структуре собственности оптимальное равновесие просто не может быть достигнуто в результате свободной игры конкурентных сил на рынке готовой продукции. Переход к более эффективному использованию ресурсов может обеспечиваться изменением сложившейся структуры имущественных отношений, скажем, на путях объединения владельцев реальных активов и образования компаний или вертикальной интеграции уже существующих фирм. Тем самым в ходе «интернализации» процессов в рамках единой компании удается решить проблему наиболее эффективного использования ресурсов.

Хорошо известны ограничения, в рамках которых можно рассчитывать на действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза ((*Coase, 1960*)*;* (*Коуз, 1993*)). Тем не менее ее выводы сохраняют особую привлекательность для многих экономистов. Ряд экспертов, вырабатывавших рекомендации по вопросам приватиза-

ции в странах Восточной Европы, исходили из логики, согласно которой вопрос о том, кто непосредственно окажется частным владельцем приватизируемого имущества, не столь важен. Цепь рыночных сделок, увеличивающих стоимость приватизируемых активов, в конечном счете, сможет обеспечить наиболее эффективное их использование[10].

Отзвуки подобных взглядов можно найти и у представителей новой институциональной теории. Так, Дж. Найт и Д. Норт утверждают: «В краткосрочном плане менеджеры предприятий, ранее принадлежавших государству, могут стремиться к выбору таких схем распределения прав собственности, которые обеспечивают им большие выгоды, даже если такие схемы оказываются неэффективными по критерию Парето. В долгосрочном плане, однако, если они станут упорствовать, пытаясь сохранить неэффективное, по Парето, распределение прав собственности, давление конкурентных процессов приведет к тому, что их сменят участники, использующие более эффективное распределение прав собственности» (*Knight, North, 1997, p. 349– 354*). В российской науке точка зрения, согласно которой действие рыночных сил, описываемых теоремой Коуза, в конечном счете, обеспечит благотворные последствия приватизации, поддерживалась многими исследователями.

Как показал Г. Демсиц в указанной выше работе, существование четко определенных прав частной собственности является одним из необходимых предварительных условий, делающих возможным эффективное функционирование рыночных отношений. Исходя из данного тезиса следует предположить, что результаты действия рыночных сил в начальный период формирования частной собственности могут существенно отличаться от результатов, описываемых теоремой Коуза.

Нетрудно видеть, например, что в ситуации, когда система отношений, характеризующих «институциональную упорядоченность», не обеспечивает функционирование обязательств, внушающих доверие, а также более или менее действенный инфорсмент контрактных прав и прав собственности, ссылки на теорему Коуза напоминают скорее благие пожелания, чем прогнозы, осно-

[10] См., напр.: (*Rapaczynski, 1996, p. 87–103*).

ванные на сколько-нибудь строгой логике суждений. Заметим, что неисполнение обязательств может распространяться в полной мере и на компенсационные платежи (side payments), которые играют столь важную роль в теоретических моделях Коуза, описывающих эффективное перераспределение прав собственности. В большинстве стран с переходной экономикой, в том числе в России, после проведения массовой приватизации отсутствие хозяйственных механизмов, которые могли бы обеспечить надежный инфорсмент контрактных прав и прав собственности, а вместе с тем внушать доверие к складывающимся обязательствам, конечно, серьезно ограничивало действие «коузианских процессов» – рыночных процессов реаллокации ресурсов и формирования новых, более эффективных структур собственности. Вместе с тем при анализе переходной экономики нельзя сбрасывать со счетов возможные рыночные процессы («рынки Коуза»), которые в соответствии с логикой Коуза обеспечивают интернализацию рыночных экстерналий.

Принципиальное значение в условиях переходной экономики имеет последовательная и ясная политика государства как гаранта прав собственности (прав акционеров, прав кредиторов и т.д.) и регулятора процесса образования, по крайней мере, формальных эффективных институтов. К середине 2000-х годов хроническая для современной России *проблема защиты прав собственности в целом вышла, видимо, на качественно новый уровень.* Наиболее наглядным примером является сделка с акциями «Юганскнефтегаза» (декабрь 2004 г. – январь 2005 г.). Основная проблема сделки с акциями состоит, на наш взгляд, не в незаконности продажи, а в прямо противоположной ситуации – собственно продажа была осуществлена, скорее всего, на формально законных основаниях. И, как ни парадоксально, именно это создает основные риски бизнеса с точки зрения защиты прав собственности в России.

Так, дело «ЮКОСа» и, в частности, продажа основного добывающего актива компании – «Юганскнефтегаза» – показали, что действующих норм российского законодательства вполне достаточно, чтобы формально законными методами захватить контроль практически над любой компанией. Легитимность перевода «Юганскнефтегаза» под контроль государственной компании явля-

ется показательным примером того, как, избегая применения процедур банкротства и корпоративных войн, возможно осуществить передел собственности. Как показывает сделка с акциями «Юганскнефтегаза», для перехвата контроля в компании оказалось вполне достаточно норм законодательства об исполнительном производстве. В частности, в Федеральном законе «Об исполнительном производстве» не установлен запрет на первоочередной арест и продажу акций компании, входящей в холдинг. Очередность обращения взыскания на имущество должника определяется в одностороннем порядке судебным приставом-исполнителем, который при этом вправе по своему усмотрению воспринимать указания должника относительно имущества, на которое следует обратить взыскание в первую очередь. Избирательность существующей системы правоприменения обусловливает и подрыв одного из основных фундаментальных принципов, закрепленных в Конституции РФ, а именно принципа равенства всех перед законом и судом.

Весьма характерны в этой связи и некоторые новации российского хозяйственного законодательства, предложенные в 2005–2006 гг. Позитивный эффект от ограничения активности Федеральной налоговой службы (ФНС) в сфере налоговых проверок (а это, по сути, единственная новация, благоприятная для бизнеса) или от весьма запоздавшей инициативы о сокращении срока давности по приватизационным сделкам будет многократно «компенсирован» новыми мерами, ужесточающими условия ведения бизнеса и создающими новые возможности субъективного государственного вмешательства в частный сектор (проблемы контроля трансфертного ценообразования, новые конфискационные нормы в Уголовном кодексе РФ, допуск к аукционам на право разработки месторождений и др.). В этом, видимо, отдают себе отчет даже наиболее либеральные представители власти. Выступая в 2005 г. в Совете Федерации, глава Минэкономразвития РФ Г. Греф признал, что не стоит ожидать ни смягчения налогового режима (прежде всего налоговой амнистии), ни отказа от ревизии приватизационных сделок. Как отметил председатель комитета Госдумы по кредитным организациям и финансовым рынкам В. Резник, «права между бизнесом и государством у нас распределены с ущербом для делового сообщества, и либеральная риторика отдельных

представителей правительства сочетается с жестким администрированием, несовместимым с принципом свободной экономики. При этом государственное вмешательство носит не положительный характер, ...а разрушительный. Государство не способствует развитию производства, а старается держать в страхе собственников...»[11].

В целом следует указать на наметившийся *качественный сдвиг в хозяйственном законодательстве*. Для конца 1990-х – начала 2000-х годов была характерна ситуация, когда в стране сформировалось относительно развитое хозяйственное законодательство, а наиболее критичной сферой являлось состояние правоприменения (инфорсмент). В середине 2000-х годов, по всей видимости, акценты сменились: хотя проблемы российской системы правоприменения сохраняют свою остроту, происходит определенный сдвиг в рамках хозяйственного законодательства (и его интерпретаций), с одной стороны, значимо повышающий неопределенность последствий тех или иных хозяйственных решений для бизнеса с точки зрения ответных действий государства, с другой – заметно ужесточающий режим взаимоотношений государства и частного бизнеса.

Проблемы правоприменительной системы России, дополненные тенденцией к восстановлению жестких законодательных норм, заметно расширяют зону риска в сфере прав собственности. Соответственно, ревизия законодательства РФ на предмет удаления двойственных толкований в сфере прав частной собственности, неприемлемость восстановления карательных норм, изъятых уже в посткоммунистический период, отказ от подмены цивилизованного правоприменения силовыми решениями – это единственный нетупиковый путь и внятный сигнал о намерениях государственной власти.

Новая институциональная теория обычно исходит из того, что с развитием экономики должна меняться оптимальная структура собственности, но ни в одном случае права собственности не могут быть сформулированы и установлены совершенным образом. Последнее соображение связывается, в частности, со значительными масштабами трансакционных издержек, которые требуются

[11] См.: Коммерсантъ. 2005. 2 февраля.

для реализации и защиты индивидуальных прав собственности. Наряду с государством, играющим столь важную роль в осуществлении инфорсмента контрактных прав и прав собственности, каждому участнику приходится расходовать силы и средства для реализации и защиты своих хозяйственных прав. Чем более благоприятно институциональное окружение для осуществления рыночных операций, тем меньшая доля в осуществлении подобных защитных функций приходится на частные формы инфорсмента.

В последние годы в сфере правоприменения и судебной реформы (по крайней мере, на уровне законодательства) было сделано немало. Тем не менее очевидный кризис государственного правоприменения (инфорсмента) не позволяет пока говорить даже о долгосрочных благоприятных перспективах формирования институционального окружения[12]. Проявлениями такого кризиса могут служить и широкий спектр, как минимум, малообоснованных судебных решений последних лет по различным корпоративным спорам, и хроническая борьба ведомств за расширение своих контрольных полномочий, и выполнение государственными правоохранительными органами функций частного инфорсмента на коммерческих началах.

Типичные оценки современного состояния судебной системы (за исключением, пожалуй, мнений официальных представителей судебной власти России) в основном варьируют в диапазоне от «неэффективная и коррумпированная» (в системном плане) до «рынок судебных услуг» и «катастрофическое состояние». Об этом говорят и высшие чиновники различных ветвей российской власти. В частности, о системной коррупции говорил председатель Конституционного суда РФ В. Зорькин (2004 г.), о катастрофической и угрожающей ситуации в судебной системе – представитель президента РФ в Южном округе Д. Козак (2005 г.), ранее курировавший судебную реформу.

Данная проблема тем не менее не носит одностороннего характера. По сути, речь идет о некоем воспроизводимом противоречии. С одной стороны, для пресечения правонарушений со всей очевидностью необходима система эффективного инфорсмента. С другой стороны, эффективность инфорсмента объективно подры-

[12] Подробнее см.: (*Радыгин, Энтов, Межераупс, 2002*); (*Радыгин, Энтов, 2003*).

вается массовостью таких нарушений. Следовательно, дело не только в эффективной судебной реформе, есть и экономические, и правовые предпосылки формирования институционального окружения, имеющие прямое отношение к «тонкой настройке» уже созданных институтов.

Действие конкурентных механизмов требует, чтобы объектом купли-продажи были реальные или финансовые активы, но никак не сами правила, соблюдаемые в «рыночной игре». Оптимальная система инфорсмента предполагает, что сами решения судебных инстанций, защищающие права собственника или контрактные права, никоим образом не могут покупаться и продаваться. Нетрудно предположить, что в реальной жизни вряд ли можно рассчитывать на строгое соблюдение подобных условий. Известно, например, что и при полном отсутствии каких-либо элементов рентоориентированного поведения представителей «третьей власти» предприниматель, прибегающий к дорогостоящим услугам более квалифицированных и/или более влиятельных юристов, при прочих равных условиях имеет больше шансов выиграть судебный процесс.

Одним из главных препятствий на пути развития рыночных отношений в России оказывается отсутствие имплицитных («самоисполняемых») контрактов и неформальных норм поведения, предполагающих доверие партнеров друг к другу. Еще в конце XIX в. А. Маршалл писал: «Нормальное совершение многих сделок в розничной и оптовой торговле, на фондовой и хлопковой биржах основывается на принятом допущении, что устные контракты, заключенные без свидетелей, честно выполняются; но в странах, где такое допущение не имеет силы, некоторые аспекты западного учения нормальной стоимости вовсе не применимы» (*Маршалл, 1983, с. 91*). Отсюда со всей очевидностью вытекает необходимость излишнего правового формализма и зарегулированности.

Следует указать в этой связи на весьма значимую проблему «формализма» судебной системы. В начале 2000-х годов С. Джанков, Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес и А. Шлайфер в сотрудничестве с международной ассоциацией Lex Mundi провели сравнительное исследование правовых систем более чем в 100 странах (*Djankov, La Porta, Lopes de Silanes, Shleifer, 2002*). Особый интерес авторов вызывала степень формализации судебных процедур,

развитие «правового формализма». Выяснилось, что в наиболее «богатых» (развитых) странах чаще можно наблюдать упрощенные процедуры, которые оказываются достаточными для того, чтобы обеспечить более быстрое и более полное (так сказать, более «качественное») решение рассматриваемых судом конфликтов. Используя систему статистических показателей (степень профессионализма участников процедуры, необходимость подачи в суд иска в письменной форме, приглашения свидетелей и т.п.), авторы конструируют индекс, который может служить количественной характеристикой «правового формализма»; индекс принимает значение от 0 до 7. При рассмотрении дел о взыскании платежей, связанных с использованием непокрытого чека, значение этого индекса для Англии составляло 2,58[13], для США – 2,62, тогда как для постсоциалистических стран медианное значение индекса было равно 3,99 (для России – 3,39, для Украины – 3,66).

Чрезмерная формализация правовых процедур негативно сказывается на эффективности инфорсмента контрактных прав. В регрессиях, характеризующих факторы, от которых зависит действенность такого инфорсмента, влияние «индекса формализма» неизменно оказывалось отрицательным и статистически существенным на 1%-м уровне. Индекс, характеризующий качество инфорсмента контрактных обязательств, в постсоциалистических странах оказывается самым низким из всех рассматриваемых групп (медианное значение 5,0), тогда как для стран со «скандинавским« типом правовой системы его значение составляло 8,25, а в странах с англосаксонским законодательством – 7,09[14]. В подобных условиях даже тогда, когда российские компании (особенно мелкие предприниматели) полагают, что нуждаются в прямом вмешательстве органов правопорядка, они не всегда обращаются с иском в судебные органы. Индекс доверия к судебной системе в постсо-

[13] См. (*Djankov, La Porta, Lopes de Silanes, Shleifer, 2002*). Достаточно сослаться на то, что в Англии взыскание ущерба, связанного с получением непокрытого чека, не требует присутствия представителей обвинения и защиты и в большинстве случаев не предполагает созыва специального судебного заседания: чаще всего достаточно устного заявления и (последующей) встречи истца и ответчика с судьей.

[14] (*Там же, p. 58*). Исследователи приходят к аналогичным выводам, сопоставляя степень законодательной защиты контрактных прав кредитора в различных странах.

циалистических странах оказывается ниже, чем во всех остальных рассматриваемых группах.

Экономическая теория прав собственности позволяет выделить лишь некоторые фундаментальные («базовые») отношения присвоения. Между тем роль тех или иных хозяйственных институтов в огромной степени зависит от распространенных в данном обществе традиций и неформальных норм поведения. В свое время еще Дж.Ст. Милль отмечал, что распределение продукта, равно как и систему экономических отношений, проявляющуюся в формах и методах распределения, можно считать результатом действия двух групп факторов – конкуренции и традиции («обычая»), причем экономисты обычно склонны уделять внимание лишь первой группе факторов (*Mill,* [*1848*], *1965*). И при обсуждении механизмов, основанных на рыночной конкуренции, достаточно важен учет сложившихся норм, особенностей поведения и ограничений, порожденных историческими традициями. Современный подход к анализу прав собственности предполагает экономику, в которой существуют не только хорошо отлаженная структура контрактных соглашений, оформляющих результаты рыночных сделок, но и воспитанная многими десятилетиями, если не столетиями, «культура контракта», опирающаяся на некую постепенно сложившуюся систему норм. Большинство теоретических моделей и эмпирических наблюдений приводят к выводу, согласно которому в подавляющем числе случаев инфорсмент хозяйственных прав удается обеспечить благодаря взаимной заинтересованности участников хозяйственного процесса. Лишь в исключительных случаях последние апеллируют непосредственно к содействию судебно-правовых органов, что связано прежде всего с высокими затратами защиты исков в суде. В качестве наиболее эффективного «регулятора» отношений между фирмами указываются, как правило, спонтанные процессы самоорганизации, обеспечивающие постепенное совершенствование контрактных отношений между участниками хозяйственного процесса.

Эффективное функционирование механизмов инфорсмента контрактных прав и прав собственности предполагает, что участники хозяйственного процесса уверены в надежности и устойчивости этих прав. Ключевой категорией, описывающей подобную си-

туацию, Д. Норт считает обязательство, вызывающее доверие (*North, 1993, p. 11–23*), которое представляет собой не формально отточенное понятие, а, скорей, некоторую значимую метафору; поэтому напрасно было бы искать особенно четкие определения такого обязательства. Комментируя эту концепцию Д. Норта, один из известных представителей новой институциональной теории – Г. Лайбекэп полагает, что в узком смысле слова такое обязательство характеризует инфорсмент контрактных прав в коммерческих сделках. В широком смысле оно подразумевает ограничение произвольных действий со стороны государства, обеспечивающее такую надежность прав собственности, которая необходима для осуществления долгосрочных инвестиций[15]. О существовании обязательств, внушающих доверие, по мнению Д. Норта, можно судить по достаточно низкому уровню трансакционных издержек на рынке капитала и на других рынках.

Новая институциональная теория исходит из того, что на протяжении предшествовавшей истории хозяйственные отношения лишь в редких случаях могли обеспечить появление обязательств, внушающих доверие. Да и в настоящее время сфера распространения подобных обязательств не всегда достаточно широка. Д. Норт справедливо отмечает, что в формировании системы обязательств, внушающих доверие, важнейшую роль играет проверка временем. Такие обязательства могут утвердиться лишь на протяжении чрезвычайно продолжительного периода. В экономике феодального типа для упрочения отношений между властью и подданными требовалась смена нескольких поколений, за это время постепенно расширялся и «горизонт» финансового планирования монарха. В периоды войн и финансовых кризисов горизонт планирования, понятно, сокращался.

В случаях более или менее радикальных реформ вплоть до наших дней требуется немалый период, чтобы с годами стала уменьшаться неопределенность, характеризующая последующее развитие событий. Постепенное упрочение обязательств, приня-

[15] См.: (*Libecap, 1993*). Более подробный анализ связей между «обязательствами, вызывающими доверие», и правами частной собственности содержится в работе, специально посвященной природе обязательств, складывающихся в условиях переходной экономики, см.: (*Diermeier, Ericson, Frye, Lewis, 1997*).

тых на себя участниками хозяйственного процесса, выступает в качестве долгосрочной фундаментальной тенденции в развитии зрелой рыночной экономики. Особенно существенным представляется в этой связи следующее соображение. Вопреки мнению многих экономистов, в том числе ряда западных экспертов, помогавших при разработке хозяйственных реформ в странах Центральной и Юго-Восточной Европы, формирование поведенческих стандартов, которые обеспечивают функционирование обязательств, внушающих доверие, не следует и не может автоматически последовать за общей либерализацией хозяйственной жизни (например, отказ от фиксированных цен, разрешение купли-продажи иностранной валюты, появление финансовых инструментов и превращение их в объект купли-продажи и др.).

Острота проблемы эффективных неформальных институтов только сегодня стала очевидна для переходной экономики России[16]. Обязательства, внушающие доверие, равно как и нормы «культуры контрактов», уже упоминались выше. Необходимо также упомянуть те институциональные элементы, которые лежат на грани формальных и неформальных институтов. Роль легальных (т.е. не относящихся к криминальным) негосударственных форм, обслуживающих интересы относительно широкого круга экономических агентов, становится особенно значимой именно в условиях неустойчивого институционального окружения, включая слабые или неоптимально функционирующие государственные формы.

В более фундаментальной постановке данная проблема, тесно связанная с особенностями имущественных отношений в переходной экономике, состоит в том, что формируются *«двойной стандарт» и различные правила рыночной игры для разных классов участников*. Культивирование «двойного стандарта» (о чем свидетельствует весь опыт 1990-х – 2000-х годов) создает непреодолимые препятствия как для формирования благоприятного институционального окружения в целом (в рамках критериев, описанных выше), так и для локальных институциональных изменений в сфере защиты прав собственности, корпоративного управления, финансовых рынков и т.д. Другими словами, наличие «двойного стандарта» приводит к тому, что рыночные механизмы эффективно выпол-

[16] Подробнее см. (*Энтов, Радыгин и др., 2006*).

няют свои функции на весьма ограниченном пространстве, которое – в контексте тезиса о формировании в России модели «государственного капитализма» – имеет тенденцию к сокращению. Хотя долгосрочные задачи обеспечения устойчивости и адаптивности институционального окружения (безусловно, в тех аспектах, которые имеют отношение к рыночным механизмам) в соответствии с меняющимися экономическими реалиями остаются высокоактуальными, бесспорным приоритетом является формирование базовых предпосылок для их реализации – законодательного, процессуального, судебного и регулятивного обеспечения единых рыночных правил.

Соответственно перспектива развития хозяйственных институтов, стимулирующих экономический рост в России, в значительной степени обусловлена современными проблемами функционирования политических институтов.

2005 г. продемонстрировал несколько позитивных тенденций, которые в явной форме или пока весьма формально позволяют говорить о наметившихся благоприятных сдвигах в российской экономике. Среди них – значительный рост капитализации ведущих российских компаний, превзошедшая все прогнозы динамика фондового рынка, снижение доли зарубежных торговых площадок в торговле российскими ценными бумагами, бум публичных размещений (IPO), некоторое оживление в сфере новаций корпоративного управления на уровне компаний (после фактического моратория 2003–2004 гг.), развитие процесса легализации капитала, снижение активности на рынке «нецивилизованных» враждебных поглощений, положительное (впервые с 1994 г.) сальдо счета капитала и др.

Для некоторых из них в последние годы действительно сложились объективные экономические предпосылки, в отношении других сказались те или иные конъюнктурные, политические, правовые и психологические факторы. Так, неудержимый рост российского фондового рынка на фоне замедления темпов роста экономики, огосударствления и усиления ее сырьевой ориентации заставляет задуматься о рисках «мыльного пузыря». По имеющимся оценкам, влияние на рост российского фондового рынка фактора ликвидности и конъюнктуры глобальных финансовых рынков в на-

стоящее время является существенно более значимым по сравнению с внутренней макроэкономической ситуацией, что сказывается также на объективных возможностях регулирования национального рынка.

Положительное сальдо счета капитала было обусловлено в 2005 г. значительными заимствованиями государственных компаний, которые использовались для оплаты поглощаемых частных активов. Однако с учетом уже накопленных обязательств дальнейший значимый их рост вряд ли возможен, поэтому уже в 2006 г. наиболее вероятным итогом является чистый отток по счету капитала. Возобновление инициатив частного сектора в сфере корпоративного управления лежит в основном в сфере количественных новаций (объемы раскрываемой информации, состав советов директоров), что связано с процедурами IPO и требованиями регулятора. Напротив, качественные аспекты (минимизация рисков нарушения прав миноритариев, дивидендная политика, отношения с дочерними компаниями, бенефициарные собственники и др.) затронуты по-прежнему минимально.

Несмотря на формальный прогресс в сфере приватизации в 2003–2005 гг. (по количеству выставляемых на продажу пакетов акций и решений о преобразовании унитарных предприятий), ситуация близка к кризисной. Не менее 50% сделок ежегодно откладывается в силу отсутствия спроса, а качество управления государственным имуществом мало отличается от уровня 1990-х годов. По всей видимости, ситуация в данной сфере прямо связана с модификацией взглядов на роль государственного сектора в экономике России.

С одной стороны, одной из задач 2006–2008 гг. является создание, по крайней мере, *видимости* завершения приватизации как компонента институциональных реформ – реализации федеральных пакетов акций и преобразования сектора ГУП. Эффективность процесса как для государства, так и для затрагиваемых предприятий является в данном случае вторичной по отношению к возможным политическим дивидендам.

С другой стороны, набирающая обороты имущественная экспансия государства, будь то общеэкономическая стратегия, тривиальный передел собственности в пользу околовластных кланов

или сопротивление заинтересованных министерств, объективно выводит из приватизационного процесса наиболее значимые или рентабельные среди остающихся в государственной собственности активы. Как заявил в 2005 г. министр экономического развития и торговли Г. Греф, «ликвидные предприятия нам не отдают в план приватизации. Находятся 150 причин, чтобы оставить их в государственной собственности. В план приватизации включается то, что можно в кавычках назвать мусором. Это неинтересно рынку, и мы перепродаем предприятия по 4–5 раз. Предприятий на продажу у нас выставляется все больше и больше, а продается все меньше... И с течением времени соотношение между выставляемыми на продажу и реально проданными предприятиями будет только падать»[17]. Сложность положения Минэкономразвития РФ как ведомства, ответственного с 2004 г. за приватизационную программу, очевидна. Однако ситуация еще более противоречива: избавление от непродаваемых «неликвидов» остается тем не менее важнейшей задачей, но вместе с тем на фоне имеющейся сырьевой конъюнктуры и соответствующих бюджетных доходов не менее сложно найти аргументы в пользу продажи новых высокорентабельных активов. Это тем более проблематично в связи с отсутствием внятных представлений о направлениях расходования аккумулируемых доходов федерального бюджета.

Еще в 2003–2004 гг. обсуждение проблем имущественной экспансии государства и, более широко, государственного капитализма как факторов, значимых для экономики России, вызывало в ряде случаев весьма резкое отторжение некоторых исследователей, хотя указанные процессы получили свое первоначальное развитие уже начиная с 2000 г. На наш взгляд, 2005 г. стал переломным – в настоящее время необходимо говорить не просто о расширении прямого государственного присутствия в экономике, но и об устойчивой тенденции к доминированию государства в ряде ведущих отраслей российской экономики. Возможные последствия имущественной экспансии государства и государственных (прогосударственных) компаний могут быть весьма негативными как для крупных частных компаний (групп), так и для экономики в целом.

[17] Слияния и поглощения. 2005. № 11. С. 8; Коммерсантъ. 2005. 5 августа.

Начавшиеся процессы легализации капитала обусловлены не только адаптацией крупного бизнеса к ситуации «после «ЮКОСа», но и более прикладными мотивами. С одной стороны, в 2005 г. более заметным явлением стали сделки, связанные с выходом из бизнеса (продажа долей) некоторых мажоритарных акционеров (партнеров). Это связано не только с переориентацией интересов на новые сферы инвестирования или отходом от оперативного управления, но и с определенного рода защитной стратегией – трансформация собственности в ликвидность, причем размещенную за рубежом, со всей очевидностью затрудняет ее национализацию. С другой стороны, наметилась тенденция к расширению акционерной базы крупнейших компаний посредством продажи части акций крупнейшими акционерами на открытом рынке (в том числе через IPO). Помимо легализации полученных финансовых средств, достигается и легализация остающихся под контролем (в собственности) долей в соответствующих компаниях.

Указанные процессы так или иначе воздействуют и на специфику развития норм и стандартов корпоративного управления. В целом, основываясь на анализе объективных экономических процессов и складывающейся системы правового регулирования, можно предположить, что современная модель корпоративного управления для современной России должна опираться на следующие ключевые компоненты:

1) высокий уровень концентрации акционерной собственности (в различных формах, включая альянсы и соглашения);

2) эффективное законодательство о компаниях (либерализация и ужесточение одновременно, в зависимости от конкретной сферы);

3) многоуровневый инфорсмент, где эффективный государственный (централизованный) инфорсмент в системе независимого судопроизводства составляет только часть (хотя и существенную) правоприменительной системы;

4) многоуровневый частный мониторинг: внутри компании (акционеры, инвесторы, аудиторы и др.), профессиональное сообщество (СРО, конкуренты, профессиональные участники рынка ценных бумаг и др.), общественный контроль (СМИ и др.).

Переход к политике «точной настройки» модели корпоративного управления, помимо обеспечения эффективности всей системы имущественных отношений, предполагает:

- эволюционное развитие корпоративного права (по мере необходимости и в зависимости от адекватного спроса: поправки в базовое законодательство, технически совершенствующие те или иные корпоративные процедуры; перманентная ликвидация в законодательстве способов дискриминации различных групп акционеров; селекция и узаконение «прижившихся» добровольных норм);
- принятие актов в областях, где требуется серьезное улучшение законодательства (реорганизация, прозрачность и раскрытие информации, банкротства и др.);
- ликвидацию значимых абсолютных пробелов (враждебные поглощения, корпоративные группы, бенефициарная собственность, связанные стороны, инсайд и др.);
- решение процессуальных вопросов (подведомственность корпоративных споров, иски в защиту неопределенного круга лиц, публикация решений судов, подведомственность судов и ответственность судей, третейские суды и др.);
- прозрачность процедур государственного (ведомственного) контроля и правоприменения;
- стимулирование самостоятельной деятельности субъектов рынка (развитие институтов саморегулирования, создание стимулов для сокращения числа псевдопубличных компаний, добровольность кодексов, снижение административных барьеров, ревизия нормативных актов на предмет условий для коррупции и др.).

2. Финансовые рынки

2.1. Финансовые рынки, корпоративное управление и экономический рост

Анализ эффектов, в которых проявляется активное влияние финансовых операций на развитие реального сектора, позволяет конкретнее выделить рыночные механизмы, «встроенные» в современную систему корпоративного управления. Действие указанных механизмов направлено прежде всего на активизацию конкурентных сил и более эффективное использование имеющихся трудовых и материальных ресурсов. Именно эти механизмы играют главную роль в обеспечении рыночной дисциплины.

Особого внимания заслуживает в рассматриваемом контексте так называемая специфика «начальных стадий развития». К концу прошлого столетия – началу 2000-х годов в общем хоре одобрительных высказываний по поводу роли финансовых рынков стали отчетливо слышны скептические соображения авторов, изучавших экономику развивающихся государств и стран с переходной экономикой. Дело в том, что теоретические схемы, в которых финансовые рынки способствовали переходу к более эффективной аллокации ресурсов, не всегда согласовались с выявлявшимися многочисленными фактами вывода средств за пределы корпорации, экспроприации мелких акционеров и вкладчиков, «клептократического поведения» высших руководителей компании и чиновников, коррупции и «кумовского капитализма» («crony capitalism»)[18].

Главной проблемой, с которой сталкивается финансовая сфера в условиях переходной экономики, состоит в неполноте финансовых рынков. В России рынок корпоративных облигаций стал делать первые шаги лишь в 2000-х годах. Рынок производных финансовых инструментов после кризиса 1998 г. либо находится в состоянии деградации, либо отсутствует вовсе. Данная ситуация является прямым следствием проблем в сфере имущественных отношений, а именно недостаточно четко прописанных прав собственности и преимущественно декларативных мер по защите инвесторов.

---

[18] См.*: (Johnson, Boone, Breach, Friedman, 2000; Johnson, Mitton, 2003; Claessens, Djankov, Klapper, 2003; Klapper, Love, 2002; Berglof, von Thadden, 1999*) и др.

Статистические данные, характеризующие рост банковских кредитов или дополнительную эмиссию ценных бумаг, могут нести различное содержание в зависимости от того, насколько отлажена система защиты акционеров-аутсайдеров и кредиторов, насколько действенны механизмы инфорсмента прав собственности и контрактных прав, насколько прозрачна регулярно публикуемая отчетность корпораций, насколько сильно в действительности участники ощущают действие конкурентных рыночных сил и т.п. Формирование финансовых рынков и институтов в России и во многих других постсоциалистических государствах протекало на фоне длительного падения хозяйственной активности. К тому же отказ от административных методов поддержания дисциплины не сопровождался – по крайней мере, на первых порах – ни укреплением судебно-правовых процедур, ни соответствующим ужесточением рыночной дисциплины.

В этом контексте важно упомянуть, что наиболее трудной проблемой рецепции, как показывает анализ, неизменно оказывалось согласование вводимых норм с исторически сложившимися традициями и местными условиями. Среди систем, менее восприимчивых к *трансплантации правовых норм*, фигурирует и правовая система, существовавшая в свое время в Советском Союзе. Особые трудности в данном случае вызваны вовсе не тем, что в ходе посткоммунистических правовых реформ осваивались такие нормы законодательства, которые недостаточно эффективны, по крайней мере, с экономической точки зрения. В работе К. Пистор, М. Рейзэра и С. Гельфера отмечается, что многие государства, ранее входившие в Советский Союз, получали техническую помощь от Соединенных Штатов, и сегодня они могут похвастаться замечательной защитой прав инвестора. На бумаге, если верить документам, эти права защищены лучше, чем в некоторых странах, характеризующихся наиболее высоким уровнем развития (например, во Франции или в Германии). Маловероятно, однако, что высокому уровню этих правовых норм в обозримом будущем будет соответствовать столь же высокий уровень развития финансовых рынков (*Pistor, Raiser, Gelfer, 2000*).

В публикации, содержащей немало оценочных суждений, Э. Берглоф и П. Болтон выдвинули тезис о «великом расколе» («the

Great Divide») в направлениях хозяйственной эволюции постсоциалистических стран и прежде всего в направлениях развития их финансовых систем (*Berglof, Bolton, 2002*). Финансовая система таких стран, как Чехия, Венгрия, Польша, Словения и прибалтийские республики, при всех сложностях и проблемах, характеризовавших начальные этапы ее развития, все же представляется авторам более или менее удовлетворительной. В лучшем случае здесь все же удается обнаружить хотя бы «слабые свидетельства» положительной связи между финансовым развитием и экономическим ростом. Что же касается России, Украины и некоторых других постсоциалистических государств, то надежды на то, что развитие финансовых отношений может сыграть роль «зажигания», пускающего в ход машину экономического роста, представляются нереалистичными. При этом финансовое развитие в указанных странах могло оказаться даже контрпродуктивным, подрывающим стимулы перестройки устаревших хозяйственных отношений.

Не все суждения авторов кажутся достаточно доказательными. Так, слишком категоричны, на наш взгляд, утверждения относительно «великого раскола». И все же в статье затронута достаточно серьезная проблема. Для того чтобы механизмы финансового рынка могли оказывать дисциплинирующее воздействие на поведение участников хозяйственного процесса, должны быть налицо не только макроэкономические предпосылки (ликвидация бюджетных дефицитов, стабилизация цен и др.), но и соответствующие микроэкономические условия («культура контракта», инфорсмент прав собственности и контрактных прав, формирование финансовых институтов, преследующих долгосрочные цели, обеспечение прозрачности отношений собственности и хозяйственных сделок).

Без соблюдения указанных требований условия, благоприятствующие (*в краткосрочном плане*) экономическому росту, могут создаваться не укреплением положения финансовых посредников, а их постепенным разрушением. Так, например, в кризисный период конца 1990-х годов денежные средства выводились из многих банков в распоряжение соответствующих промышленных групп, вместо укрепления финансовой дисциплины часть предпринимателей фактически освобождалась от задолженности банкам, благоприятные для промышленных предпринимателей эффекты

замещения и дохода обеспечивало кризисное обрушение курса национальной валюты и т.д.

Более основательные расчеты и более академичные формулировки можно найти в опубликованной в конце 2003 г. работе Дж. Минье[19]. Выяснилось, что, несмотря на то что в совокупность стран со сравнительно меньшей капитализацией попали и некоторые небольшие страны, обладающие сравнительно более развитыми финансовыми рынками (Швеция, Австрия), и страны с огромным населением (Индия, Индонезия). В рамках этой группы, включающей 11 стран, *не удается обнаружить статистически существенной связи между экономическим ростом и развитостью финансовой системы*. Автор справедливо оговаривает: результаты расчетов не могут считаться достаточно надежными, поскольку используется явно недостаточное число наблюдений.

Из современных теоретических моделей эндогенного роста с финансовыми рынками (*Aghion, Howitt, Mayer-Foylkes, 2005*) явствует, что те государства, экономика которых в наибольшей степени удалена от технологической границы производственных возможностей, особенно сильно нуждаются в таких хозяйственных институтах, которые могли бы облегчить осуществление долгосрочных инвестиционных проектов, опирающихся на заимствование передовых технологий («investment-based» institutions). Подобные институты могут помочь ускоренному преодолению существующего разрыва в темпах роста. В то же время государства, экономика которых приблизилась к технологической границе производственных возможностей, смогут ускорить темпы своего развития лишь в том случае, если будут использовать наиболее гибкие хозяйственные нормы и институты, ориентированные на всемерное поощрение предпринимательской инициативы и поиска в сфере новых технологий («innovation-based» institutions). К числу последних относятся, в частности, максимально возможная открытость экономики, финансовый аутсорсинг, интенсивное развитие рынка ценных бумаг и венчурного бизнеса.

[19] См. (*Minier, 2003, p. 1593–1602*). В статье использована новая методика эконометрического исследования – «дерево регрессии» («regression tree»). Расчеты по развитым и нарождающимся рынкам проводились раздельно.

К сказанному можно добавить следующее соображение. Статистические данные о масштабах ссуд или эмиссий сами по себе, по-видимому, недостаточны для того, чтобы характеризовать подлинную глубину развития финансовых рынков. Косвенные свидетельства этого можно обнаружить в некоторых расчетах, показывающих, что не размеры рыночной капитализации, а ликвидность рынка ценных бумаг положительно коррелирует с темпами экономического роста (*Beck, Demirgьз-Kunt, Levine, 2001, p. 207–208*). Между тем фондовые рынки в переходной экономике, особенно в российской, отличаются принципиально иным, несравненно более низким уровнем ликвидности. Размытость отношений собственности, недостаточная защита прав собственности и контрактных прав, «искривленный» путь кредитных потоков и ненадежность банковских услуг, неликвидность фондовых рынков, непрозрачность отчетности, публикуемой корпорациями-заемщиками, – все это ограничивает ту роль, которую механизмы финансовых рынков могли бы играть в институциональной структуре переходной экономики.

2.2. Рыночные механизмы, корпоративное управление и роль информационных потоков

На протяжении последних десятилетий в финансовой теории развернулась широкая дискуссия по проблемам информационной эффективности финансовых рынков (см., напр.: (*Grossman, Stiglitz, 1980; Merton, 1987; Fama, 1991, 1998; Shleifer, 2000*) и др. Но при всех различиях в оценке гипотезы, предполагающей информационную эффективность финансовых рынков, участники дискуссии сходятся в том, что по степени информационной эффективности финансовые рынки, по-видимому, значительно превосходят, скажем, товарные рынки.

Денежные рынки, особенно рынки капитала, требуют для своего функционирования самых обширных массивов информации. Аллокация инвестиционных ресурсов между различными отраслями и секторами экономики всегда опирается на огромное множество информационных сигналов, поступающих из самых различных областей хозяйственной и общественно-политической жизни. Поступление новой информации активизирует спрос на различные фи-

нансовые активы и их предложение, а вместе с тем приводит в движение многообразные арбитражные операции.

Внимание привлекает следующий аспект рассматриваемой проблемы. Цены, складывающиеся на финансовых рынках, в свою очередь, могут выполнять роль особых хозяйственных сигналов. Так, рыночные цены фондовых активов, выпущенных той или иной корпорацией, содержат информацию, которая просто не может присутствовать в (официальной) отчетности соответствующих фирм[20].

Указанная информация непосредственно влияет на поведение участников хозяйственного процесса: владельцы компании, заинтересованные в увеличении ее стоимости, обычно не остаются равнодушными к изменению цен на акции своей фирмы. Кроме того, движение рыночных курсов ценных бумаг может непосредственно сказываться на поведении менеджеров и структуре корпоративного управления. Тем самым общедоступная информация, формирующаяся на финансовых рынках, может обеспечивать условия для выбора более обоснованных решений и для эффективной аллокации ресурсов в реальном секторе экономики (см. (*Ramakrishnan, Thakor, 1984; Allen, 1993*)).

В то же время некоторые предпосылки концепции эффективных рынков, особенно утверждения, согласно которым издержки сбора и обработки информации предполагаются равными нулю, а движение потоков информации представляется беспрепятственным и мгновенным, по-видимому, все же слишком категоричны. С. Гроссман и Дж. Стиглиц, вынесшие в заголовок своей работы тезис «о невозможности существования информационно эффективных рынков», показали: предположение об эффективности рынка, по существу, исключает какие-либо стимулы для сбора и обработки финансовой информации (*Grossman, Stiglitz, 1980*). Это неизбежно ведет к тому, что рано или поздно нарушенным оказывается

[20] Для оценки ситуации, складывающейся в нашей экономике, существенное значение может иметь также следующее обстоятельство. Можно показать, что характеристики информационной эффективности могут относиться лишь к развитым и достаточно обширным финансовым рынкам. Для рынков «недостаточной мощности», на которых действие конкурентных сил ограничено, нетрудно очертить условия, когда весьма существенная информация не воплощается или чрезвычайно медленно воплощается в ценах (см. (*Dubey, Genakoplos, Shubik, 1982*)).

основной принцип теории эффективных рынков, т.е. появляющаяся новая информация не находит воплощения в рыночных ценах.

В теоретической модели С. Гроссмана–Дж. Стиглица спрос на фондовые активы со стороны информированных трейдеров отражает важнейшие систематические характеристики новой информации. В ценах фондовых активов находят воплощение те сведения, которыми владеют информированные трейдеры, плюс некие случайные влияния («белый шум» с нулевым математическим ожиданием); поэтому в среднем цены более или менее точно отражают содержание новой информации.

Влияние «шумовых» эффектов может меняться в зависимости от ряда факторов, в том числе и от соотношения между численностью информированных и неинформированных трейдеров. Тем самым удается не только включить в модель издержки сбора и обработки информации, но и описать стимулы, побуждающие к этим занятиям. Чем обширнее число переменных, оказывающих систематическое влияние на цены фондовых активов, тем больше (разумеется, при прочих равных условиях) средние доходы информированного участника будут превышать доходы неинформированного трейдера.

Принципы различного использования ресурсов на получение необходимой информации или на проведение мониторинга и осуществление контроля над фирмой-заемщиком используются в некоторых теоретических моделях, описывающих общую архитектуру финансовой системы. Так, в модели А. Бута и А. Такора (*Boot, Thakor, 1997*) предполагается, что часть инвесторов обращается к операциям на фондовом рынке и вкладывает деньги в получение информации о том, насколько целесообразны в сложившихся условиях дополнительные затраты капитала, тогда как другие участники, объединяясь в коалицию, используют свои ресурсы для того, чтобы осуществлять мониторинг и оказывать влияние на намерения заемщика (не допустить выбора «плохого» проекта). Такая группа участников, проводящая мониторинг (monitoring agents), по мысли авторов, постепенно превращается в банк.

Выбор компанией-заемщиком того или иного источника финансирования, в конечном счете, определяется возможностями фирмы и издержками привлечения заемных ресурсов. Мелкие и сред-

ние фирмы чаще всего не обладают очень широкими возможностями выбора проектов; меньшие возможности для маневрирования («low flexibility state») предполагают, что такие фирмы чаще обращаются к банкам. Крупные компании, располагающие широким кругом возможностей («high flexibility state»), могут выступить на рынке ценных бумаг, апеллируя к информированным трейдерам.

На примере данной модели нетрудно выделить различия в типах информации, используемой участниками рынка. Группа участников, проводящая мониторинг, обычно располагает более детальной информацией о *некоторых* компаниях, выступающих в качестве клиентов банка, тогда как информированные трейдеры должны располагать хотя бы некоторыми сведениями о сравнительно *большом числе* различных корпораций.

Постепенное усложнение системы финансовых рынков и широкое распространение рынков производных инструментов (опционы, фьючерсы и т.д.) открывают новую сферу деятельности финансовых посредников – осуществление экспертизы, консалтинг и организационные услуги[21]. В современной экономике существенно меняется сама структура издержек, связанных со сбором и обработкой информации. Быстро сокращается доля затрат на сбор сведений о движении рыночных цен на различные виды фондовых активов, в то же время повышается роль выбора специализированной информации и знаний, используемых при решении более сложных задач финансового инжиниринга и управления рисками. Важную роль начинает играть предоставление (продажа) особых информационно-консультативных услуг, связанных, например, с хеджированием рисков, «синтезированием» требующихся финансовых инструментов и др.

Более интенсивному циркулированию информации способствуют также структурные изменения на фондовом рынке. В 1980 г. доля крупных институциональных инвесторов в общем владении акционерным капиталом составляла менее 30%, а к концу 1990-х годов она уже превышала 50% (*Holmstrom, Kaplan, 2003, p. 14*). Роль контроля, осуществляемого институциональными инвесто-

[21] В США во второй половине 90-х годов прошлого столетия более 4/5 всех покупок производных инструментов во внебиржевом обороте приходилось на операции кредитно-финансовых учреждений.

рами, рассматривается ниже; здесь отметим лишь одно обстоятельство, представляющееся существенным в данном контексте.

Именно крупные институциональные инвесторы – частные пенсионные фонды, инвестиционные и страховые компании – предъявляют особенно интенсивный спрос на релевантную информацию, они чрезвычайно тщательно следят за всеми новыми сведениями о тех фирмах, акции которых они приобретают. Весьма характерно, что эти инвесторы редко участвуют в первичном размещении. Предварительно изучив движение курса, а также всю новую информацию, относящуюся к интересующим их фирмам, они, как правило, приобретают акции последних на вторичных рынках. Результаты специальных исследований могут свидетельствовать о том, что крупные институциональные инвесторы в последнее время проявляют все больший интерес к точным сведениям относительно состояния дел в «своих» корпорациях (см., напр.: (*Healey, Hutton, Palepu, 1999*); (*Bushee, Noe, 2000*)).

Полная информация, позволяющая определить действительные причины (возможного) изменения рыночных цен на ценные бумаги, выпущенные компанией, – важнейшее исходное условие эффективного корпоративного управления. Новые системы бухгалтерского учета призваны обеспечить возможно более оперативные сведения насчет текущих денежных потоков (*Bushman, Chen, Engel, Smith, 2000*).

Вопрос о роли достоверности информации в обеспечении адекватного корпоративного управления в последнее время приобрел особую актуальность в связи с обнаруженными в некоторых крупнейших американских корпорациях нарушениями правил составления важнейших отчетных документов. (Напомним, что еще в 2001 г. журнал Fortune включал компанию Enron в число 25 лучших корпораций – «лидеров рынка»).

Обследования, проводившиеся в США на протяжении последних лет, выявили серьезные злоупотребления, бухгалтерские манипуляции с целью «приукрашивания» результатов хозяйственной деятельности у большого числа корпораций. «По меньшей мере, некоторые компании прямо использовали незаконные методы при подсчете включаемых в отчет данных о доходах» (*Shleifer, 2004, p. 6*). Примечательно, что самые завышенные показатели доходов

указанные корпорации публиковали незадолго до выплаты дополнительного вознаграждения (бонусы, опционы) своим высшим управляющим.

Опыт развития финансовых рынков может свидетельствовать о том, что влияние дезинформации чаще всего не носит длительного характера, но в краткосрочном плане может вносить существенные искажения и диспропорции. Чем шире круг сведений о компании, которые может получить каждый участник, чем больше ее открытость, так называемая прозрачность, тем менее долговечной, как правило, оказывается большая часть дезинформации. Тем не менее в обстановке напряженной борьбы на рынке корпоративного контроля многие компании в качестве временной меры (которая призвана приостановить падение курса акций) регулярно используют дезинформацию, сильно приукрашивающую реальное состояние дел.

События последнего времени подтверждают: функционирование фондового рынка *само по себе*, конечно, не может обеспечить полную прозрачность операций, осуществляемых компаниями-заемщиками, не может предотвратить существенных расхождений между сведениями, содержащимися в официальном отчете, и инсайдерской информацией. И все же обычные нормы осуществления операций на финансовых рынках, как правило, предполагают ряд необходимых предварительных условий. Среди этих условий важную роль играют определенные стандарты, которым должна соответствовать отчетность фирмы, возможность доступа к основным результатам аудиторских проверок, оценка итогов хозяйственной деятельности рейтинговыми агентствами и др. Корпорациям, раньше или позже обнаруживающим заинтересованность в мобилизации «внешних» ресурсов, неизбежно приходится не только расширять круг представляемых сведений о своем финансовом положении, но и убеждать потенциальных инвесторов в надежности информации, приводимой нуждающейся в средствах фирмой. Б. Холмстром и Ж. Тироль показали, что сама структура капитала корпорации (соотношение между собственными и заемными средствами) непосредственно влияет на степень ее заинтересованности в публикации сведений о своем положении (см. (*Holmstrom, Tirole, 1993*)).

Даже на наиболее развитых финансовых рынках нетрудно заметить следующую тенденцию. В тех случаях, когда корпорация прибегает к дополнительному внешнему финансированию, важную роль играет публикация отчетных данных об успешном осуществлении тех или иных хозяйственных операций. Так, в работе, специально посвященной исследованию выбора времени для первичного размещения новых акций, отмечается, что американские корпорации чаще всего выпускают свои акции на рынках сразу же вслед за публикацией наиболее подробных отчетных документов, содержащих «благоприятную» информацию (см. (*Korajczyk, Lucas, McDonald, 1991*)).

К числу важнейших составных элементов, образующих инфраструктуру современных финансовых рынков, можно отнести:

- судебно-правовые инстанции, обеспечивающие инфорсмент прав собственности, контрактных прав и обязанностей;
- органы банковского надзора и комиссию по ценным бумагам;
- систему независимого и эффективного аудиторского контроля;
- частные аналитические фирмы, например, компании, рассчитывающие рейтинги различных корпораций;
- саморегулируемые профессиональные организации, устанавливающие стандарты и нормы поведения в соответствующей сфере деятельности.

Таким образом, к числу необходимых условий эффективного функционирования финансовых механизмов корпоративного управления, безусловно, относится разветвленная система государственных и частных институтов, осуществляющих неослабный контроль за качеством бухгалтерского учета и отчетности у корпораций-заемщиков.

Анализируя модели, в которых фигурирует разнородная информация, С. Моррис и Х.С. Шин показали, что переход к более точной (более открытой) частной информации всегда должен вести к лучшей аллокации ресурсов и в итоге к обеспечению более высокого уровня общественного благосостояния (см. (*Morris, Shin, 2002*)). Вместе с тем такой переход, описываемый в рамках распространенных моделей поддержания рыночной ликвидности (в том числе в упоминавшейся выше модели Холмстрома–Тироля), способствует увеличению стоимости корпорации. С другой сторо-

ны, сами операции, осуществляемые частной корпорацией, в обстановке информационной асимметрии могут выступать в качестве «сигнала», содержащего весьма существенную информацию, которой руководствуется команда управляющих (или собственники компании).

В рамках модели С. Майерса–Н. Мэджлафа (см.: (*Mayer, 1998*); (*Morris, Majluf, 1984*)) решение корпорации, предполагающее выпуск дополнительной партии акций, как бы делало общедоступной инсайдерскую информацию: у фирмы есть основания ожидать худшего исхода. В подобной ситуации информация, предполагаемая самим актом дополнительной эмиссии, может неблагоприятно сказаться на рыночной стоимости фирмы. Воздерживаясь от подобного сигнала (а при отсутствии других финансовых возможностей это означает отказ от капиталовложений с положительной NPV), корпорация может несколько ограничить сферу дисциплинирующего воздействия рыночных сил.

К аналогичным выводам приходят и авторы другой теоретической схемы (см. (*Almazan, Suarez, Titman, 2003*)). В этой модели рассматривается поведение корпораций, не сумевших стать лидерами в освоении новых технологий. И в данном случае сигнал, свидетельствующий о том, что рассматриваемая фирма использует устаревшую технологию, может привести к уменьшению рыночной стоимости фирмы. Опасаясь этого, компания опять-таки предпочитает не прибегать к размещению новых акций на финансовом рынке.

Из всего сказанного следует, что свободное движение информации может наталкиваться (и в реальной жизни действительно наталкивается) на барьеры различного рода. Во всех рассмотренных выше случаях наблюдались сходные ситуации: столкнувшись с «неблагоприятным» ходом дел (сугубо частная информация), корпорация стремится избегнуть нежелательной реакции финансового рынка. С этой целью она ограничивает поток информации о текущем и предполагаемом состоянии фирмы, делает ее менее прозрачной, а в первом из перечисленных случаев (нарушение административных правил составления отчетных документов) корпорация может прибегать и к дезинформации, к преднамеренному манипулированию отчетными данными с целью уменьшения налого-

вой нагрузки, к обмену кредиторов и мелких акционеров и др. Банкротства Enron, World Com, Tyco и других крупных американских корпораций, скандал с европейской компанией Parmalat подтвердили, что даже в странах с развитым корпоративным законодательством не только стандарты регулярно публикуемой отчетности, но и принципы, определяющие «глубину» независимого аудиторского контроля, продолжают оставаться до некоторой степени размытыми.

И все же случаи сокрытия «неблагоприятной» информации или дезинформации существенно отличаются от ситуаций, описываемых С. Майерсом и Н. Мэджлафом или А. Элмазаном и его соавторами. Ведь в первом случае имеет место не просто стремление частной корпорации ограничить свою зависимость от требований финансового рынка. Речь идет о прямом нарушении сложившихся норм, охраняющих права собственности и контрактные права, в том числе об отказе фирмы предоставлять информацию о себе всем заинтересованным участникам хозяйственных операций, осуществляемых данной корпорацией.

Конечно, любая попытка уменьшить прозрачность отчетных данных затрудняет эффективное корпоративное управление, осуществляемое внешними собственниками и может, в конечном счете, отрицательно отразиться на перспективах устойчивого развития корпорации. Проверка адекватности той информации, которую предоставляет частная корпорация, обеспечивает, как отмечал председатель американской Комиссии по ценным бумагам У. Доналдсон, «фундамент, на котором должно быть возведено здание корпоративного управления» (цит. по (*Kane, 2003, p. 3*)). И все же исход действий, направленных на уменьшение прозрачности компании, может оказаться различным.

1. В случаях, когда некоторые умолчания (сохранение частного характера информации) не нарушают правил составления отчетных документов и не обнаруживаются в ходе взаимодействия рыночных сил, они могут способствовать поддержанию сравнительно высокой стоимости компаний и уменьшению издержек, связанных с текущим финансированием.
2. «Благотворное» воздействие многих видов дезинформации и преднамеренных умолчаний в большинстве случаев носит

весьма краткосрочный характер. Последующее развитие событий на товарных и финансовых рынках выявляет истинное положение дел и ухудшает не только хозяйственное положение корпорации, но и ее репутацию, и кредитоспособность.

При наиболее серьезных нарушениях правил регулярной отчетности действия корпорации могут не только считаться предосудительными, но и стать объектом специального расследования. «Правила игры» на рынках капитала предполагают, что такие действия могут повлечь за собой санкции со стороны исполнительных властей и судебно-правовых инстанций.

2.3. Российский фондовый рынок в системе механизмов корпоративного управления

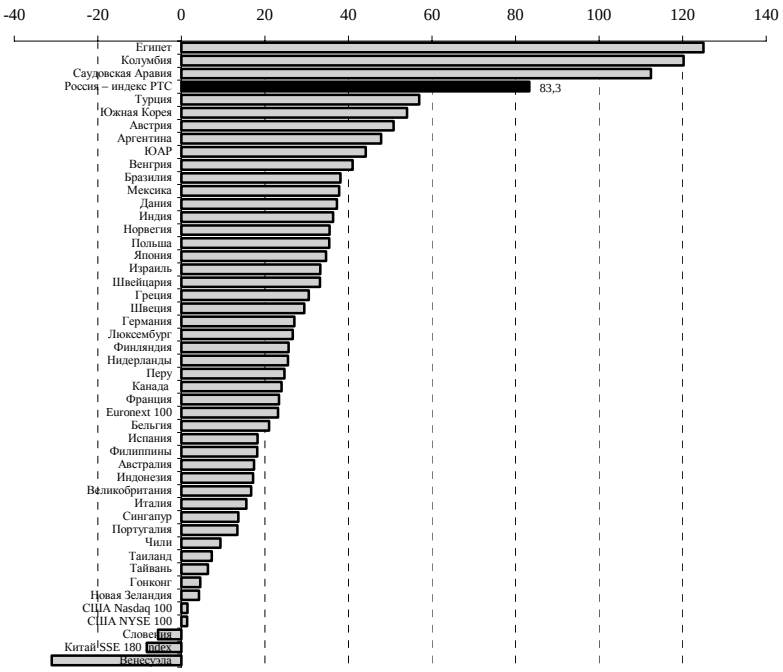
В 2005 г. российский фондовый рынок (РФР)[22] продемонстрировал бурный рост на фоне замедления темпов прироста ВВП, промышленного производства и неутихающей инфляции. Все это заставляет задуматься о качестве роста РФР и его влиянии на решение ключевых социально-экономических проблем.

2.3.1. Рост ликвидности и стоимости финансовых активов

В 2005 г. росли все сегменты РФР. В отличие от 2004 г., когда индекс РТС практически не изменился, в 2005 г. РФР стал одним из мировых лидеров по доходности вложений в акции (*рис. 2.1*).

30 декабря 2005 г. индекс РТС увеличился на 83,3% по сравнению со значением на конец 2004 г. Выше оказались результаты лишь по фондовым индексам Саудовской Аравии, Колумбии и Египта.

[22] Под «российским фондовым рынком» (РФР) понимается биржевой рынок эмиссионных ценных бумаг, обязательства по которым деноминированы в рублях.

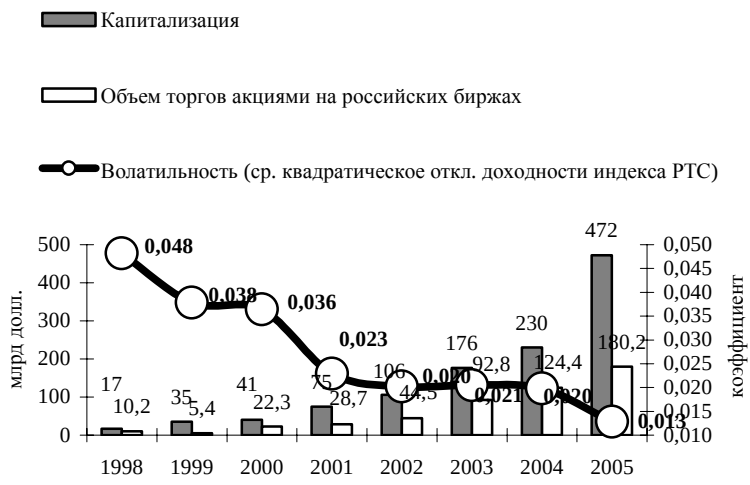


Источник: по данным Всемирной федерации бирж и журнала Economist.

Рис. 2.1. *Прирост фондовых индексов (%, декабрь 2005 г. к декабрю 2004 г.)*

Рост ликвидности рынка акций вызвали заметное повышение капитализации российских компаний и снижение волатильности цен акций, что показано на *рис. 2.2.*

В 2005 г. капитализация российских компаний выросла с 230 до 472 млрд долл., или в 2,1 раза; объем биржевых торгов акциями на фондовых биржах ММВБ, РТС и «Санкт-Петербург» увеличился со 124,4 до 180,2 млрд долл., или в 1,5 раза. Показатель среднего квадратического отклонения индекса РТС за день, характеризующий волатильность цен «голубых фишек», в 2005 г. составил 0,013 против 0,020 в 2004 г., что означает снижение риска инвестиций в акции на 35%.



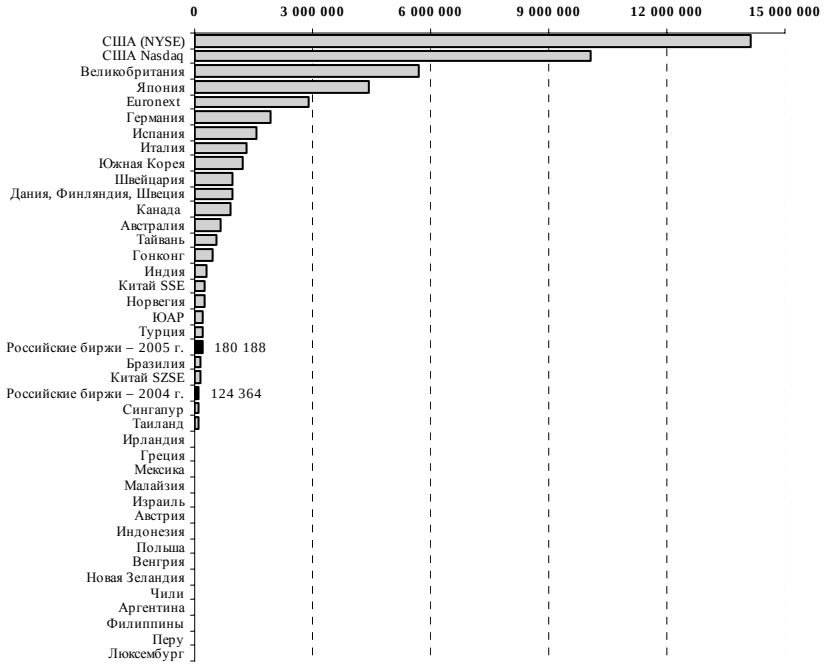
Источник: по данным РБК и российских бирж.

Рис. 2.2. Капитализация, ликвидность и волатильность российского рынка акций

Как показано на *рис. 2.3*, рост ликвидности позволил РФР в 2005 г. достичь локального успеха и превзойти показатели Шанхайской и Бразильской бирж. Однако данные изменения остались практически незаметными на фоне разрыва между ликвидностью российских и ликвидностью глобальных фондовых бирж.

По ликвидности акций в 2005 г. российские фондовые биржи показали более высокие результаты по сравнению с фондовыми рынками Бразилии, Мексики, Чили, Аргентины, Сингапура, Таиланда, Малайзии и Индонезии. Однако РФР отстает не только от развитых рынков капитала, но и от ряда развивающихся рынков (Южная Корея, Тайвань, Индия, Китай, ЮАР и Турция), оставаясь «середнячком» на фоне крупных развивающихся рынков капитала и рынком периферийным по отношению к глобальным рынкам капи-

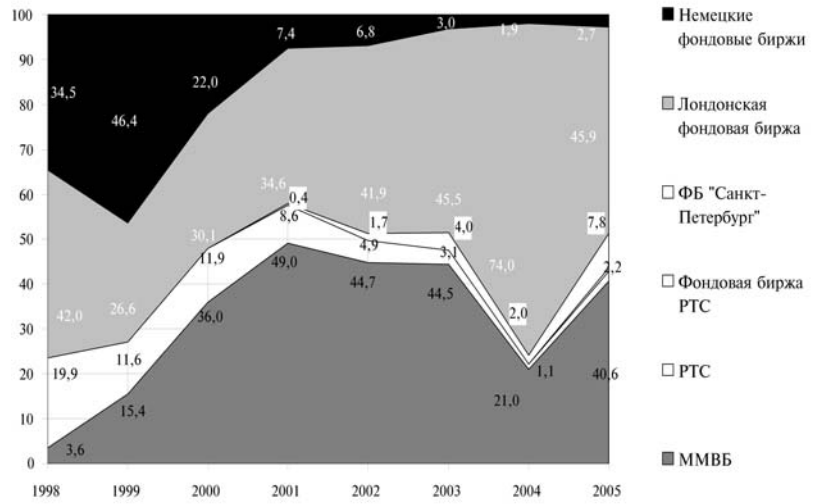
тала. Его развитие во многом определяется поведенческими факторами международных инвесторов и состоянием глобальных фондовых рынков (прежде всего американского).



Источник: по данным Всемирной федерации бирж.

Рис. 2.3. Объем биржевых торгов акциями, млн долл.

Положительной тенденцией 2005 г. является укрепление позиций РФР на рынке акций и депозитарных расписок российских эмитентов, что можно увидеть на *рис. 2.4*. В общем объеме торгов акциями и депозитарными расписками российских АО доля Лондонской фондовой биржи (ЛФБ) сократилась с 74,0% в 2004 г. до 45,9% в 2005 г.; доля фондовой биржи ММВБ за это же время выросла с 21,0 до 40,6%, совокупная доля бирж РТС и «Санкт-Петербург» – с 2,1 до 10,0%.

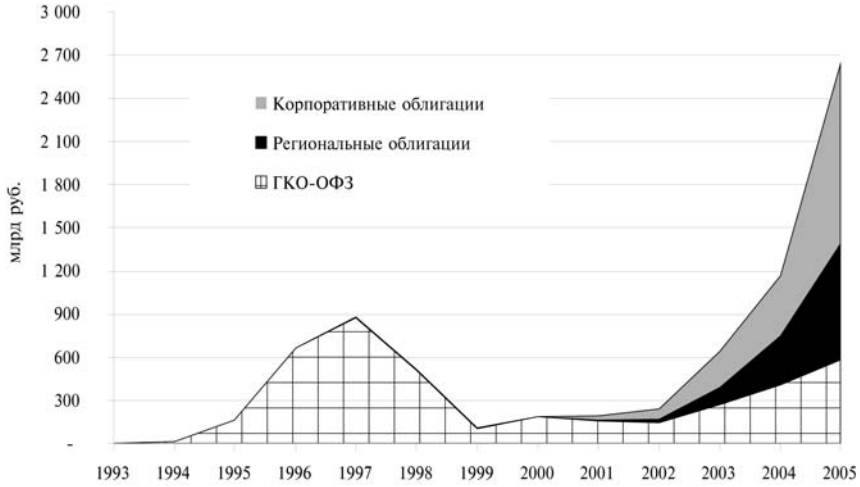


Источник: по данным фондовых бирж (без учета NYSE).

Рис. 2.4. Удельный вес бирж в объемах торгов акциями российских АО

Изменение соотношения сил между биржами в 2005 г. вызвано не только ростом объемов биржевой торговли на РФР с 124,4 до 180,2 млрд долл. (в 1,5 раза), но и падением объемов сделок с депозитарными расписками на ЛФБ с 381,3 до 161,2 млрд долл., т.е. в 2,4 раза. В 2005 г. часть инвесторов переориентировали свои операции на внутренний РФР. Однако другая часть консервативных инвесторов заметно сократила операции с ценными бумагами российских эмитентов под влиянием дела НК «ЮКОС».

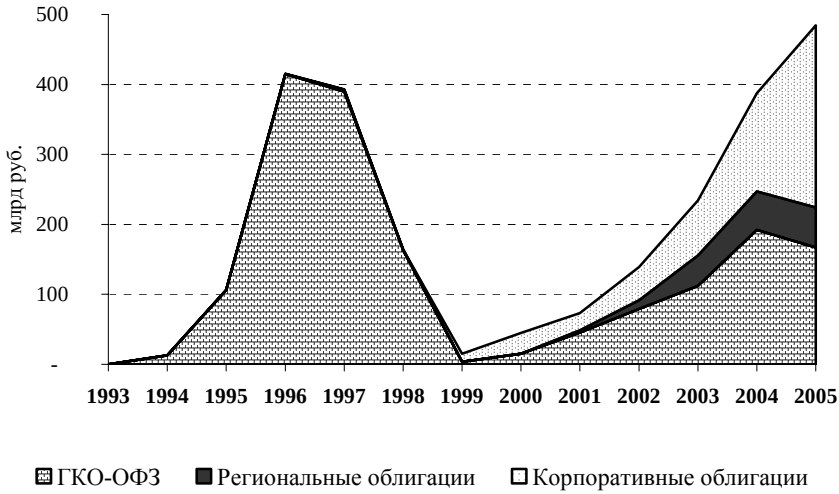
Наряду с ростом рынка акций в 2005 г. наблюдался рост внутреннего облигационного рынка. Как показано на *рис. 2.5* и *2.6*, обороты вторичного биржевого рынка и объемы размещений облигаций превзошли рекорды рынка ГКО, зафиксированные в 1996–1997 гг.



Источник: по данным Минфина России, CBonds и фондовых бирж.

Рис. 2.5. Объемы вторичных торгов облигациями на РФР

Объемы биржевых торгов облигациями в 2005 г. в 3 раза превысили максимум ликвидности рынка ГКО, установленный в 1997 г. За год объемы сделок с корпоративными облигациями на вторичном биржевом рынке увеличились в 3,0 раза, с региональными и федеральными облигациями – соответственно в 2,4 и 1,4 раза. Росту ликвидности и размещений облигаций не препятствовал факт отрицательной реальной доходности большинства выпусков корпоративных облигаций. Данное обстоятельство объясняется тем, что основными участниками этого рынка выступают банки и нерезиденты, располагающие возможностями использования различных спекулятивных стратегий для компенсации потерь «пассивного» владения данными ценными бумагами. Приток ликвидности на рынок рублевых облигаций позволил эмитентам успешно размещать новые выпуски облигаций (*рис. 2.6*).



Источник: по данным Минфина России, CBonds и фондовых бирж.

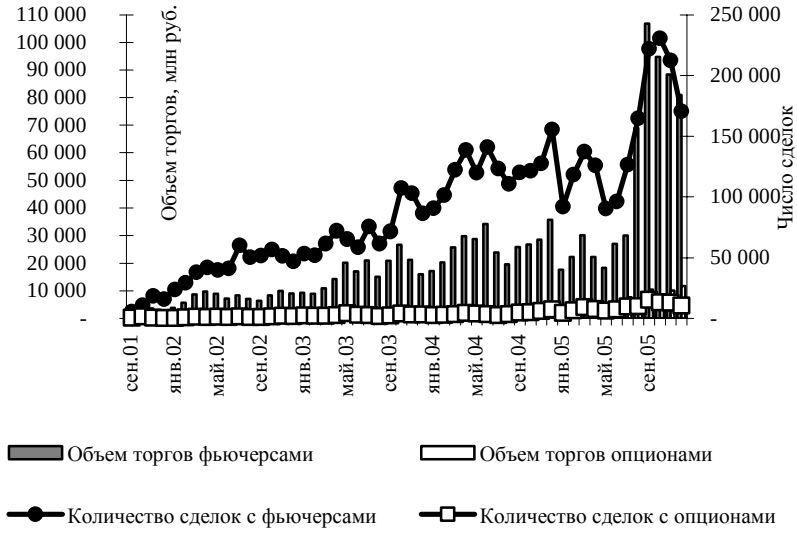
Рис. 2.6. Объемы размещения рублевых облигаций на РФР

Объем размещений облигаций в 2005 г. вырос в меньшей степени, чем обороты их вторичного рынка. Двигателем роста эмиссий долгового рынка стали корпоративные облигации, объем их размещений вырос со 140,4 млрд руб. в 2004 г. до 260,6 млрд руб. в 2005 г., или в 1,9 раза. Сумма эмиссии региональных облигаций в 2005 г. сохранилась на уровне 2004 г. Эмиссия ОФЗ в 2005 г. составила 167,2 млрд руб., уменьшившись по сравнению с предшествующим годом на 24,8 млрд руб., или на 12,9%. Наличие стабильной доходной базы федерального и региональных бюджетов снижает интерес органов власти к заемным средствам.

Общий объем рублевых облигаций в обращении, включая федеральные ценные бумаги, корпоративные и региональные облигации, вырос с 1,1 трлн руб. в 2004 г. до 1,5 трлн руб. в 2005 г., или почти на 1/3.

Важным событием 2005 г. стало развитие срочного рынка. После краха российского срочного рынка в 1998 г., когда западные инвесторы понесли миллиардные убытки, надежды на восстанов-

ление рынка производных инструментов казались призрачными. События 2005 г. опровергли данные сомнения (*рис. 2.7*).



Источник: по данным ОАО РТС.

Рис. 2.7. Объемы торгов и количество сделок на срочном рынке ОАО «РТС» с 1.09.2001 г. по 1.01.2006 г.

В 2005 г. в России объемы биржевых торгов составили: фьючерсными контрактами – 21,5 млрд долл., опционами – 2,8 млрд долл.; уровень 2004 г. был превышен соответственно в 1,9 и 2,9 раза. Резкое увеличение объемов торгов на срочном рынке РТС во второй половине 2005 г. обусловлено появлением новых финансовых инструментов – срочных контрактов на индекс РТС и портфель облигаций г. Москвы.

Таким образом, в 2005 г. наблюдался аномальный рост ликвидности и цен практически всех активов на РФР. Ликвидность финансовых инструментов в виде объемов сделок на вторичном бирже-

вом рынке повысилась по акциям в 1,5 раза, по рублевым облигациям – в 2,3 раза, по фьючерсам и опционам – в 2 раза. Рост цен активов проявился в повышении капитализации компаний за год в 2,1 раза. Стоимость рублевых облигаций в обращении в 2005 г. увеличилась на 1/3.

2.3.2. Факторы роста

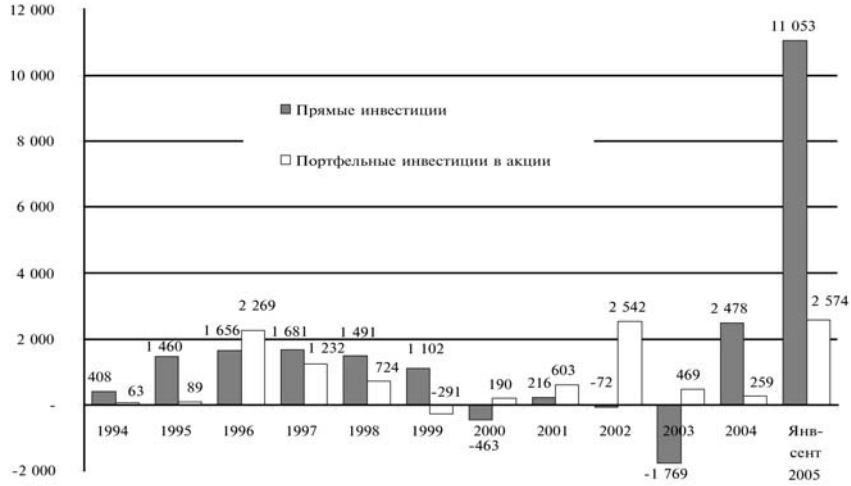
В отличие от многих других стран в России не ведется статистики финансовых счетов, которая позволяет точно фиксировать участие разных категорий инвесторов в ценных бумагах российских эмитентов[23]. В этих условиях оценить меру влияния различных факторов на рост РФР можно лишь по косвенным признакам.

Позитивные тенденции на РФР в 2005 г. в определенной мере связаны с внутренними факторами. В стране сохранялось устойчивое макроэкономическое положение. Стоимость золотовалютного резерва и Стабилизационного фонда на конец года достигла 182,2 и 51,6 млрд долл. России были присвоены инвестиционные рейтинги, крупнейшие мировые инвестиционные банки («Голдман Сакс», «Морган Стэнли» и др.) открыли здесь свои подразделения. В 2005 г. были устранены препятствия для приобретения нерезидентами акций Сбербанка России, завершена либерализация акций ОАО «Газпром». Повысился спрос на акции со стороны внутренних инвесторов – физических лиц, управляющих компаний портфелями паевых инвестиционных и пенсионных фондов, частных инвесторов и страховых организаций. За год только активы ПИФов выросли со 111,6 до 223,9 млрд руб., или более чем в 2 раза.

Однако основной вклад в рост РФР внесли иностранные инвесторы. По нашим расчетам, в общем обороте биржевого рынка акций и депозитарных расписок доля нерезидентов составляет около

[23] Отказ от ведения учета по финансовым счетам в системе национального счетоводства России, который руководитель Росстата В. Соколин в интервью «Ведомостям» 27 июля 2005 г. объяснил недостатком финансовых и кадровых ресурсов в его ведомстве, не может не вызывать удивления. Если представить экономику России в виде большой корпорации, то это означает нежелание регулярно составлять бухгалтерский баланс и отчет о движении денежных средств из-за отсутствия работников в бухгалтерии.

65%[24]. Двукратный рост капитализации акций в 2005 г. сопровождался рекордным притоком прямых и портфельных иностранных инвестиций в акции российских компаний (*рис. 2.8*).



Источник: по данным Платежного баланса Российской Федерации.

Рис. 2.8. Чистый импорт (+), экспорт (–) капитала в Россию, млн долл.

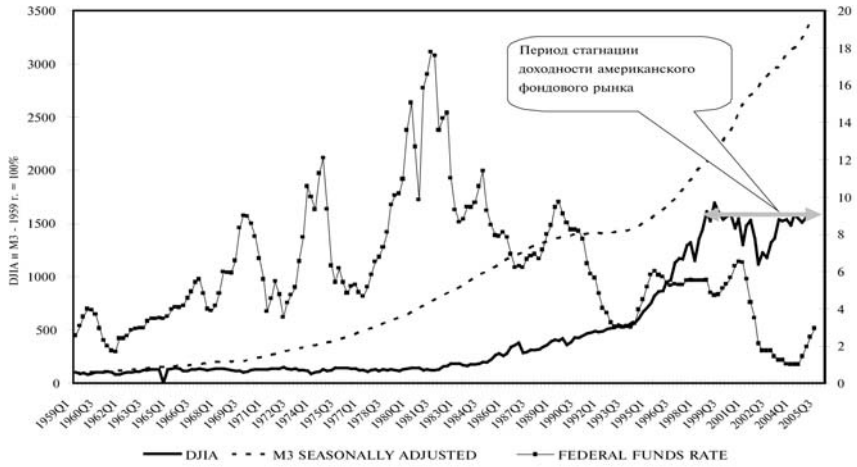
За 9 месяцев 2005 г. спрос нерезидентов на акции российских компаний увеличился на 13,6 млрд долл. по сравнению с 2,7 млрд долл. в 2004 г. и оттоком иностранных инвестиций в 2003 г. на сумму 1,3 млрд долл. Учитывая, что у крупнейших компаний в обращении находится в среднем не более 10% акций, приход таких средств на внутренний рынок не мог не отразиться на росте биржевых котировок.

Приток иностранных инвестиций на развивающиеся фондовые рынки часто объясняют двумя группами факторов ((*Pettis, 2001*); (*Goldin, Reinert, 2006*)). Один подход связывает инвестиции из развитых стран с позитивными результатами экономических реформ в

[24] По оценкам ФСФР России, в начале 2006 г. иностранные фонды контролировали около 70% рынка акций российских компаний. См.: Вьюгин О. Кто на бирже хозяин // Российская газета. 28 февраля 2006 г.

развивающихся экономиках, делающих их привлекательными для международных инвесторов. Второй подход основной причиной экспорта капитала в развивающиеся страны называет излишнюю денежную массу (ликвидность[25]) в развитых странах, стремящуюся найти более доходные сферы вложений за рубежом. По нашему мнению, именно второй подход позволяет более точно объяснить процессы роста развивающихся рынков, включая российский, в 2005 г.

На *рис. 2.9* приведены данные о ликвидности на американском финансовом рынке.



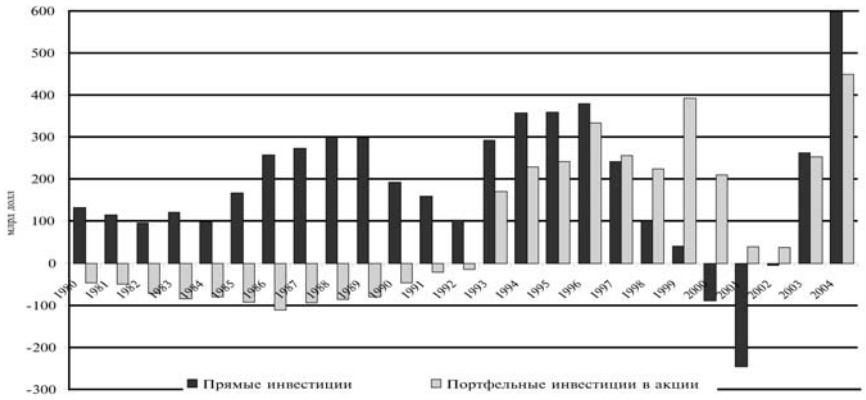
Источник: по данным МВФ и yahoo finance.com.

Рис. 2.9. Стоимость денег, ликвидность и индекс DJIA в США в 1959–2005 гг.

С середины 1980-х годов монетарные власти США способствовали росту денежной массы в целях поддержания темпов роста экономики путем снижения стоимости денег (federal funds rate), предоставляемых ФРС банкам. Рост денежной массы (М3) способствовал повышению ликвидности и цен на рынке акций амери-

[25] Под ликвидностью в данном случае понимается объем средств, доступных для инвестиций.

канских компаний. Если в начале 1980-х годов индекс DJIA составлял около 900 пунктов, то в 1999 г. он достиг 11 500 пунктов, увеличившись почти в 13 раз. За предшествующие 20 лет – с 1960 по 1980 г. – DJIA вырос всего на 250 пунктов, т.е. менее чем на 40%. Рост ликвидности и фондового рынка с середины 1990-х годов позволил США заметно увеличить экспорт капитала за рубеж. Этот процесс ускорился за последние годы, когда после спада американского фондового рынка 2000–2002 гг. стала очевидной долгосрочная стагнация роста доходности акций крупнейших американских компаний (*рис. 2.10*).



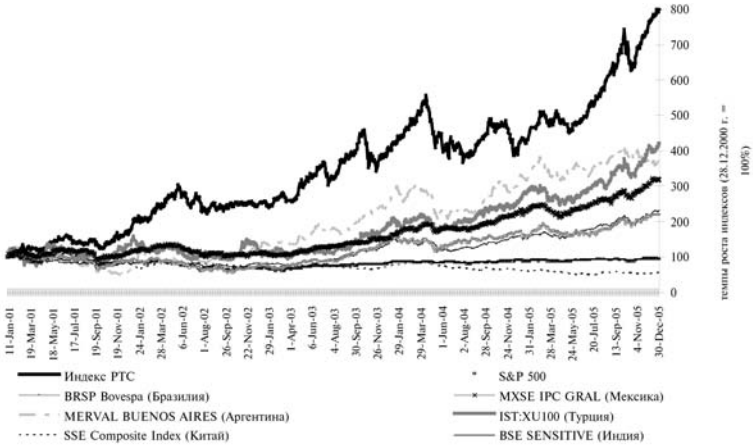
Источник: по данным МВФ.

Рис. 2.10. Экспорт (+), импорт (–) прямых и портфельных инвестиций в акции в США в 1980–2004 гг.

На протяжении последних 25 лет США являлись крупным экспортером прямых иностранных инвестиций, с 1993 г. – экспортером портфельных инвестиций на рынке акций. С 2003 г. (включая 2005 г.) наблюдался ускоренный рост прямых и портфельных инвестиций в акции иностранных компаний. В условиях низкой доходности вложений на внутреннем рынке рост инвестиций в акции иностранных компаний отражает стремление международных инвесторов разместить излишки ликвидности на более доходных и рискованных зарубежных рынках, включая российский.

В пользу точки зрения, объясняющей рост РФР притоком глобальной ликвидности в большей мере по сравнению с успехом экономических реформ в нашей стране, свидетельствует ряд обстоятельств.

Синхронность роста большинства развивающихся рынков акций. В 2005 г. индексы РТС и ММВБ росли одновременно с индексами большинства развивающихся фондовых рынков, что показано на *рис. 2.11.*



Источник: по данным ФРС США и фондовых бирж.

Рис. 2.11. Темпы роста фондовых индексов в 2001–2005 гг.

В 2001–2005 гг. индекс американского рынка S&P 500 практически не вырос. В то же время большинство развивающихся рынков росли ускоренными темпами. За данный период темпы роста индекса РТС составили 799,3%, фондовых индексов Аргентины – 370,3%, Турции – 420,2%, Мексики – 318,4%, Бразилии – 219,6% и Индии – 231,5%. При этом, как видно из *табл. 2.1*, в 2003 и 2005 гг. наблюдался почти предельный уровень корреляции индекса РТС с фондовыми индексами Индии, Бразилии, Мексики, Турции и Аргентины. В 2004 г. корреляция индекса РТС со всеми указанными индексами была слабой, что объясняется оттоком капитала из России из-за событий вокруг НК «ЮКОС».

Таблица 2.1

Корреляция индексов США и крупнейших развивающихся рынков с индексом РТС в 2001–2005 гг.

	Коэффициент корреляции индекса РТС с:							
	S&P 500	BSE SENSITIVE (Индия)	IST:XU100 (Турция)	MXSE IPC GRAL (Мексика)	BRSP Bovespa (Бразилия)	STRAITS TIME (Сингапур)	MERVAL Buenos Aires (Аргентина)	SSE Composite (Китай)
2001	–0,27	–0,47	0,59	0,25	–0,37	–0,43	–0,57	–0,32
2002	–0,17	–0,19	–0,28	0,23	–0,16	–0,07	–0,11	0,21
2003	0,89	0,81	0,71	0,89	0,83	0,88	0,83	–0,54
2004	0,14	0,34	0,16	0,13	0,04	0,02	0,53	0,55
2005	**0,73**	**0,98**	**0,95**	**0,96**	**0,92**	**0,81**	**0,72**	**–0,28**
2001–2005	0,28	0,91	0,92	0,92	0,87	0,74	0,93	–0,79

Источник: по данным yahoo finance.com и фондовых бирж.

Синхронный рост большинства развивающихся рынков в 2003 и 2005 гг. свидетельствует о том, что глобальные инвестиционные фонды инвестируют в эти рынки на «пакетной» основе, стремясь диверсифицировать вложения между разными странами независимо от макроэкономического положения тех или иных государств. Данное обстоятельство связано с особенностями принятия решений глобальными инвесторами при инвестировании в развивающиеся рынки – значимость фактора привлекательности развивающихся рынков в целом преобладает над значимостью особенностей отдельных развивающихся рынков[26].

Единственным индексом крупного развивающегося рынка, который снижался при росте индекса РТС и характеризовался отри-

[26] Данная закономерность обоснована в кандидатской диссертации М.М. Кудиновой «Российский и зарубежные рынки ценных бумаг: проблемы взаимодействия» (М.: Финансовая академия при Правительстве РФ, 2005). Примером такого подхода является продвижение группой Морган Стэнли среди инвесторов идеи инвестирования в портфельные инструменты стран BRIC (Бразилии, России, Индии и Китая).

цательным (–0,28) коэффициентом корреляции, являлся индекс китайского фондового рынка SSE Composite. Однако данное исключение из правил лишь подтверждает предположение о высоком уровне зависимости развивающихся рынков от глобальной ликвидности. Дело в том, что на внутреннем рынке иностранным инвесторам практически невозможно приобретать акции китайских корпораций из-за ограничений на приобретение долей китайских инвестиционных компаний[27]. По этой причине внутренний китайский рынок закрыт для инвестиций зарубежных инвестиционных фондов, в том числе для хедж-фондов.

Зависимость РФР от зарубежных фондов с краткосрочными спекулятивными стратегиями. Крупнейшие глобальные фонды инвестируют в Россию на диверсифицированной основе наряду с другими развивающимися рынками. В США, Европе и Юго-Восточной Азии отсутствуют крупные консервативные инвестиционные фонды, специализированные на вложениях в ценные бумаги российских эмитентов[28]. Специализированные на России фонды обычно являются низкокапитализированными[29] и в большинстве своем имеют статус хедж-фондов или фондов, ориентированных на квалифицированных инвесторов (например, фонд Hermitage и трасты под управлением компании JPMorgan Fleming). Россия остается единственным крупным развивающимся рынком, под акции которого не создан ни один биржевой индексный фонд (ETFs), включенный в листинг глобальных фондовых бирж. Специализированные на России фонды отсутствуют среди клиентов международных расчетных центров Euroclear и Clearstream, обслуживающих дистрибуцию ценных бумаг более чем 20 тыс. европейских

[27] China' s securities industry. Fixing broken brokers // The Economist. February 11th, 2006. С. 67–68.

[28] Редким исключением в США является взаимный фонд ING Russia Fund, управляемый компанией ING Investments, LLC. В конце 2005 г., по данным WSJ от 5 января 2006 г., по доходности за 5 лет данный фонд занял первое место среди всех американских взаимных фондов, а по доходности за год оказался вторым. Вместе с тем активы ING Russia Fund невелики по сравнению с другими взаимными фондами, составляя 300 млн долл.

[29] Классификация таких фондов приводится в третьей главе диссертации И.В. Хромушина «Портфельные инвестиционные фонды в международной финансово-кредитной системе и их роль в развитии российского рынка акций» (ИМЭМО РАН, 2004).

инвестиционных фондов. В отличие от рынков Китая и Индии, РФР пока не привлекает внимания крупнейших фондов прямых инвестиций, специализирующихся на реструктуризации компаний и отраслей.

По данным Росстата, на долю офшорных зон (Люксембург, Кипр, Виргинские и Каймановы острова) в 2005 г. приходилось 40% накопленных иностранных инвестиций в Россию. Все это дает основания предполагать, что основными проводниками иностранных инвестиций в ценные бумаги российских эмитентов выступают хедж-фонды и другие фонды, ориентированные на квалифицированных инвесторов. Для таких фондов первостепенное значение имеет возможность извлечения прибыли за счет краткосрочных изменений цен акций и товарных ресурсов, курсовой, процентной и денежно-кредитной политики, использования непубличной информации. Менее значимым фактором является проведение экономических реформ и их результативность в странах инвестирования.

Синхронность роста «голубых фишек» на РФР. При инвестировании международных инвесторов на развивающихся рынках «страновой» подход обычно преобладает над отраслевым (индустриальным) (*Brooks, Del Negro, 2002*). Применительно к РФР это означает синхронные изменения цен различных компаний при поступлении или оттоке портфельных инвестиций из-за рубежа вне прямой зависимости от степени эффективности работы той или иной компании. Это проявляется в близких к 1 коэффициентах бета большинства «голубых фишек», характеризующих степень отклонений доходности инвестиций в те или иные ценные бумаги от доходности фондовых индексов, а также в трудностях реализации на РФР классических портфельных стратегий, предполагающих снижение несистематического риска за счет включения в портфель ценных бумаг с отрицательной корреляцией доходности.

В *табл. 2.2* приводятся коэффициенты бета по 19 выпускам наиболее ликвидных акций, включенных в индекс ММВБ.

У большинства выпусков акций коэффициенты бета близки к 1, что свидетельствует о высоком уровне корреляции изменений их цен с доходностью индекса ММВБ. В 2005 г. средний по всем выпускам акций коэффициент бета составил 0,89, увеличившись по

сравнению с коэффициентом (0,81) в 2004 г. Это говорит о росте синхронности изменений цен «голубых фишек» на РФР под влиянием портфельных стратегий иностранных инвесторов.

Таблица 2.2

Коэффициенты бета российских «голубых фишек» в 2003–2005 гг.

	Бета			
	2003	**2004**	**2005**	**2003–2005**
ОАО «Аэрофлот» (ао)	0,57	0,25	0,46	**0,40**
ОАО «АвтоВАЗ» (ао)	0,64	0,52	0,40	**0,54**
ОАО «АвтоВАЗ» (ап)	0,48	0,55	0,42	**0,50**
РАО «ЕЭС России» (ао)	1,14	1,00	0,98	**1,05**
РАО «ЕЭС России» (ап)	0,95	1,00	0,86	**0,95**
ГМК «Норильский Никель» (ао)	0,87	1,19	1,04	**1,05**
ОАО «ЛУКОЙЛ» (ао)	0,91	0,86	1,03	**0,91**
ОАО «Мосэнерго» (ао)	1,04	0,66	1,28	**0,92**
ОАО «Ростелеком» (ао)	0,98	0,82	0,87	**0,89**
ОАО «Ростелеком» (ап)	0,85	0,61	0,85	**0,75**
Сберегательный банк РФ (ао) ()	0,75	0,71	0,79	**0,74**
Сберегательный банк РФ (ап)	0,54	0,60	0,99	**0,66**
ОАО «Сибнефть» (ао)	1,29	0,85	0,91	**1,02**
ОАО «Сургутнефтегаз» (ао)	1,22	0,90	1,13	**1,06**
ОАО «Сургутнефтегаз» (ап)	0,97	0,70	0,97	**0,86**
ОАО «Татнефть» (ао)	0,77	0,80	1,32	**0,90**
ОАО «Татнефть» (ап)	0,66	0,82	1,14	**0,83**
ОАО «ЮКОС» (ао)	1,27	1,96	0,82	**1,49**
ОАО «Газпром» (ао)	0,75	0,65	0,71	**0,70**
Индекс ММВБ	**1,00**	**1,00**	**1,00**	**1,00**
Среднее значение	**0,88**	**0,81**	**0,89**	**0,85**

Источник: по данным российских фондовых бирж.

Рост РФР при замедлении темпов экономического роста и усилении роли государства в экономике. Почти двукратный рост ликвидности акций и размещений корпоративных облигаций в 2005 г. имел место на фоне замедления темпов экономического роста, стабилизации роста инвестиций в реальный капитал и сохраняющегося высокого уровня инфляции (*табл. 2.3*).

Таблица 2.3

Показатели социально-экономического развития России в 2001–2005 гг.

	2001	2002	2003	2004	2005
ВВП, прирост, %	5,1	4,7	7,3	7,4	6,4
Промышленное производство, прирост, %	4,9	3,7	7,0	6,1	4,0
Инвестиции в основной капитал, прирост, %	8,7	2,6	12,5	10,9	10,5
Инфляция, %	18,6	15,1	12,0	11,7	10,9

Источник: по данным Росстата.

Темы роста ВВП в 2005 г. составили 6,4% по сравнению с 7,4% в 2004 г.; объем промышленного производства – соответственно 4,0% против 6,1%. Несколько снизились темпы роста инвестиций в основной капитал. Правительству и Банку России не удается справиться с относительно высоким уровнем инфляции. Если добавить к этому факты практической остановки рыночных реформ, коррупции и экспансии государства в экономику, то становится очевидным, что рост РФР в 2005 г. под воздействием притока средств нерезидентов не связан с улучшением макроэкономических показателей России и тем более с результативностью экономических реформ в стране[30].

Таким образом, можно сделать вывод о том, что, несмотря на позитивные сдвиги, связанные с повышением активности внутренних инвесторов, бурный рост РФР в 2005 г. был обеспечен за счет повышения спроса на ценные бумаги российских эмитентов со стороны иностранных инвесторов. Основным фактором притока иностранных инвестиций являлся избыток ликвидности, сложив-

[30] Необходимость серьезных улучшений делового климата России особо подчеркивается в Обзоре МВФ состояния мировой экономики в 2006 г. (Global Economic Outlook). www.imf.org

шийся на глобальных фондовых рынках вследствие недостатка объектов инвестирования с приемлемыми для международных инвесторов доходностью и риском. Рост цен финансовых инструментов за счет внешней ликвидности ведет к некоторому оживлению инвестиционной активности в стране, однако при этом повышаются риски неплатежеспособности эмитентов, кредитные и рыночные риски внутренних инвесторов в случае изменений тенденций на глобальных финансовых и товарных рынках. Кроме того, это ведет к ослаблению стимулов роста РФР за счет внутренних факторов и использования его потенциала для решения задач социально-экономического развития страны.

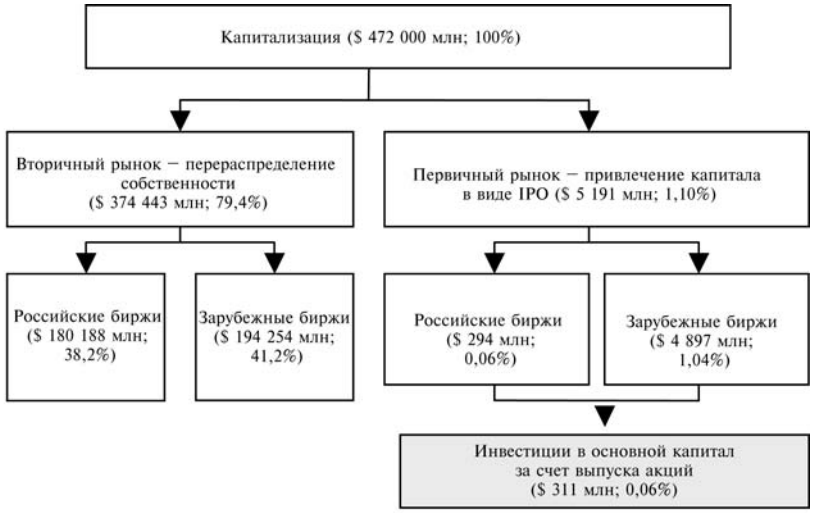
2.3.3. Влияние роста РФР на инвестиции, экономику и сбережения

Привлечение инвестиций и экономический рост. Рост количественных характеристик РФР в 2005 г. породил иллюзию повышения его роли в решении ключевых задач социально-экономического развития страны. Разделив общую сумму средств, привлеченных компаниями на всех биржах путем размещения акций и облигаций в 2005 г. (31,5 млрд долл.), на стоимость инвестиций в основной капитал (125,0 млрд долл.), получим, что эмиссия ценных бумаг составляет 25% инвестиций в основной капитал, в том числе через российские фондовые биржи – 8% инвестиций.

На самом деле такие расчеты – явное упрощение ситуации. Далеко не все средства, привлекаемые российскими эмитентами и их офшорными компаниями путем эмиссии ценных бумаг, ведут к созданию реального капитала. Лауреат Нобелевской премии П. Самуэльсон и В. Нордхаус в книге «Экономика» напоминают, что «экономисты используют термин “инвестиции” или “реальные инвестиции” по отношению к вложению денег в дополнительные запасы капитала: оборудования, зданий, сооружений, товарно-материальных запасов», а «инвестиции ... осуществляются только тогда, когда создается реальный капитал» (*Самуэльсон, Нордхаус, 2005*). Рост реального капитала является основой роста ВВП и объемов промышленного производства. По этой причине влияние РФР на инвестиции и экономический рост может проявляться только в меру его влияния на проблему реальных инвестиций.

Около 50% стоимости IPO долевых инструментов российских компаний в 2005 г. представляли собой предложения акций, принадлежавших на момент IPO их владельцам. Средства от продажи таких акций поступили не в компании, а их владельцам. Значительная доля средств, привлекаемых путем выпуска корпоративных облигаций, направляется на обслуживание сделок слияний и поглощений, приобретения уже действующих основных средств у их прежних владельцев, на погашение кредиторской задолженности (включая рефинансирование облигационных долгов), кредитование клиентов, финансовые вложения и другие цели, не предполагающие создание новых мощностей и рост реального капитала.

Располагая данными официальной статистики о сделках по размещению ценных бумаг и источниках инвестиций в основной капитал, построим схемы движения денежных средств при размещении акций (*рис. 2.12*) и рублевых корпоративных облигаций (*рис. 2.13*).



Источник: по данным фондовых бирж и Росстата.

Рис. 2.12. Параметры рынка долевых ценных бумаг российских компаний в 2005 г.

Основной функцией рынка акций российских компаний на биржах являлось перераспределение прав собственности. На вторичный биржевой рынок в 2005 г. приходилось 374,4 млрд долл., или 79,4% капитализации компаний. При этом большая часть вторичного рынка (194,3 млрд долл.) обслуживалась на зарубежных фондовых биржах по сравнению оборотом в 180,2 млрд долл. на российских фондовых биржах. Сделки IPO составили всего 5,2 млрд долл., или 1,1% капитализации. Подавляющая часть IPO (4,9 млрд долл. в 2005 г.) прошла на Лондонской фондовой бирже. Около 50% сделок IPO представляли собой перепродажу акций их прежними владельцами. Вклад рынка акций российских компаний в реальные инвестиции, согласно данным Росстата, в 2005 г. составил всего 0,3 млрд долл., или 0,06% капитализации компаний.



Источник: по данным фондовых бирж, Росстата и агентства Cbonds.

Рис. 2.13. Параметры рынка рублевых корпоративных облигаций (КО) в 2005 г.

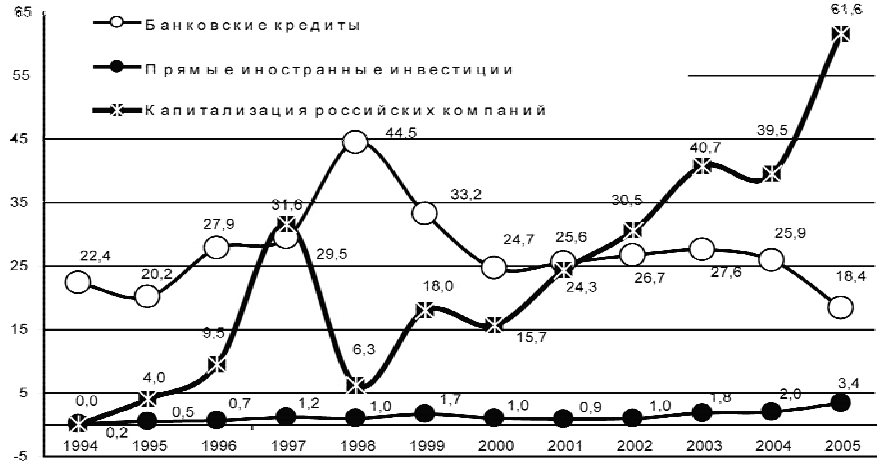
На рынке корпоративных рублевых облигаций в 2005 г. еще более активно, чем на рынке акций, совершались сделки по перераспределению прав собственности. Стоимость сделок с облигациями на вторичном биржевом рынке составила 259,8% рыночной стоимости корпоративных облигаций в обращении, т.е. каждая облигация в среднем 3 раза перепродавалась в течение года. При этом объем сделок по размещению компаниями облигаций составил 9,2 млрд долл., или 54,2% стоимости облигаций в обращении.

Это значительно лучше, чем показатель рынка акций. Однако, по данным Росстата, только 0,2 млрд долл. из 9,2 млрд долл. размещений было направлено на приобретение основного капитала. Конечно, можно сделать скидку на неполноту данных Росстата, на отсутствие официальной информации о доле средств, привлекаемых путем выпуска ценных бумаг, в приросте товарных и материальных запасов, но в целом эти данные заставляют задуматься об эффективности использования компаниями средств от эмиссии акций и облигаций. За эти годы ФСФР России не наладила отчетность об использовании эмитентами средств, привлекаемых при выпуске ценных бумаг, не было произведено ни одного целевого исследования данной проблемы, поэтому сведения Росстата об источниках финансирования основного капитала остаются единственной официальной информацией об эффективности использования средств от эмиссий ценных бумаг. Пока же эта статистика обнаруживает тот факт, что РФР работает как механизм на холостых оборотах. Он обслуживает рынок перераспределения прав собственности, а реальный эффект в виде привлекаемых компаниями ресурсов составляет лишь 1% капитализации ценных бумаг российских эмитентов.

Взаимодействие фондового рынка и банковской системы. Для обеспечения устойчивого экономического роста развитие фондового рынка должно осуществляться параллельно с ростом банковской системы. Исследования зависимости между темпами экономического роста и относительным уровнем капитализации по странам показывают, что наибольшие темпы роста часто имеют государства (например, Китай и другие страны Юго-Восточной Азии), не обладающие наиболее развитым фондовым рынком. Для темпов роста важен уровень развития банковской системы. Через фондовый рынок инвестиции предоставляются на условиях, усредненных для различных категорий эмитентов, и без их прямой увязки с эффективностью бизнес-проектов. Финансирование в виде банковского кредита позволяет более тесно увязывать условия предоставления ресурсов с эффективностью проектов и обеспечивать контроль за их реализацией.

К сожалению, в 2005 г. стало очевидным несоответствие уровня развития национальной банковской системы масштабам экономи-

ки России и потребностям крупнейших компаний в заемных ресурсах. На *рис. 2.14* приводятся данные о доле внутренних банковских кредитов, капитализации и прямых иностранных инвестиций (ПИИ) в ВВП России.



Источник: по данным ЦБР, Росстата, Всемирного банка и ЮНКТАД.

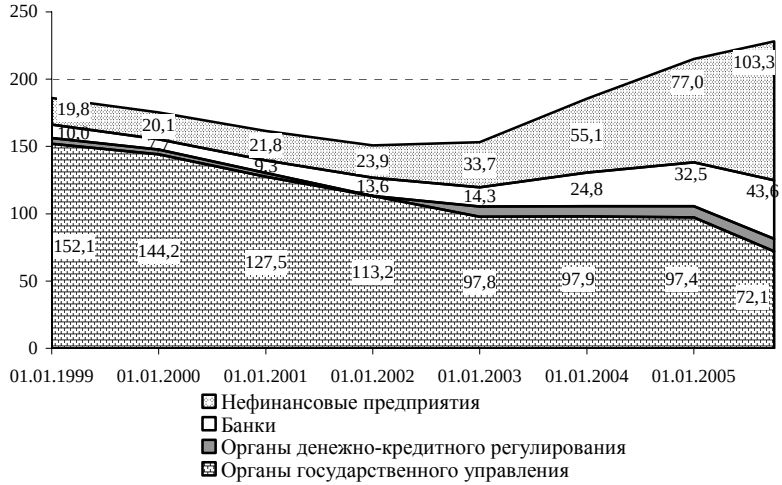
Рис. 2.14. Удельный вес кредитов банков, прямых иностранных инвестиций и капитализации компаний в ВВП России, %

Доля капитализации в ВВП в 2005 г. увеличилась до 61,6% по сравнению с 39,5% за предшествующий год. В этом же году Россия стала одним из мировых лидеров по привлеченным ПИИ, которые, по оценке ЮНКТАД, составили 26,1 млрд долл., удвоившись по сравнению с 2004 г. На этом фоне доля внутреннего кредита в ВВП за год снизилась с 25,9 до 18,4% ВВП[31]. Разрыв между показа-

[31] Данный показатель отражает банковские кредиты различным секторам экономики, включая органы государственного управления, нефинансовые организации, население и другие финансовые институты. Снижение данного показателя в 2005 г. обусловлено тем, что в условиях роста Стабилизационного фонда органы государственного управления изменили свой статус с нетто-дебиторов на нетто-кредиторов банковской системы. Однако указанное обстоятельство не привело к дополнительному росту кредитования в других секторах экономики.

телями капитализации и внутреннего кредита свидетельствует о серьезных диспропорциях между уровнем развития банковской системы и ростом российских компаний. Существенным фактором низкой эффективности банковской деятельности в России является *отсутствие механизма рефинансирования банков*, стимулирующего выдачу кредитов бизнесу.

Рост внешнего долга российских компаний. Слабость российских банков вынуждает компании активнее привлекать заемные ресурсы за рубежом, прежде всего в виде кредитов и выпусков ценных бумаг. Это привело к существенным изменениям внешнего долга России и российских компаний в 2005 г. (*рис. 2.15*).



Источник: по данным ЦБР и Минфина России.

Рис. 2.15[32]. Внешний долг Российской Федерации в 1999–2005 гг., млрд долл.

[32] Несмотря на то что основная часть внешнего долга нефинансовых компаний приходится на крупнейшие государственные компании, вряд ли целесообразно отождествлять данные долги с внешним долгом Российской Федерации. Формально Российская Федерация пока не несет имущественной ответственности в случае неисполнения обязательств по долгам тех компаний, в которых государству принадлежит контрольный пакет акций.

В 2005 г. внешняя задолженность нефинансовых компаний и коммерческих банков составила соответственно 103,3 млрд и 43,6 млрд долл. За год долг нефинансовых компаний увеличился на 34,2%, банков – на 34,1%. Общая сумма внешней задолженности банков и компаний в 2 раза превысила долг органов государственного управления. Опережающий рост внешней задолженности негосударственных организаций сам по себе не является негативной тенденцией, выступая лишь следствием высокого уровня инвестиционной активности бизнеса в условиях слабой национальной банковской системы. Вместе с тем усиление рыночных позиций внешних кредиторов несет риск дальнейшего ослабления конкурентных позиций российских банков.

Роль РФР в формировании эффективной модели корпоративного управления. Активность вторичного фондового рынка может оказывать косвенное влияние на рост экономики, обеспечивая перераспределение собственности в пользу эффективных собственников. Именно эту функцию в течение многих лет после приватизации успешно выполнял РФР, перераспределяя пакеты акций компаний в пользу аутсайдеров – российских и иностранных частных инвесторов.

Однако 2005 г. стал переломным в создании новой модели корпоративного управления, предполагающей доминирующую роль государства в ряде ведущих отраслей российской экономики (*Радыгин, Мальгинов, 2006*). Примерами данных процессов являются приобретение контрольного пакета акций НК «Юганскнефтегаз» «Роснефтью», скупка крупных пакетов акций ОАО «Мосэнерго» и РАО «ЕЭС России» структурами «Газпрома», переход ОАО «Сибнефть» под контроль «Газпрома», переход контрольных пакетов акций «Объединенных машиностроительных заводов» (ОМЗ) и АвтоВАЗа Рособоронэкспорту и т.п. В ближайшие годы данная цепная реакция будет захватывать все новые и новые сферы. До сих пор не приведено какого-либо внятного экономического обоснования эффективности новой модели корпоративного управления, в то время как большинство исследований в данной области убедительно доказывают неэффективность данных моделей и необхо-

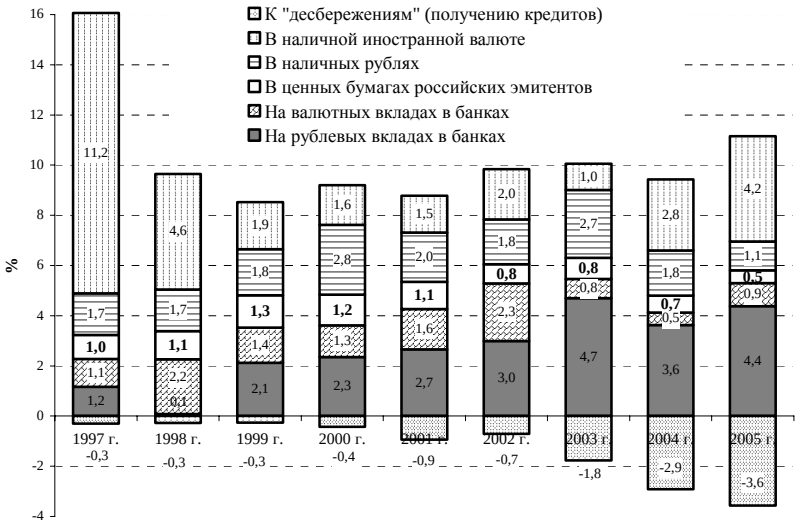
димость скорейшего ухода государства из сферы управления бизнесом.

Переориентация модели корпоративного управления несет риск не только ослабления эффективности перераспределительной функции РФР, но и медленной деградации этого рынка в условиях огосударствления наиболее крупных российских компаний. Опыт Китая показывает, что в условиях преобладания государственных корпораций органы власти теряют интерес к внутреннему фондовому рынку и уделяют основное внимание проведению IPO и созданию ликвидного рынка акций данных компаний на глобальных фондовых биржах. В России в 2006 г. 35% акций ОАО «Газпром», представляющих 90% его акций, находящихся в свободном обращении, будет трансформировано в депозитарные расписки, торгуемые на NYSE (США) и ЛФБ (Великобритания). Высока вероятность того, что такому примеру может последовать большинство крупных акционерных обществ, где государству принадлежит контрольный пакет акций.

Низкий уровень сбережений населения в ценных бумагах. Несмотря на заметный прогресс в развитии коллективных инвестиций, рост РФР в 2005 г. не оказал заметного влияния на улучшение благосостояния граждан страны и укрепление национальной системы сбережений. Данные статистики об инвестициях населения в ценные бумаги по сравнению с другими финансовыми активами (*рис. 2.16*) производят удручающее впечатление.

Доля доходов населения, инвестированных в ценные бумаги в 2005 г., составила 0,5%, что в 3 раза меньше по сравнению с уровнем кризисного 1998 г. Согласно данным Росстата, прирост чистых инвестиций населения в ценные бумаги в 2005 г. достиг 68 млрд руб., в то время как прирост средств граждан в банковских депозитах и увеличение задолженности по банковским ссудам – соответственно 587 и 479 млрд руб. Даже с учетом скидок на неполноту данных статистики о вложениях населения в ценные бумаги на фоне прироста капитализации российских компаний за тот же период в сумме 242 млрд долл. величина 68 млрд руб., или 2,4 млрд долл.,

свидетельствует об отсутствии значимой связи между ростом РФР и доходами населения[33].



Источник: расчеты по данным ЦБР и Росстата.

Рис. 2.16. Склонность населения к сбережениям в 1997–2005 гг.

2005 г. войдет в историю как год упущенной возможности формирования финансово-устойчивой пенсионной системы. Проводя либерализацию рынка акций ОАО «Газпром», снимая ограничения по выпуску депозитарных расписок на акции Сбербанка России, стимулируя приход в частные нефтяные компании стратегических инвесторов-нерезидентов, трудно было не предвидеть кратный рост цен акций указанных финансовых активов. В условиях дефи-

[33] Данные статистики о сбережениях населения в ценных бумагах подтверждаются результатами социологических обследований. По итогам исследования финансовой активности 1600 граждан России, проведенного Всероссийским центром общественного мнения (ВЦИОМ) в марте 2006 г., выяснилось, что лишь 1% граждан вложили свои сбережения в ценные бумаги, в то время как доля граждан, имеющих вклады в банках, составила 20%, и хранящих сбережения в наличной валюте – 16% (Иноземцева В., Коваль Л. Где деньги лежат // Ведомости. 14 апреля 2006 г.)

цита финансовых инструментов для портфеля Пенсионного фонда России (ПФР) в 2005 г. не были внесены изменения в законодательство о ПФР, разрешающие инвестировать пенсионные накопления, находящиеся под управлением ВЭБа, в акции[34]. Таким образом, по субъективным причинам были упущены реальные возможности включения в портфель ПФР высокодоходных и надежных активов[35].

Таким образом, бурный рост РФР за последние годы пока не привел к превращению его в действенный инструмент решения задач социально-экономического развития страны. Более того, он создал новые проблемы для поддержания устойчивости российской финансовой системы. Основой роста РФР являются не внутренние факторы в области сбережений и инвестиций, а избыточная ликвидность, генерируемая глобальными финансовыми рынками. Зависимость РФР от ликвидности и поведения международных инвестиционных фондов создает новые риски для внутренних инвесторов и эмитентов, не поддающиеся регулированию органами власти России. Главный риск в том, что приток ликвидности не может быть долгосрочным. Перемена тенденций в стоимости национальной валюты в США и Японии, падение темпов роста мировой экономики, снижение цен на сырьевые ресурсы неизбежно приведут к столь же стремительному оттоку «горячих» инвестиций из России и падению фондового рынка.

РФР не оказывает заметного влияния на экономический рост, инвестиции и сбережения. Большая часть средств, привлекаемых в виде размещений облигаций и IPO, пока не материализуется в виде роста реальных инвестиций, она обслуживает лишь сделки по перераспределению финансовых и материальных активов между различными группами собственников. Острой проблемой РФР в 2005 г. стала переориентация модели корпоративного управления в направлении прямого участия государства в управлении крупнейшими компаниями. Основными бенефициарами выгод от роста

[34] Представители ФСФР и Минфина России неоднократно заявляли о том, что такие предложения обсуждались.

[35] Удивительно, что ни один из членов Общественного совета ПФР, призванного контролировать эффективность распоряжения резервами ПФР со стороны управляющих компаний, в который входит масса представителей рыночных структур, не выразил своего отношения к данным событиям.

РФР являются иностранные инвесторы и крупные российские собственники, роль сбережений населения на РФР остается весьма скромной.

Необходима переориентация РФР на внутренние источники роста. Это предполагает создание на внутреннем фондовом рынке конкурентоспособного института финансового посредничества, ориентированного на эффективную работу со сбережениями населения с позитивной реальной ставкой процента. Внутренний рост фондового рынка должен опираться на развитие банковской системы, способной обеспечивать необходимыми кредитными ресурсами потребности растущей экономики. Это предполагает проведение реформы банковской сферы и системы рефинансирования банков, позволяющих существенно увеличить объемы и эффективность кредитования реальной экономики. Целесообразно создать систему мониторинга эффективности использования эмитентами средств, привлекаемых с помощью эмиссии ценных бумаг, а также иностранных инвестиций в акции и облигации российских эмитентов.

Необходимо разработать под скоординированным руководством заинтересованных ведомств (ФСФР, МЭРТ) внятную стратегию корпоративного управления, определяющей для различных категорий российских компаний оптимальную модель корпоративного управления, меру участия государства, российских и иностранных инсайдеров в собственности и управлении бизнесом. Нужны заметные шаги в области улучшения инвестиционного климата, принятие закона об инсайдерской информации на фондовом и валютном рынках, пересмотр гражданского законодательства в области защиты прав миноритарных акционеров и добросовестных приобретателей акций.

3. Рынок корпоративного контроля

3.1. Современные концепции слияний и поглощений и корпоративное управление

Хозяйственные ситуации, в которых могут иметь место слияния и поглощения, чрезвычайно разнообразны. Это обстоятельство, вероятно, и породило множество различных теоретических интерпретаций указанных процессов.

Среди основных подходов следует выделить прежде всего рыночное регулирование эффективности хозяйственных операций (недостаточная эффективность предприятий). К числу необходимых условий вывода фирмы из кризиса, связанного со сравнительно высоким уровнем издержек производства и/или сбыта, обычно относят смену «неэффективного» руководящего состава. Предполагается, что именно слияния и поглощения позволяют осуществить эти задачи наиболее радикальным способом (*Manne, 1965, 1967*). При этом фирма, перехватившая контроль, вовсе не обязательно должна обеспечить переход к более эффективным методам производства всех товаров, выпускаемых фирмой. Одна лишь приостановка проектов, характеризующихся отрицательной чистой приведенной стоимостью (NPV), в ряде случаев может повлечь за собой существенное повышение рыночной стоимости фирмы. Важно заметить также, что такого рода регулирование неизбежно предполагает огромные издержки, поэтому некоторые исследователи видят в слияниях и поглощениях (особенно в агрессивных поглощениях) лишь «последнюю инстанцию» в реализации рыночной дисциплины (discipline of last resort) уже после того, как «отказали» конкурентные механизмы рынка труда (*Fama, 1980*).

К числу разновидностей данной концепции (поглощения как следствие недостаточной эффективности функционирующей фирмы) можно отнести теоретические модели, связывающие такую неэффективность с проявлениями в рамках корпорации конфликта «принципал – агент», а также с политикой менеджмента, направленной на максимизацию свободных потоков денежных ресурсов (*Jensen, 1986, pp. 323–329*) и/или на максимизацию доходов фирмы в расчете на 1 акцию (earnings per share) (*Bhagat,*

Shleifer, Vishny, 1990). Одна из версий подобной концепции видит источник неэффективности фирм просто в инертности «окопавшегося» менеджмента и в том, что высший управленческий персонал проявляет недостаточную заинтересованность в увеличении рыночной стоимости фирмы. В качестве одного из аргументов обычно приводятся ссылки на весьма слабую связь между рыночным курсом ценных бумаг, выпущенных фирмой, и материальным вознаграждением менеджеров высшего уровня[36].

С конца 1980-х годов широкую известность получила «теория гордыни» («hubris theory»), которая приписывает недостаточную основательность инвестиционных проектов чрезмерной склонности к риску и большим амбициям («гордыне») менеджеров, выступающих в качестве руководителей корпорации. Суть проблемы состоит в том, что во многих случаях предприниматель просто обнаруживает «гордыню», полагая, что может оценить потенциальную стоимость фирмы лучше, чем рынок (*Roll, 1986*). Инициатор поглощения исходит из предположения, согласно которому новые владельцы смогут обеспечить более высокую рыночную стоимость фирмы[37].

Нетрудно понять, что подобная стратегия чаще всего обречена на неуспех в тех случаях, когда можно считать обоснованной гипотезу относительно информационной эффективности финансового рынка (*Fama, 1970, 1991*): в ценах акций и облигаций, выпущенных фирмой X, в этом случае учтена (воплощена) вся наличная инфор-

---

[36] Расчеты К. Мэрфи показывают, что оплата высших менеджеров к началу 1980-х годов гораздо в большей степени зависела от размеров фирмы, чем от изменения рыночной стоимости их акций (*Murphy, 1985*). Отсюда выводятся «немаксимизирующие» решения руководителей корпорации о расширении хозяйственных империй. В 1980 г. лишь 20% выплат, получаемых высшими управляющими (chief executive officer/CEO) фирмы, были хоть как-то связаны с движением рыночного курса акций. Размеры стимулирующего вознаграждения в американских корпорациях в 1980-х годах характеризовались следующими пропорциями: при увеличении рыночной стоимости акций на 1000 долл. высший управляющий соответствующей компании должен был дополнительно получить в среднем менее 5 центов (*Jensen, Murphy, 1990*).

[37] Подобную «гордыню» трудно считать необоснованной, если предположить, что предприниматель, покупающий фирму, обладает значительно большей информацией по сравнению с другими инвесторами, но, согласно предпосылкам этой концепции, все покупатели располагают одинаковой информацией.

мация о фирме. Единственный шанс покупателю может предоставить лишь какой-то совершенно непредвиденный поворот в развитии событий. Однако сами предпосылки, из которых исходит гипотеза информационной эффективности финансовых рынков, вряд ли можно полагать совершенно реалистичными. На практике инвесторы сталкиваются с различными барьерами на пути информационных потоков, с существенными трансакционными и информационными издержками, а также с прочими «несовершенствами» финансовых рынков. Хорошо известны и ситуации «подавленного» состояния рынков ценных бумаг, когда под действием временных конъюнктурных факторов *q*-коэффициент Тобина (т.е. коэффициент, характеризующий соотношение между рыночной стоимостью ценных бумаг, эмитированных компанией, и восстановительной стоимостью ее реальных активов) достигает весьма низкого уровня. Все это может порождать ситуации, когда решение о покупке фирмы может свидетельствовать скорее о трезвом расчете, чем о «чрезмерной гордыне» инвестора.

Критерии эмпирической проверки концепции «гордыни» представляются недостаточно четко определенными. Как отделить случаи «непомерных амбиций» от обычных ошибок в оценке перспектив реструктуризации? В какой мере движение рыночной стоимости корпорации-покупателя (рыночный курс их акций в соответствии с «hubris theory» после слияния должен падать) отражает такую «гордыню», а не очередной зигзаг спекулятивных операций на финансовых рынках? Эти вопросы остаются без ответа, поэтому не вполне ясны и способы эмпирической проверки указанной гипотезы.

Выше речь шла о возможностях повышения эффективности лишь в рамках приобретаемого предприятия (фирмы). Тем не менее слияния и поглощения чаще всего открывают возможности для использования преимуществ, связанных с горизонтальной или вертикальной интеграцией хозяйственных процессов (возможность операционной синергии). Одна из известных теоретических гипотез предполагает, что фирма добивается сравнительно больших успехов в случае глубокой специализации принадлежащих ей активов (*Klein, Crawford, Alchian, 1978*). В подобных ситуациях вертикальная интеграция может обеспечивать лучшую координацию

при использовании взаимодополняющих высокоспециализированных активов на различных стадиях производственного процесса. *Горизонтальная интеграция* позволяет добиться экономии в условно-постоянных расходах и реализовать экономию на масштабах производства (economies of scale).

Отдельного внимания заслуживают интерпретации, связанные с возможностями финансовых синергий. В некоторых случаях простая диверсификация денежных потоков может обеспечить благоприятный эффект: если движение финансовых ресурсов в двух фирмах не слишком тесно коррелировано между собой, слияние при прочих равных условиях может содействовать стабилизации финансового положения объединенной компании. При предпосылках, обычно применяемых в стандартных теоретических моделях слияний, объединение фирм, не использующих «рычаг» (заемные ресурсы, полученные, например, с помощью облигационного финансирования), редко может обеспечивать существенные финансовые выгоды. Расширение заемных операций фирмы меняет дело существенным образом. Слияние обеспечивает упрочение финансовой базы финансовых операций, а это, в свою очередь, повышает кредитоспособность фирмы и позволяет ей претендовать на привлечение более крупных займов. Вместе с тем поглощение компании, интенсивно пользовавшейся финансовым рычагом или имеющей право на получение налоговых льгот, позволяет «прикрыть» свои доходы от обложения дополнительным «щитом» (tax shield), обеспечивая тем самым экономию на налоговых платежах.

Следует указать также подходы, основанные на таких процессах, как спад на отраслевых рынках и диверсификация. Слияния и поглощения могут оказаться удобной формой вывода части капитала из отраслей, столкнувшихся со спадом, особенно с долговременным сокращением спроса на их продукцию. Более того, в ряде случаев диверсификация может открыть путь к более эффективному использованию взаимодополняющих ресурсов и к более полному использованию имеющихся производственных мощностей. Диверсификация нередко оказывается исходным пунктом для последующей «переакцентировки» и реструктуризации всей хозяйственной стратегии фирмы, переноса центра тяжести в ее деятель-

ности на выпуск поначалу новых для нее продуктов и на оказание новых услуг.

Реструктуризация хозяйственных операций в результате перехвата корпоративного контроля может сопровождаться перераспределением ресурсов между основными участниками хозяйственных операций, осуществляемых корпорацией (stakeholders), – владельцами фирмы, менеджерами, кредиторами, рабочими и др. Это может быть связано, например, с ликвидацией прямых последствий неэффективного управления и соответственно может сопровождаться отказом от невыгодных контрактов; обменом ранее выпущенных облигаций, требующих больших процентных выплат, на акции; увольнениями и привлечением новых наемных работников на более выгодных для фирмы условиях. Тем самым перераспределение средств в пользу акционеров может означать, по крайней мере, некоторое ограничение монополистической практики на рынках факторов производства (*Shleifer, Summers, 1988*), но вместе с тем может характеризоваться и усилением монопсонистских тенденций на тех же рынках.

В некоторых подходах особое внимание уделяется роли информации, сигнализирования (signalling) и обеспечения ликвидности. Предполагается, что цены акций не исчерпывают всей информации о компании-цели, и соответственно тендерное предложение может служить сигналом для повышения рыночной стоимости фирмы. Само предложение пробуждает интерес потенциальных инвесторов к фирме, кажущейся недооцененной. Владения акциями недооцененной фирмы часто сравнивают с владением шахтой, содержащей золото («sitting on a gold mine») (*Bradley, Desai, Kim, 1983, 1988*). Сама структура финансирования инвестиций может интерпретироваться как сигнал на рынке капитала (*Ross, 1977*). Так, решение компании X прибегнуть к дополнительной эмиссии облигаций может быть истолковано как свидетельство высокой кредитоспособности фирмы, а это, в свою очередь, может повысить ее привлекательность в качестве объекта поглощения.

К указанным концепциям примыкают и современные *теории корпоративного управления*. Материальные стимулы, побуждающие владельцев акций к более или менее активному мониторингу, ставятся в зависимость от ликвидности рынка соответствующих

акций (*Holmstrum, Tirole, 1993*); (*Tirole, 1999*)). Сама ликвидность акций побуждает их владельцев уделять гораздо больше внимания вопросам возможного перехвата акционерного контроля.

Например, П. Болтон и Э.Л. фон Тадден в своей модели исходят из существования следующего конфликта: чем прочнее владельцы стратегического пакета утверждают свой контроль над корпорацией, тем сильнее оказывается их заинтересованность в проведении тщательного мониторинга за решениями управленческого персонала. В то же время спрос инвесторов на ликвидные вложения удовлетворяется в наименьшей степени. Именно реструктуризация компании и рынок слияний и поглощений оказываются главным фактором, позволяющим поддерживать необходимую ликвидность фондового рынка и удовлетворять соответствующий спрос со стороны инвесторов (*Bolton, von Thadden, 1998*). В этой концепции особенно отчетливо отразилось формирование в развитых странах новых рынков, объектом торговли на которых оказываются не только отдельные фирмы, но и предприятия, отдельные хозяйственные подразделения, цехи и т.п. [38]

При анализе теоретических подходов, особенно в контексте проблем корпоративного управления и контроля, следует указать на проблемы отделения собственности от контроля и проблемы делегирования полномочий (agency problems). Делегирование полномочий управляющему персоналу (*Jensen, Meckling, 1976*) повышает значение решений, принимаемых менеджерами. Наряду с неэффективным управлением возникает также возможность смещения приоритетов в развитии компании. Так, в силу финансовых и престижных соображений высшие менеджеры могут реализовать стратегию неоптимального (с точки зрения собственников) расширения сферы деятельности компании. Современная теория исходит из предположения, согласно которому с расширением разнообразного ассортимента выпускаемой продукции особенно сильно возрастает роль функций общего управления (организация и координация различных производств, контроль за различными

[38] Современная техника разукрупнения большой корпорации предполагает не только передачу права собственности и возможностей контроля за функционированием отдельных сегментов фирмы, но и появление на рынке акций отпочковавшейся компании (например, split-off IPO).

сферами разросшейся хозяйственной деятельности и т.п.). Обретая все большую роль в сфере управления, высшие менеджеры могут инициировать слияния и поглощения, которые не ведут к увеличению чистой приведенной стоимости своей компании.

Распространение конгломератных слияний может вызвать к жизни целую цепь (цикл) слияний и поглощений. Так, вначале энергичные («непомерно гордые») менеджеры в ходе слияний и поглощений присоединяют к своей компании ряд фирм. В последующий период постепенно выявляется неэффективность сложившегося «рыхлого» конгломерата, который рано или поздно сам превращается в объект последующих слияний и поглощений. В конце концов, более удачливому предпринимателю удается перехватить контроль и осуществить последующую реструктуризацию компании, прибегая к продажам (sell-off) или дивестициям (divestiture) отдельных бизнес-единиц, входивших в состав конгломерата. В итоге слияния и поглощения могут оказаться как результатом деятельности высшего менеджмента, преследующего собственные интересы, так и реакцией рынка на те действия менеджеров, которые ведут к снижению эффективности и чрезмерному «разбуханию» фирмы в результате конгломератных слияний[39].

Особенно широкое распространение получила концепция М. Дженсена: в центре конфликта между менеджерами и акционерами на практике оказывается движение свободных потоков денежных средств и, в частности, размеры выплат акционерам (*Jensen, 1986, 1988*). В соответствии с гипотезой автора высший управленческий персонал стремится урезать эти выплаты, оставляя в своем распоряжении возможно бо́льшую часть свободных денежных ресурсов. Попытки менеджмента поставить под контроль свободный поток денежных средств должны наиболее часто наблюдаться в фирмах, стремящихся вывести основную часть своего капитала из «старых» отраслей. В тех случаях, когда вызванные подобными решениями агентские издержки достигают особенно больших размеров, фирма неизбежно становится вероятным объектом слияний и поглощений. В некоторых версиях эта концепция вполне

[39] Данный подход как нельзя лучше применим к истории становления российских конгломератов 1990-х годов, если абстрагироваться от специфических для России проблем разделения собственности и управления.

может сочетаться с подходом, предполагающим стремление высшего менеджмента к построению обширных «хозяйственных империй» посредством конгломератных слияний.

Имеет значение также стремление к усилению монополистических позиций фирмы. Перераспределение ресурсов, сопровождавшее слияния и поглощения, в соответствии с описанными выше подходами должно расчищать дорогу действию конкурентных рыночных сил. Вместе с тем возможно и развитие противоположных тенденций: слияния и поглощения могут ставить своей целью укрепление монополистических (олигополистических) позиций фирмы. В частности, стратегия фирмы может предполагать поглощение корпорации-конкурента.

Опыт первых волн слияний и поглощений в США наглядно о том свидетельствует, трактовка слияний и поглощений как важнейшего средства устранения или ограничения конкурентного соперничества вполне реалистична[40]. Безусловно, это относится не только к первым волнам слияний и поглощений и не только к американскому опыту. Так, слияния в 12 отраслях обрабатывающей промышленности ФРГ на протяжении 1960-х годов привели к весьма существенному росту концентрации производства и капитала в указанных отраслях (*Muller, Hochreiter, 1976*). Нетрудно предположить, что размах слияний и поглощений, а вместе с тем и масштабы горизонтальной интеграции в США и странах Западной Европы были бы, по-видимому, значительнее, если бы они не ограничивались антитрестовским регулированием.

Описанные выше теоретические схемы слияний и поглощений, сгруппированные по различным критериям, в реальной жизни могут различным образом переплетаться друг с другом. К примеру, операционные синергии могут сочетаться с финансовыми, а тендерное предложение о покупке может оказаться сигналом, привлекающим внимание участников рыночных операций к потенциальным возможностям, позволяющим реализовать схемы олигополистической координации действий. Движение к установлению в результате слияний и поглощений оптимальных операционных и

[40] См.: (*Moody, 1904*). В волне слияний на пороге XX в. в США Дж. Стиглер видел «слияние для монополии», а в слияниях 1920-х годов – «слияние для олигополии» (*Stigler, 1950*).

финансовых характеристик развития компании может опосредоваться «набегами» рейдеров, которые преследуют при этом чисто спекулятивные цели.

Совершенно различными могут быть и общие результаты слияний и поглощений. Во многих случаях в этих операциях проявляется действие конкурентных сил («рыночная дисциплина»). Вместе с тем слияния и поглощения могут вести и к ограничению конкуренции и расширению возможностей олигополистического или монополистического регулирования рынка. В одних случаях процессы хозяйственной интеграции могут открыть путь к эффективной реорганизации всей деятельности поглощенной корпорации, а в других – породить громоздкие и «рыхлые» конгломераты, сталкивающиеся с бесчисленными проблемами, прежде всего с трудностями управления и проблемой недостаточной эффективности.

Об этом свидетельствуют и результаты многочисленных эмпирических исследований. В частности, эмпирические данные неплохо согласуются с гипотезой, предполагающей стремление высших менеджеров к контролю над возможно более обширными потоками «свободных« денежных ресурсов. Нарастанию волны недостаточно эффективных конгломератных слияний, безусловно, могла способствовать стратегия высших руководителей корпорации, направленная на расширение их «хозяйственных империй». Тем не менее важнейший вывод, к которому приходит большинство эмпирических исследований, – это то, что слияния и поглощения создают дополнительную стоимость. Иными словами, указанные операции обеспечивают дополнительные (курсовые) доходы участникам сделки. Можно предположить, что в большинстве подобных случаев увеличение доходов отражает более эффективную аллокацию ресурсов и соответствующую реструктуризацию хозяйственных операций. В то же время по мере нарастания волны слияний и поглощений неизбежно увеличивался и размах спекулятивных операций и неоправданных «хозяйственных экспериментов».

Поскольку случаи не только чисто горизонтальных, но и многих вертикальных слияний контролировались органами антимонополистического регулирования, предприниматели стремятся найти более гибкие формы перераспределения корпоративного контро-

ля, обеспечивающие олигополистическую координацию действий на товарных и финансовых рынках. В конце XX в. особенно отчетливо обнаружились циклы в движении процессов интеграции и обособления: за многими конгломератными слияниями по истечении сравнительно небольшого периода следовали продажи. Крупные корпорации-конгломераты использовали различные методы сокращения сферы своих хозяйственных операций – продажи, дивестиции и акционерные «отщепления». В ходе слияний и поглощений 1980-х годов преобладали операции, связанные с отказом от статуса корпораций, публично размещавших свои акции, и с переходом к закрытым формам собственности[41].

После серьезного кризиса в сфере слияний и поглощений на рубеже 1980–1990-х годов и потрясений на рынке низкокачественных обязательств началась новая волна, связанная уже преимущественно с открытыми корпорациями.

---

[41] Продажами (sell-offs) обычно называют обособление соответствующего сегмента (подразделения) компании в качестве особого юридического лица, чаще всего дочерней (зависимой) корпорации. В отличие от продаж, дивестиции (divestitures) обычно предполагают полное отчуждение материальных активов, обычно переуступаемых за деньги (или ценные бумаги) торговому партнеру – уже существующей фирме. Наконец, акционерное «отщепление» (equity carve-outs) представляет собой промежуточную форму – «отщепляемое» подразделение становится открытой корпорацией и прибегает к публичному предложению своих акций на первичном рынке (split-off IPO); благодаря этому складываются условия для появления аутсайдеров в числе владельцев акций, выпущенных «отщепленной» компанией. С конца 70-х – начала 80-х годов XX в. в США сравнительно широкое распространение получили такие формы реструктуризации хозяйственных операций, как выкуп с помощью долгового финансирования (Leveraged Buy-Out/LBO), выкуп сегмента компании (прежними) менеджерами (Management Buy-Out/MBO), рекапитализация в форме «покупки» за (наличные) деньги (Leveraged Cash-Out/LCO) с финансированием посредством выпуска «мусорных» облигаций («junk bonds») и промежуточным финансированием (mezzanine financing), возврат к статусу открытой корпорации и публичному размещению акций после выкупа (Reverse Leverage Buy-Out/RLBO), что предполагает чрезвычайно сильные перепады в соотношении собственных и заемных средств компании, и др. Анализ данных форм, пока не свойственных для России, и особенно их экономических последствий, представляет самостоятельный интерес. См, напр.: De Angelo A., De Angelo L., Rice E. Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth // Journal of Law and Economics. 1984. P. 367–401; Holmstrцm B., Kaplan S. Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980's and 1990's. NBER Working Paper № 8220, 2001,Cambridge, Mass.; Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Указ соч. и др. Более подробную характеристику различных форм «сжатия» корпораций можно найти в: Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. Указ соч. Гл. 24.

Для сделок этой волны характерны следующие особенности:

1) внедрение новых критериев оценки управленческих решений и иных, более тесно связанных с движением рыночной стоимости методов оплаты (например, система так называемой «добавленной хозяйственной стоимости» – Economic Value Added, EVA);
2) расширение сферы мониторинга стратегических действий менеджеров, осуществляемого более профессиональными инвесторами (в 1980 г. институциональным инвестором принадлежало менее 1/3 всех акций, а к концу 1990-х годов их доля превысила 1/2; если учесть к тому же акции физических лиц на трастовом хранении, их доля окажется еще большей);
3) заметную роль стала играть чистая эмиссия акций, выпускаемых американскими финансовыми корпорациями;
4) изменилась мотивация руководителей корпорации (по некоторым расчетам, чувствительность оплаты высших менеджеров к изменениям рыночной стоимости корпорации с 1980 по 1998 г. возросла в 10 раз)[42];
5) получила дальнейшее развитие тенденция к специализации и/или «фокусированию» хозяйственной деятельности сильнодиверсифицированных компаний, хотя основная часть движения в указанном направлении уже была проделана в 1980-е годы.

Как и в предшествующих волнах слияний и поглощений, реорганизация хозяйственной деятельности обеспечивала условия для новой аллокации ресурсов, но теперь эти операции чаще ориентировались на использование новых технологий, совершенствование средств сбора, обработки и передачи информации, преуспевание фирмы в условиях глобализации товарных и финансовых рынков. Экономическая теория показала, что преобладающая часть радикальных инноваций вряд ли может появиться в недрах крупной корпорации (*Holmstrum, 1989*). В последнее десятилетие усилилась

[42] См.: (*Hall, Liebman, 2000*). Примерно так же в ходе LBO, осуществлявшихся на протяжении 1980-х годов, увеличивались показатели, характеризовавшие степень заинтересованности высшего управляющего фирмы (*Kaplan, 1989*). В силу этого применительно к слияниям и поглощениям 1990-х годов вряд ли можно счесть обоснованным аргумент о необходимости преодоления незаинтересованности менеджмента в увеличении рыночной стоимости фирмы.

тенденция к «дроблению» и отделению некоторых подразделений крупных компаний в качестве самостоятельных исследовательских фирм, что способствовало дальнейшей интенсификации инновационных процессов.

Указанные изменения, а также тщательно выстроенная на протяжении 1980-х годов система защиты от поглощений существенно уменьшили стимулы, побуждающие к агрессивному перехвату акционерного контроля, и саму возможность подобного перехвата. Большинству слияний и «дроблений» предшествовали детальные переговоры корпорации-покупателя с советом директоров и менеджерами соответствующей компании. В случае неуспеха таких переговоров за ними редко следовало тендерное предложение, направляемое непосредственно владельцам акций. Необходимо также заметить, что, как и в предшествующих волнах, слияния и поглощения 1990-х годов сопровождались интенсивными спекуляциями, усилившими потрясения на рынке акций на рубеже нового тысячелетия. Однако существенно меньшим (по сравнению со второй половиной 1980-х годов) оставался размах банкротств, столь наглядно выделявших неудачные попытки реструктуризации хозяйственной деятельности.

Рынок корпоративного контроля как механизм регулирования экономической эффективности связан с рыночным перераспределением акционерной собственности и соответственно со сменой стратегии развития соответствующей корпорации. Теория[43] различает две группы стимулов, побуждающих к осуществлению операций на таком рынке: это «общая» заинтересованность, например, заинтересованность в доходах, которые фирмы распределяют между всеми акционерами в соответствии с количеством принадлежащих им акций, и «частные» интересы, характеризующие особые выгоды тех, кто владеет данной корпорацией (скажем, половиной всех акций плюс 1 акция). Рынки корпоративного контроля в отличие от обычных финансовых рынков управляются прежде всего частными выгодами. При этом, изучая механизмы рыночной смены собственника и контроля, авторы известных теоретических моделей (С. Гроссман и О. Харт, А. Шлайфер и Р. Вишны, Д. Хиршлайфер и Ш. Титмен и др.) обычно предполагают, что мно-

[43] Подробно см: (*Радыгин, Энтов, Шмелева, 2002*).

гие (все) участники указанных операций могут достаточно точно предвидеть хозяйственные результаты той реорганизации фирмы, которую предпримет новый собственник.

Как уже отмечалось выше, к числу важнейших функций слияний и поглощений можно отнести перераспределение производственных ресурсов в пользу более эффективных компаний. Объектом поглощения чаще всего служит сравнительно менее эффективная компания. С этой гипотезой согласуются данные об отношении рыночной стоимости фирмы к восстановительной стоимости ее реального капитала: у компаний-покупателей значение коэффициента-*q* Тобина, как правило, значительно превышало значение соответствующего коэффициента у корпораций-целей (*Andrade, Mitchell, Stafford, 2001*). О благотворном влиянии слияний и поглощений на эффективность приобретаемых и реорганизуемых предприятий свидетельствуют результаты многочисленных исследований. Так, например, результаты анализа деятельности в течение длительного периода свыше 20 тыс. предприятий, принадлежащих 5700 корпорациям США, свидетельствуют о том, что смена владельца, как правило, сопровождалась повышением хозяйственной эффективности, в том числе ростом совокупной производительности факторов (*Lichtenberg, 1992*). Во многих случаях перехват контроля в корпорации сопровождался увольнением команды менеджеров, осуществлявших неэффективное руководство фирмой и радикальной реорганизацией ее деятельности. «Негоризонтальные» слияния и поглощения при прочих равных условиях обнаруживали более благоприятный финансовый эффект, чем «горизонтальные».

3.2. Процессы слияний и поглощений 2004–2005 гг.: особенности России

В 2004–2005 гг. в России было зафиксировано не менее 65 только публичных корпоративных конфликтов на сумму (если оценивать по вовлеченным активам) свыше 4 млрд долл. Тем не менее для 2005 г. стало характерно снижение числа сделок, относимых к категории враждебных поглощений. Динамика официальных обращений по поводу корпоративных конфликтов, например, в правительство Москвы (иные данные обычно недоступны) такова:

2002 г. – 460 случаев, 2003 г. – 151, 2004 г. – 177, 2005 г. – 97. Это связано не только с ужесточением административного контроля со стороны государства и региональных властей, которые, особенно в «дорогих» регионах, под лозунгом борьбы с враждебными поглощениями лишь выстраивают дополнительные барьеры для входа в региональный имущественный комплекс. По имеющимся оценкам, в 2004–2005 гг. политическое согласование процесса приобретения тех или иных значимых активов становится необходимым условием для успешного завершения таких сделок.

Вместе с тем на законодательном уровне регулирование всего комплекса вопросов, связанных с враждебными поглощениями, находится в начальной стадии. Весьма показательны в этом смысле те новации, которые готовились в 2005 г. Подготовленные Минэкономразвития РФ масштабные изменения в корпоративное законодательство – Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 г. – обсуждались в правительстве в феврале 2006 г., однако многие весьма радикальные и полезные новации (введение понятия «корпоративные споры», их полная подведомственность арбитражным судам, групповые иски в интересах акционеров, затруднение признания недействительности эмиссии ценных бумаг и др.) могут так и остаться благими намерениями.

Единственным заметным решением, принятым в 2005 г., причем вне рамок реализации Концепции, стали поправки в Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 5 января 2006 г., направленные против корпоративного шантажа миноритариев и дающие безусловное право мажоритарному акционеру – собственнику 95% и более акций выкупить остальное. Процедура вытеснения миноритариев при достижении определенного порога контроля принята в законодательстве о компаниях многих стран, а в условиях России ее роль может состоять также в том, чтобы обеспечить благоприятные правовые возможности для трансформации многих псевдооткрытых АО в закрытые. Тем не менее в условиях растущей активности государства на рынке корпоративных поглощений данная новация может быть полезна и для 100%-й консолидации акционерного капитала существующих и будущих государственных компаний, тогда как широкий спектр предусмотренных в

Концепции мер, призванных защитить права собственности и интересы всех сторон, будет только ограничивать возможности дальнейшей экспансии. В этом смысле реализация новаций Концепции является определенным индикатором того, насколько именно государство сегодня заинтересовано в отсутствии четких правил игры в сфере имущественных отношений.

По данным аналитического агентства M&A Agency, за 9 месяцев 2005 г. в России было проведено 894 сделки слияний и поглощений, а общая сумма сделок составила 30,9 млрд долл. Стоимостная оценка рынка в 2004 г. составляла, по разным данным, от 22,9 до 26,7 млрд долл., в 2003 г. – 18,3 млрд долл. Таким образом, прирост в этой области за 3 года составил около 70%.

Если обратиться к анализу отраслевой структуры процессов слияний и поглощений в России в 2005 г. по сравнению с 2004 г., то полученные результаты не демонстрируют революционных изменений в структуре отраслевой принадлежности компаний, участвовавших в сделках слияний и поглощений. Отраслевая структура сделок по критерию стоимости за январь–ноябрь 2005 г. отражена на *рис. 3.1*[44].

Приведенные на *рис. 3.1* данные позволяют сделать следующие выводы.

Во-первых, нефтегазовая промышленность по-прежнему удерживает лидерские позиции по объему проведенных сделок. При этом, несмотря на то, что в октябре 2005 г. зафиксирована крупнейшая в истории России сделка поглощения – выкуп «Газпромом» 72,663% акций «Сибнефти» за 13,09 млрд долл., – доля нефтегазовой промышленности в общем объеме сделок по сравнению с аналогичным показателем 2005 г. снизилась более чем на 9,7 процентных пункта[45].

[44] Здесь и далее использованы материалы и база данных по сделкам слияний и поглощений в российской экономике журнала «Слияния и поглощения» за соответствующие периоды.

[45] При этом высокий показатель 2004 г. был также во многом обеспечен крупнейшей на то время сделкой – реализацией с аукциона 76,79% акций ОАО «Юганскнефтегаз» за 9,35 млрд долл.



Рис. 3.1. Отраслевая структура рынка слияний и поглощений по объему осуществленных сделок за январь–ноябрь 2005 г.

Во-вторых, значительно выросла сумма сделок в сфере добычи полезных ископаемых – на 5,2 п.п. Здесь также стоит отметить, что основной вклад в достижение столь высокого показателя внесла сделка по выкупу структурами А. Усманова 97,5% акций ОАО «Михайловский горно-обогатительный комбинат» (1,65 млрд долл., или 65% общего объема сделок в отрасли).

В-третьих, в общем объеме рынка увеличились доля строительной отрасли (в 2004 г. не выходила за рамки 1%, а в 2005 г. составила 5,5%) и доля пищевой промышленности (рост за год на 1,7 п.п.).

В-четвертых, резко снизились объемы сделок в транспортной и финансовой отраслях – на 2,61 и 1,9 п.п. соответственно.

Для полной оценки отраслевой интенсивности процессов слияний и поглощений целесообразно рассмотреть также статистику по количеству сделок, проведенных в 2005 г., по сравнению с 2004 г. (*рис. 3.2*).

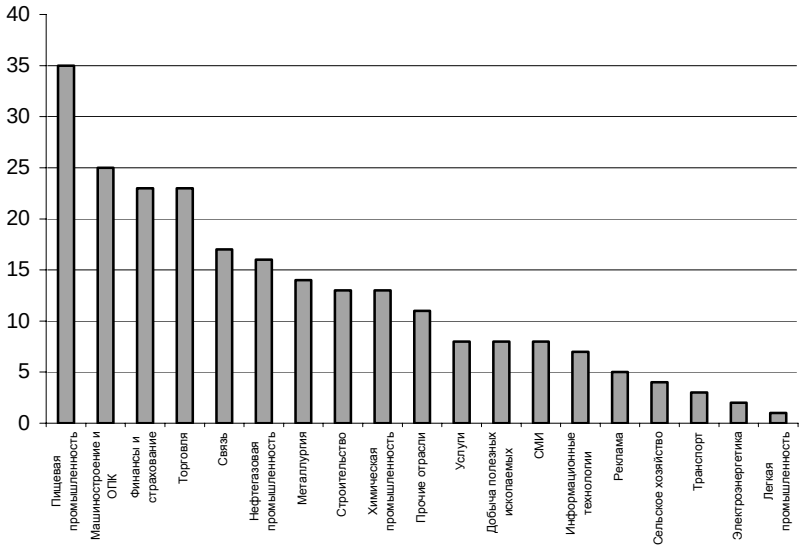


Рис. 3.2. Количественная характеристика сделок слияний и поглощений в России за январь–ноябрь 2005 г.

Как видно из представленных на *рис. 3.2* данных, наибольшую интенсивность за рассматриваемый период продемонстрировали пищевая промышленность, машиностроение, финансовая сфера и страхование, торговля, связь и нефтегазовая промышленность. Стоит отметить, что по сравнению с 2004 г. лидеры практически не изменились, а лишь поменялись местами. На первом месте по количеству сделок в 2004 г. была нефтегазовая промышленность, далее шли пищевая промышленность, связь, транспорт, финансы и машиностроение. Как видим, значительное сокращение показателя суммы сделок в транспортной отрасли сопровождается и сокращением числа проводимых сделок – в 2005 г. эта отрасль отсутствует в числе лидеров. В то же время, несмотря на снижение доли в общей сумме сделок на рынке, финансовая отрасль остается на ведущих позициях по интенсивности процессов слияний и поглощений.

Стоит также отметить бурное развитие процессов слияний и поглощений в сфере торговли. В 2005 г. было проведено сделок на сумму 528 млн долл., при этом средняя цена сделки невелика по сравнению с другими рассматриваемыми нами отраслями: 23 млн долл. – самый низкий показатель среди отраслей – лидеров 2005 г.

На наш взгляд, общее направление развития рынка корпоративного контроля в 2005 г. состоит в следующем: усиление информационной открытости процессов перехода прав собственности на активы, увеличение доли применения «цивилизованных» форм слияний и поглощений, уменьшение средней стоимости сделок, а также увеличение доли государства в правах собственности на основные промышленные (в основном сырьевые) активы российской экономики.

Тенденция к *уменьшению средней стоимости сделок слияний и поглощений* наблюдается как минимум в течение последних 3 лет. Если в 2003 г. средняя стоимость подобных сделок на российском рынке составляла 107,5 млн долл., то в 2004 г. этот показатель равнялся 96,1 млн долл. При этом в 2003 г. не наблюдалось искажающих общую картину сделок высокой стоимости – в отличие от 2004 г. (продажа акций ОАО «Юганскнефтегаз»). Средняя стоимость сделки за январь–ноябрь 2005 г. составляет 116,1 млн долл. Казалось бы, цифры свидетельствуют о росте показателя 2005 г. по сравнению с 2004 г. Между тем для большей наглядности из расчета необходимо исключить наиболее крупную за всю российскую историю сделку по приобретению «Газпромом» акций ОАО «Сибнефть», сумма которой составила около 48% общего объема рынка за рассматриваемый период. При ее исключении из расчета значение средней стоимости сделок за 11 месяцев 2005 г. составляет примерно 61 млн долл.

Эти данные наглядно демонстрируют тенденцию к уменьшению средней стоимости сделки, что, по нашему мнению, является положительной тенденцией, которая свидетельствует об увеличении инвестиционной активности среднего бизнеса. Более того, высвобождаемые в результате продажи бизнеса денежные средства с высокой долей вероятности будут инвестированы в создание новых источников дохода. При этом снижающаяся концентрация инвестиционных ресурсов «в одних руках» может способствовать

усилению конкуренции и росту качества производимых продуктов и услуг.

Необходимо также указать на *снижение активности на рынке недружественных поглощений при сохранении высокого уровня правонарушений в этой области*. Точная статистика количества недружественных поглощений отсутствует, что легко объясняется нежеланием участников этих процессов распространять подобную информацию. Между тем при изучении этого вопроса представляется интересной статистика количества возбужденных органами следствия и надзора уголовных дел по фактам правонарушений, связанных с «недружественными захватами». Если в 2004 г. правоохранительными органами и прокуратурой г. Москвы по выявленным фактам «силовых захватов» и недружественных поглощений было возбуждено 36 уголовных дел (по статьям «Мошенничество», «Причинение имущественного ущерба», «Принуждение к совершению сделки» и пр.), то за 2005 г. по состоянию на август возбуждено только 8 подобных уголовных дел[46].

Среди основных причин данной тенденции можно указать:

- ужесточение фактического администрирования сферы корпоративных захватов органами исполнительной государственной власти независимо от того, насколько популистский характер носят подобные действия;
- усиление фактического администрирования процессов перехода прав собственности на активы органами антимонопольного регулирования;
- частичное изменение законодательства в области регулирования в исполнительных органах официальных изменений, касающихся юридических лиц (например, введение нотариального заверения подписи предыдущего генерального директора на заявлении, предоставляемом в налоговую службу для внесения данных о новом единоличном исполнительном органе в Единый государственный реестр юридических лиц);
- применение компаниями эффективных (в том числе превентивных) противозахватных мер.

Значимым фактором является сохранение наметившейся в 2004 г. тенденции *увеличения доли участия государства в процес-*

[46] По информации пресс-службы УБЭП г. Москвы.

се перераспределения прав собственности на крупнейшие активы российской экономики. При этом, если в предшествующие годы это участие во многом выражалось в разрешении конфликтов между действующей государственной властью и некоторыми крупными собственниками (например, дело «ЮКОСа»; выкуп активов, входящих в группу «Гута» (Гута-банк, «Пермские Моторы»), когда государственные интересы были направлены в основном на «недобросовестных», с точки зрения государства, собственников) и в увеличении государственной составляющей в стратегических сырьевых отраслях экономики (например, консолидация акций «Газпрома»), то в 2005 г. – начале 2006 г. власть начала проявлять интерес и к активам «лояльных» и «непроблемных» олигархов. Так, в январе 2006 г. стало известно, что ФГУП «Рособоронэкспорт» сделало предложение основным собственникам титанового монополиста ОАО «Верхнесалдинское металлургическое производственное объединение» о выкупе их акций. Другим примером может стать фактическое установление в 2005 г. контроля государства над одним из крупнейших автомобилестроительных предприятий России – ОАО «АвтоВАЗ».

Еще один существенный фактор – у*крепление роли фондового рынка и усиление информационной открытости компаний.* Одним из подтверждений данного тезиса может стать динамика объемов публичного размещения акций российских компаний в последние годы. Количественные характеристики процессов первичного размещения акций российских компаний с 1997 по 2005 г. представлены в *табл. 3.1.*

Таблица 3.1

Динамика объемов российских IPO в 1997–2005 гг.

Показатель	2004 г.	2005 г.	% прироста	2003 г.	1997–2002 гг.
Количественный объем рынка IPO, шт.	5	13	116,67	2 (РБК, Аптечная сеть «36,6»)	3 («ВымпелКом», МТС, «Вимм-Билль-Данн»)
Объем проведенных IPO, млн долл.	619,6	4 550,6	624,4	34,4	627

Источник: M&A Agency (www.mergers.ru), ВЭБ-ПЛАН Групп, данные компаний.

Значительный рост натуральных и денежных показателей объемов организованного через фондовые рынки привлечения инвестиций свидетельствует также о том, что российские собственники готовы раскрывать информацию о структуре своей собственности третьим лицам, так как публичное размещение требует полного раскрытия информации о текущих бенефициарах компаний, что в подавляющем большинстве случаев не было характерно для российских компаний еще 3–4 года назад. Еще одним подтверждением данной тенденции являются результаты ежегодного исследования информационной прозрачности российских компаний, проводимое Standard&Poor's. Результаты этого исследования последние годы демонстрируют улучшение стандартов раскрытия информации по сравнению с предшествующими периодами. Так, в 2005 г. индекс транспарентности крупнейших российских компаний составил 50%, при этом показатели 2004, 2003 и 2002 гг. – 46, 40 и 34% соответственно.

Кроме того, представляется целесообразным затронуть тему современных мировых тенденций в области слияний и поглощений, так как развитие мирового рынка капиталов будет отражаться и на процессах интеграции с участием иностранного капитала в России. Еще в мае 2005 г. Всемирный банк прогнозировал первый случай положительного значения нетто-притока капитала в Россию в 2005 г. По данным Центрального банка РФ, уже в III квартале 2005 г. этот показатель зафиксирован на уровне около 3 млрд долл., хотя суммарное значение рассматриваемого показателя за 9 месяцев 2005 г. оставалось отрицательным. По итогам года прогнозы подтвердились: значение нетто-притока капитала в Россию составило 0,3 млрд долл., причем это произошло на фоне сокращения значения притока спекулятивного иностранного капитала.

По данным исследовательской компании Thomson Financial, объем мирового рынка слияний и поглощений за 9 месяцев 2005 г. составил 1,8 трлн долл. По расчетам аналитического агентства Dealogic, этот показатель еще больше и составляет 1,97 трлн долл., что почти на 52% выше аналогичного показателя за 2004 г. (1,3 трлн долл.). Аналитики банка Credit Suisse First Boston трактуют эти цифры как начало новой (шестой, но уже мировой) волны слияний и поглощений (в истории слияний и поглощений США на

современном этапе рассматривается 5 волн слияний и поглощений, проходивших с конца XIX – по конец XX в.). Для подтверждения этого предположения обратимся к цифрам за предшествующие годы.

Данные об объеме мирового рынка слияний и поглощений в 2001–2003 гг. по количеству объявленных сделок представлены в *табл. 3.2*. В 2003 г. по сравнению с 2001 г. произошло значительное снижение активности на мировом рынке слияний и поглощений – более чем на 25%. В 2002–2003 гг. этот показатель оставался практически без изменений и составил около 1,25 трлн долл. По данным KPMG, в 2004 г. объем мирового рынка слияний и поглощений достиг уровня 2001 г. и составил 1,73 трлн долл. Экстраполируя значения за январь–сентябрь 2005 г.[47], можно предположить, что рынок слияний и поглощений в мире достигнет 2,5 трлн долл., что на 45% больше, чем в 2004 г. Таким образом, на протяжении 2004–2005 гг. мировой рынок слияний и поглощений растет в среднем на 40–45% в год (2005 г. – прогноз). Между тем статистика двух лет не является показательной. Продолжительность одной волны слияний и поглощений в США в среднем составляла 8–12 лет. Таким образом, представляется логичным следующий вывод: в 2004–2005 гг. имеет место скачок объемных показателей мирового рынка слияний и поглощений, но, для того чтобы говорить о начале новой волны слияний и поглощений, необходимо проанализировать дальнейшее (на протяжении не менее 2–3 лет) изменение этого показателя.

Таблица 3.2

Объем мирового рынка слияний и поглощений в 2001–2003 гг. (по количеству объявленных сделок), млрд долл.

Период	Мир	США	Западная Европа
2001	1 700,5	771,4	519,7
2002	1 231,4	458,3	462,3
2003	1 260,0	490,0–556,0	н/д

Источник: M&A Agency.

[47] В настоящий момент мы не располагаем окончательными данными за 2005 г.

Эти тенденции являются крайне интересными на фоне возросших в 2005 г. инвестиционных рейтингов России (как долгосрочного кредитного рейтинга, так и краткосрочного суверенного рейтинга – S&P). Кроме того, по данным консалтинговой компании A.T.Kearney, в рейтинге наиболее привлекательных стран для прямых иностранных инвестиций в 2005 г. Россия заняла 6-е место, причем в 2004 г. по данному показателю она находилась лишь на 11-м месте (в 2003 г. – 8-е место). Высвобождаемый в результате сделок слияний и поглощений капитал может быть инвестирован в российские активы, что частично и происходит (см. значения показателей нетто-притока капитала в Россию в 2005 г., приведенные выше). В результате дальнейшее усиление прозрачности рынка корпоративного контроля и его регулирования на территории России представляется одним из приоритетных направлений экономической политики государства, так как обеспечивает укрепление текущих тенденций и рост показателя положительного сальдо международного движения капиталов России.

Таблица 3.3

Отраслевой анализ активности сделок на рынке корпоративного контроля России в 2005 и 2006 гг. по регионам

Регион	Отрасли, характеризующиеся наибольшей интенсивностью сделок слияний и поглощений в рамках региона			
	2005		2006[48]	
	Отрасль	Информационно: % сделок слияний и поглощений в рамках отрасли в общем объеме сделок по региону	Отрасль	Информационно: % сделок слияний и поглощений в рамках отрасли в общем объеме сделок по региону
1	2	3	4	5
Северо-Западный	– Телекоммуникации	19	– Пищевая отрасль	25
	– Недвижимость	12	– Финансы	19
Сибирский	– Нефтегазовая отрасль	39	– Металлургия	28
	–Машиностроение	13	– Финансы	22

[48] Данные за 1-е полугодие 2006 г.

Продолжение таблицы 3.3

1	2	3	4	5
Южный	– Сельское хозяйство	32	– Пищевая отрасль	50
	– Пищевая отрасль	16		
	– Финансы, транспорт, телекоммуникации	11[49]		
Приволжский	– Нефтегазовая отрасль	26	– Торговля	22
	– Машиностроение	15	– Телекоммуникации	17
	– Телекоммуникации, пищевая отрасль	12		
Центральный	– Финансы	16	– Недвижимость	16
	– Пищевая отрасль	14	– СМИ	16
	– Телекоммуникации	11		
Дальневосточный	– Телекоммуникации	71	– Металлургия	60
Уральский	– Пищевая	43	– Металлургия	27

Таблица 3.4

Анализ интенсивности сделок на рынке корпоративного контроля России в 2005 и 2006 гг. по отраслям и регионам

Отрасль	Регионы, характеризующиеся наибольшей интенсивностью сделок слияний и поглощений в рамках отрасли			
	2005		2006 [50]	
	Регион	Информацион-но: % сделок слияний и поглощений в рамках региона в общем объеме сделок по отрасли	Регион	Информацион-но: % сделок слияний и поглощений в рамках региона в общем объеме сделок по отрасли
1	2	3	4	5
Недвижимость	– Северо-Западный	50	– Центральный	100
	– Центральный	40		

[49] В случае если для нескольких отраслей приведено одно значение процентной доли, это значит, что каждая из указанных отраслей характеризуется обозначенной долей. Такой же подход применяется и для последующих таблиц.

[50] Данные за 1-е полугодие 2006 г.

1	2	3	4	5
Финансы	– Центральный – Северо-Западный	47 27	– Центральный, Сибирский – Северо-Западный	27 20
Торговля	– Центральный – Северо-Западный	64 18	– Приволжский – Центральный, Уральский	33 17
Машиностроение	– Приволжский – Центральный, Сибирский	29 24	– Сибирский, Приволжский, Центральный	33
Телекоммуникации	– Центральный – Северо-Западный – Дальневосточный	33 27 17	– Центральный – Приволжский	57 43
Пищевая отрасль	– Центральный – Приволжский – Южный, Уральский	46 15 12	– Центральный, Северо-Западный – Южный	25 19
Строительство	– Центральный	67	– Центральный	100
Сельское хозяйство	– Южный – Центральный	55 27	– Центральный	67
СМИ	– Центральный	80	– Центральный	88
Услуги	– Центральный	100	–	–
Транспорт	– Центральный – Северо-Западный, Южный	38 25	– Приволжский	33
Нефтегазовая отрасль	– Сибирский – Приволжский	43 32	– Сибирский, Уральский	33
Химическая отрасль	– Приволжский	60	– Приволжский, Северо-Западный	50
Электроэнергетика	– Северо-Западный, Сибирский, Приволжский	33	– Северо-Западный	100
Металлургия	– Сибирский, Приволжский	50	– Сибирский	33
Деревообработка	– Северо-Западный	67	– Северо-Западный	100
Прочие отрасли	– Центральный – Северо-Западный	65 22	– Центральный – Северо-Западный	50 33

Представляется интересным анализ рынка корпоративного контроля России в части активности сделок по отраслям, регионам и видам проводимых сделок[51]. Результаты анализа отраслевой и региональной интенсивности рынка корпоративного контроля представлены в *табл. 3.3* и *3.4*.

Как видно из приведенных выше данных, в некоторых случаях прослеживается зависимость интенсивности процессов слияний и поглощений по отраслям от региона. Данная характеристика применима к следующим отраслям:

- недвижимость и финансы – концентрация процессов слияний и поглощений в Центральном и Северо-Западном федеральных округах;
- машиностроение – концентрация процессов слияний и поглощений в Приволжском, Центральном и Сибирском федеральных округах;
- строительство и СМИ – концентрация процессов слияний и поглощений в Центральном федеральном округе;
- нефтегазовая отрасль и металлургия – концентрация процессов слияний и поглощений в Сибирском федеральном округе;
- химическая отрасль – концентрация процессов слияний и поглощений в Приволжском федеральном округе;
- деревообработка – концентрация процессов слияний и поглощений в Северо-Западном федеральном округе.

По результатам приведенного выше анализа можно сделать следующие выводы. Во-первых, процессы слияний и поглощений в части отраслевой принадлежности компании-цели наиболее популярны в регионах, в которых данные отрасли характеризуются наибольшей доходностью. Например, наибольшая интенсивность рынка слияний и поглощений в строительной отрасли и недвижимости, несмотря на общероссийский строительный бум, наблюдается в Центральном и Северо-Западном федеральных округах. Аналогичная ситуация наблюдается на рынке финансовых услуг и СМИ, которые наиболее популярны в Центральном федеральном округе.

[51] Анализ проводится на основании баз данных агентства mergers.ru.

Во-вторых, процессы слияний и поглощений в значительной степени распространены в экономике России независимо от отраслевой и региональной принадлежности компании-цели, так как в области электроэнергетики, телекоммуникаций, торговли и в прочих отраслях не прослеживается сохранения четкой структуры интенсивности слияний и поглощений по регионам в 2006 г. по сравнению с 2005 г.

Кроме того, представляется интересным анализ зависимости используемого вида слияний и поглощений в зависимости от того, в какой отрасли проводятся данные сделки[52]. Результаты анализа приведены в *табл. 3.5.*

Таблица 3.5

Интенсивность видов слияний и поглощений по отраслям

Отрасль	Регионы, характеризующиеся наибольшей интенсивностью сделок слияний и поглощений в рамках отрасли			
	2005		2006 [53]	
	Вид M&A	Информационно: % видов сделок слияний и поглощений в общем объеме сделок по отрасли	Вид M&A	Информационно: % видов сделок слияний и поглощений в общем объеме сделок по отрасли
1	2	3	4	5
Недвижимость	– Покупка доли	40	– Полное приобретение	57
	– Полное приобретение	30		
Финансы	– Консолидация, покупка доли	30	– Покупка доли	69
			– Полное приобретение	25
	– Полное приобретение	23		
Торговля	– Полное приобретение	82	– Полное приобретение	67
Машиностроение	– Покупка доли	64	– Консолидация, полное приобретение, покупка доли	29
	– Консолидация	21		
Телекоммуникации	– Полное приобретение, покупка доли	32	– Полное приобретение	78
	– Консолидация	19		

[52] Некоторые виды сделок, выделяемые mergers.ru как отдельные, для целей этого анализа объединены.

[53] Данные за 1-е полугодие 2006 г.

Продолжение таблицы 3.5

1	2	3	4	5
Пищевая отрасль	– Полное приобретение	53	– Покупка доли	42
	– Покупка доли	32	– Полное приобретение	33
Строительство	– Полное приобретение, покупка доли	40	– Покупка доли	50
			– Полное приобретение, консолидация	25
Сельское хозяйство	– Полное приобретение	63	– Покупка доли	66
			– Полное приобретение	33
СМИ	– Полное приобретение, консолидация	33	– Полное приобретение	58
			– Покупка доли	25
Услуги	– Покупка доли, консолидация	50	–	–
Транспорт	– Полное приобретение, консолидация	40	– Консолидация	50
Нефтегазовая отрасль	– Консолидация	30	– Покупка доли	71
	– Покупка доли	26		
	– Полное приобретение	22		
Химическая отрасль	– Покупка доли	60	– Полное приобретение, покупка доли	50
Электроэнергетика	– Консолидация, покупка доли	50	– Консолидация, покупка доли	50
Металлургия	– Консолидация		– Консолидация	54
	– Покупка доли	33		
	– Полное приобретение			
Деревообработка	– Консолидация	50	– Покупка доли	100
	– Покупка доли			
Прочие отрасли	– Полное приобретение	28	– Консолидация, полное приобретение	33
	– Покупка доли	24		

Как видно из *табл. 3.5*, наибольшей популярностью в 2005 и 2006 гг. пользуется полное приобретение компании-цели, что подтверждает склонность инвесторов обладать полным контролем над приобретаемой компанией, не удовлетворяясь владением миноритарной долей. Причины этого будут изложены в главе 3 настоящего диссертационного исследования, посвященной государственному регулированию слияний и поглощений в России. Кроме того, данный тезис подтверждает и высокая степень распространения консолидации, которая представляет собой докупку долей и

акций компаний для получения инвестором контрольного влияния на принимаемые в компании решения. Между тем в некоторых отраслях наблюдается тенденция к увеличению доли приобретения миноритарных долей и пакетов акций в 2006 г. по сравнению с 2005 г., что говорит о постепенном росте прозрачности экономики России, а соответственно и доверия со стороны инвесторов. Данная тенденция в основном наблюдается в следующих отраслях: финансы, пищевая отрасль, сельское хозяйство, нефтегазовая отрасль, деревообрабатывающая промышленность.

3.3. Слияния и поглощения с участием государства

Государство на рынке корпоративного контроля

Специфика деятельности государства на рынке корпоративного контроля обусловлена осуществлением трех ключевых функций: приватизационные продажи, приобретение (административными или рыночными методами) тех или иных активов, регулирование (законодательство, ведомственный контроль, правоприменение). Если та или иная модель регулирования рынка корпоративного контроля (при всех национальных особенностях) является непременным атрибутом любой относительно развитой правовой системы, то реализация первых двух функций (не в качестве разовых актов, а как компонент экономической политики) может быть связана только с относительно коротким историческим периодом. Как правило, их реализация возможна лишь на альтернативной основе (в силу, например, идеологических предпочтений правящей партии), а выбор зависит от широкого комплекса экономических, правовых, исторических и этических традиций в конкретном обществе. Особенностью России середины первого десятилетия наступившего века стало параллельное развитие обоих процессов.

К концу 1990-х – началу 2000-х годов государственное присутствие в корпоративном секторе, будучи весьма обширным, исходя из формальных количественных характеристик, было сильно распылено в виде многих тысяч разрозненных, плохо или вообще неуправляемых унитарных предприятий и пакетов акций недавно созданных акционерных обществ практически во всех отраслях хозяйства. Интегрированные структуры, созданные по инициативе

государства и с его участием на начальном этапе приватизации, действовали в основном в топливно-энергетическом комплексе, представляя также естественно-монопольные виды деятельности.

Период 2000–2004 гг. характеризовался определенными усилиями по повышению эффективности управления распыленными активами путем их интеграции в государственные холдинговые структуры в таких отраслях, как атомная энергетика, железнодорожный транспорт, оборонная и алкогольная промышленность, обеспечение функционирования воздушного и морского транспорта, почтовая связь. Увеличение государственной доли в капитале отдельных компаний вне рамок интеграционных процессов было исключением и носило штучный характер. Параллельно с этим начался процесс реструктуризации естественных монополий.

В этот же период заметно активизировались попытки установления (расширения) контроля за основными финансовыми потоками российской экономики и, более широко, усилилось движение в сторону обеспечения зависимости бизнеса от государственных институтов, несмотря на решения по дерегулированию, административную реформу и планы по дальнейшей приватизации[54]. Главной особенностью 2005 г. стало смещение приоритетов в пользу прямого государственного участия в экономике. Рассмотрим некоторые показательные примеры и тенденции[55].

Как известно, одним из заметных событий 2004 г. (помимо дела «ЮКОСа») стал запуск масштабного проекта по слиянию ОАО «Газпром» и НК «Роснефть». Изначально государство собиралось обменять «Роснефть» на 10,74% акций ОАО «Газпром», находившихся на балансе его дочерних компаний[56] и необходимых государству для консолидации контрольного пакета газового холдинга в своей собственности, что, в свою очередь, позволяло либерализовать

[54] Подробно см.: Радыгин А. Россия в 2000–2004 годах: на пути к государственному капитализму? // Вопросы экономики. 2004. № 4. С. 42–65.

[55] Источниками для фактических данных послужили официальные пресс-релизы и интервью руководителей Минэкономразвития РФ, ФАУФИ, информационные материалы Прайм-ТАСС, «ИНТЕРФАКС», «РБК», проекта «lin.ru», периодических изданий – «Коммерсантъ», «Ведомости», «Известия», «Время новостей», «Финанс», «Слияния и поглощения», сайты компаний.

[56] Речь идет о дочерних компаниях «Газпрома» – это «Газпроминвестхолдинг», Газпромбанк, «Газфонд», «Газпромфинанс» и Gazprom Finance BV.

рынок акций «Газпрома» без риска утраты контроля. На основании Указа Президента РФ от 7 декабря 2004 г. № 1502 «Роснефть» была исключена из списка стратегических АО, а 100% ее акций были внесены в качестве вклада РФ в уставный капитал вновь созданного ОАО «Роснефтегаз», внесенного в список стратегических компаний. «Роснефтегаз» предполагалось создать в качестве временного хозяйственного субъекта, в рамках которого можно было провести обмен активами.

В 2005 г. формат сделки изменился. После длительного противостояния между руководством двух госкомпаний, каждая из которых опиралась на «свой» административный ресурс, было определено, что источником оплаты 10,74% акций «Газпрома», которые летом 2005 г. были перерегистрированы на «Роснефтегаз», должны стать не активы «Роснефти», а средства кредита (7,5 млрд долл.), который «Роснефтегаз» должен получить у консорциума западных банков под залог неконтрольного пакета «Роснефти». Источником оплаты этого кредита могут стать средства, вырученные от продажи другого неконтрольного пакета акций «Роснефти», в том числе за счет проведения IPO. К концу 2005 г. «Роснефтегаз» оплатил первые два транша за акции «Газпрома» (около 1,3 млрд долл.), однако основные выплаты еще впереди.

Реализация такой схемы позволяет установить мажоритарный контроль над «Газпромом» при сохранении самостоятельности «Роснефти» (с вошедшим в ее состав «Юганскнефтегазом») и контроля над ней. По данным ФАУФИ, после размещения акций НК «Роснефть» на бирже и привлечения денежных средств, достаточных для погашения долга за покупку 10,74% акций «Газпрома», «Роснефтегаз» может быть ликвидирован в конце 2006 г. – начале 2007 г. В этом случае акции «Газпрома» перейдут на баланс Росимущества, т.е. в собственность казны. В конце 2005 г. были приняты также поправки в закон о газоснабжении, которые сняли установленное прежней редакцией ограничение для иностранных владельцев (не более 20% акций) и подняли до порога 50% плюс 1 акция минимально допустимую совокупную долю федеральной соб-

ственности и собственности тех АО, в которых находится более 50% акций[57].

Одновременно должно быть осуществлено увеличение доли государства в капитале компании «Росгазификация» (в настоящее время владеет 0,89% акций ОАО «Газпром») с 72 до 100% за счет внесения в ее уставный капитал миноритарных пакетов акций газораспределительных компаний, находящихся в государственной собственности. В дальнейшем «Росгазификация» может быть реорганизована с выделением основного актива – акций «Газпрома» – на баланс отдельной компании. При этом доля государства в компании, на балансе которой будут находиться акции «Газпрома», будет составлять практически 100%, а спецкомпания будет впоследствии ликвидирована.

Срыв сделки по поглощению «Роснефти» «Газпромом» тем не менее не изменил планы «Газпрома» и его кураторов в органах власти по увеличению нефтяной составляющей холдинга. В октябре 2005 г. состоялась крупнейшая в истории российского рынка корпоративного контроля сделка – приобретение «Газпромом» через одну из своих дочерних компаний 72,66% акций «Сибнефти» (13,091 млрд долл.). Этот пакет вместе с приобретенными ранее у Газпромбанка 3,016% акций «Сибнефти» обеспечивает холдингу квалифицированное большинство при принятии решений.

В итоге фактическая национализация «Сибнефти» и завершение перехода не только де-юре, но и де-факто «Юганскнефтегаза» под контроль «Роснефти» существенным образом изменили соотношение сил в нефтяной отрасли, где в настоящее время представлены только государственные и «лояльные» компании. Остается пока открытым вопрос о поглощении части нефтяных активов «Роснефти» «Газпромом», решение которого будет зависеть прежде всего от баланса сил во властных структурах. Дальнейшее наращивание своих нефтяной (вплоть до 55% бизнеса) и энергетической составляющих газовый холдинг тем не менее позиционирует как долгосрочную стратегию, одновременно подготавливая условия для установления контроля над независимыми производите-

[57] В прежней редакции минимально допустимая государственная доля составляла только 35%, однако при этом допускалось владение этим пакетом исключительно федеральной казной, без привлечения каких-либо хозяйственных обществ.

лями газа (ОАО «Нортгаз») или блокируя продажу их пакетов другим компаниям (ОАО «НОВАТЭК»). Среди нефтяных компаний, которые могут стать объектом экспансии «Газпрома», называются «Татнефть», принадлежащие в настоящее время АФК «Система» активы башкирского ТЭК и др.

«Роснефть» для продолжения экспансии в отрасли после установления фактического контроля над «Юганскнефтегазом» должна решить ряд проблем корпоративного и финансового характера. К ним относятся: консолидация капитала основных дочерних компаний и переход на единую акцию, решение проблем с миноритариями дочерних компаний (перспектива судебных разбирательств, связанных как с возможными коэффициентами обмена, так и с продолжающимися несколько лет конфликтами на почве трансфертного ценообразования в холдинге), изыскание средств для выплат по кредитам, взятым на рубеже 2004–2005 гг. для покупки «Юганскнефтегаза», и, возможно, кредитов на покупку компанией «Роснефтегаз» акций «Газпрома».

Продолжением тенденции экспансии естественных монополий стало приобретение РАО «ЕЭС России» в конце 2005 г. 22,43% акций энергомашиностроительного концерна «Силовые машины» (101,4 млн долл.), контролируемого бизнес-группой «Интеррос». Данное приобретение с учетом более чем 3% акций, находящихся в собственности «Ленэнерго», обеспечило энергомонополии контроль над блокирующим пакетом акций и соответственно возможность влиять на принятие решений. Вместе с тем современный этап реформирования электроэнергетики в качестве одной из важных задач ставит ликвидацию непрофильных активов. Уже в 2006 г. 20,62 % акций «Силовых машин» приобрел крупнейший немецкий электротехнический концерн – Siemens AG, доведший с учетом имевшихся 4,38% акций свою долю до величины блокирующего пакета. Напомним, что весной 2005 г. ФАС отказала Siemens AG в разрешении на приобретение 73,46% акций «Силовых машин», хотя ранее сделка была согласована на уровне высших руководителей России и ФРГ.

Помимо естественных монополий, в качестве нового серьезного игрока, занявшегося приобретением ранее приватизированных активов, в 2005 г. выступило ФГУП «Рособоронэкспорт» – государственное внешнеэкономическое предприятие, на долю которого приходится основная часть российского экспорта

приходится основная часть российского экспорта военно-технической продукции. Сферой его активности пока стали оборонная промышленность и машиностроение.

Еще в 2002 г. «Рособоронэкспорт» и Государственная инвестиционная корпорация[58] учредили Объединенную промышленную корпорацию «Оборонпром», деятельность которой может служить хорошей иллюстрацией комбинированного применения административных и рыночных методов установления корпоративного контроля. В 2005 г. одним из основных направлений ее деятельности стало формирование вертолетостроительного холдинга – в уставный капитал «Оборонпрома» передаются государственные пакеты акций Улан-Удинского авиационного завода (УУАЗ, 49,18%), Московского вертолетного завода им. Миля (МВЗ, 31%), Казанского вертолетного завода (КВЗ, 29,92%), Московского машиностроительного завода «Вперед» (ММЗ, 38%) и Ступинского машиностроительного производственного предприятия (СМПП, 60%). Для обеспечения мажоритарного контроля указанных предприятий «Оборонпром» осуществил покупку у частных акционеров дополнительных пакетов акций УУАЗа (25%), ММЗ (12,5%) и МВЗ (31%). В ноябре 2005 г. у АФК «Система» было приобретено ОАО «Камов-Холдинг», которому, в свою очередь, принадлежит 49% акций ОАО «Камов» (11,8 млн долл.).

Другим способом установления контроля над рядом предприятий стала дополнительная эмиссия акций «Оборонпрома», в ходе которой 15,07% его акций были обменены на 29,92% акций КВЗ, находившихся в собственности Татарстана. Еще одним новым участником холдинга стал контролируемый частными акционерами ростовский вертолетный завод «Роствертол», приобретший 2,79% акций за наличные деньги. При этом холдинг собирается направить вырученные средства на выкуп дополнительной эмиссии акций самого «Роствертола», поскольку в настоящее время в собственности государства находится только 3,73% акций предприятия. В последующем «Оборонпром» собирается довести свой пакет акций в «Роствертоле» до контрольной величины, ограничившись на

[58] После ликвидации Госинкора в 2003 г. его доля (51%) перешла к Росимуществу, которое в настоящее время делит капитал «Оборонпрома» с «Рособоронэкспортом» (31,13%), Татарстаном и ОАО «Роствертол».

первом этапе блокирующим пакетом. «Оборонпром» контролирует также ряд предприятий, не имеющих отношения к производству вертолетов, в том числе ОАО «Оборонительные системы» (более 75% акций), ЗАО «Оборонпромлизинг» (100%).

Как показывают события 2005–2006 гг., интересы «Рособоронэкспорта» явно выходят за пределы оборонной промышленности и распространяются, в частности, на автомобилестроение для гражданских нужд. Так, в 2005 г. произошла смена высших менеджеров на АвтоВАЗе, в совет директоров которого вошли представители «Рособоронэкспорта» и Внешэкономбанка. Хотя смена руководства позиционируется как привлечение антикризисных менеджеров, никаких радикальных изменений в политике компании не предполагается. Схема установления имущественного контроля пока остается непрозрачной, хотя некоторые источники указывают размер приобретенного пакета (около 60% акций) и сумму сделки (около 700 млн долл.). В октябре 2005 г. вместо размещения государственного пакета акций на Лондонской фондовой бирже ОАО «КамАЗ» и 3 его дочерних общества распоряжением правительства РФ были включены в перечень стратегических предприятий, а по данным на февраль 2006 г., 34,01% акций КамАЗа могут быть переданы в управление ФГУП «Рособоронэкспорт», которое направило соответствующий запрос в ФАУФИ (непосредственно участвовать в приватизационных сделках унитарное предприятие не имеет права). В январе 2006 г. стало известно, что ФГУП «Рособоронэкспорт» сделало предложение основным собственникам титанового монополиста ОАО «Верхнесалдинское металлургическое производственное объединение» о выкупе их акций.

На стадии проработки в правительстве находится проект создания единой Национальной автомобилестроительной компании по аналогии с Объединенной авиастроительной компанией (ОАК), принципиальное решение о создании которой было принято зимой 2005 г. Параллельно уже в 2006 г. рассматривается вопрос о создании аналогичной компании в области двигателестроения (6 крупных предприятий). Как и можно было ожидать, одним из серьезных препятствий на пути создания ОАК является определение пропорций в структуре капитала создаваемого холдинга между государством и другими группами акционеров, учет интересов частных акционеров, владеющих пакетами акций различной величи-

ны на предприятиях, объединяемых в холдинг. Возможно, что опыт, приобретенный в ходе создания «Оборонпромом» вертолетостроительного холдинга, будет востребован и при строительстве ОАК. В дальнейших планах – Национальная энергомашиностроительная корпорация, которая в перспективе может интегрировать приобретенные РАО «ЕЭС России» и «Газпромом» активы соответственно «Силовых машин» и «Объединенных машиностроительных заводов», контролируемый государством (51%) холдинг надводного судостроения на базе Балтийского завода и «Северной верфи» и ряд других.

Определенные изменения, связанные с действиями государства и компаний с его участием, затронули в 2005 г. смежные с авиастроением виды деятельности: авиаперевозки и функционирование аэропортов. В августе Сбербанк РФ стал номинальным держателем 25% акций ОАО «Аэрофлот–Российские авиалинии». ФГУАП «Пулково» завершило разделение на предприятия, осуществляющие аэропортовую деятельность и авиаперевозки. В дальнейшем «Пулково» (авиаперевозки) будет присоединено к Государственной транспортной компании (ГТК) «Россия», из которой будет выделено и передано Управлению делами Президента РФ имущество для обеспечения авиаперевозок первых лиц государства. Суд по иску Росимущества признал незаконной передачу движимого имущества аэропорта «Домодедово» компании «Ист-Лайн», что стало в 2005 г. наиболее громким делом по признанию незаконными сделок с государственным имуществом, совершенных в 90-е годы. Помимо этого, рассматривается аналогичный иск, предметом которого является терминал данного аэропорта.

Еще одним примером активизации усилий государства по доведению своей доли в компаниях со смешанным капиталом до контрольной величины может служить вновь активизировавшееся в июне 2005 г. обсуждение методов увеличения федеральной доли в алмазном холдинге «АЛРОСА». Увеличение федеральной доли с 37 до 51% возможно за счет обмена выпущенных в ходе дополнительной эмиссии акций «АЛРОСА» на госпакеты акций 5 профильных компаний («Смоленский кристалл» – 100%, Специальное конструкторско-технологическое бюро «Кристалл» – 100%, Приокский завод цветных металлов – 100%, Вилюйская ГЭС-3 – менее 1% и «Алмазный мир» – 52,37%). В свою очередь, «АЛРОСА» рассматри-

вается в качестве потенциального основного акционера ОАО «ГМК «Норильский никель». Как и в случае с «Газпромом», данная сделка может потребовать привлечения крупного кредита с соответствующими гарантиями.

Реализация этой схемы встретила очевидное противодействие со стороны второго крупного акционера «АЛРОСА» – правительства Якутии (32% акций), которое не только не желает обременять себя усилиями по участию в приобретении «Норильского никеля», но и оказалось перед необходимостью поиска активов для внесения в капитал «АЛРОСА» с тем, чтобы не допустить сокращения своей доли. С этим связан вопрос о передаче в федеральную собственность имущественного комплекса, ранее принадлежавшего ПНО «Якуталмаз». Республика же в этом случае потеряет право собирать с «АЛРОСА» арендные платежи, составляющие до 3/4 поступлений в ее бюджет. Ради сохранения баланса сил Якутия готова пойти на компромисс: увеличить капитализацию «АЛРОСА» за счет внесения в ее капитал акций других республиканских предприятий (75% минус 1 акция «Якутугля», 34,6% акций «Эльгаугля» и 10% акций «АЛРОСА-Нюрба»).

В 2006 г. перечень крупных государственных холдингов может пополниться за счет создания нового холдинга «Атомпром» (АЭС, атомная промышленность, профильные научно-исследовательские организации). Основой для объединения служат активы акционируемого концерна «Росэнергоатом» и ряда предприятий, входящих в группу «Объединенные машиностроительные заводы» (фактически в собственности группы «Газпрома», который владеет и другими активами атомной отрасли). Находящиеся в обращении на открытом рынке акции ОМЗ (менее 25%) могут быть подвергнуты делистингу с последующей трансформацией компании в закрытое акционерное общество. Единственным акционером нового холдинга, видимо, будет государство.

Весьма симптоматичным является также характерное для 2005 г. торможение процессов реструктуризации естественных монополий. Дальнейшие процессы реорганизации железнодорожной отрасли связаны с обсуждением возможных стратегических рисков при приватизации различных объектов ОАО «РЖД». Важным вопросом остаются источники покрытия убытков железнодорожного транспорта в случае выделения из ОАО «РЖД» пассажир-

ских перевозок в самостоятельную компанию, ее статус и собственник – непосредственно ОАО «РЖД» или федеральные и, возможно, региональные власти. Часть пакета акций ОАО «РЖД» может быть выставлена на продажу к концу третьего этапа реформирования железнодорожного транспорта (2006–2008 гг.) наряду с акциями дочерних компаний РЖД, работающих в конкурентном сегменте рынка.

В сфере электроэнергетики сохраняются проблемы, связанные с продажей генерирующих мощностей после разделения по видам деятельности в региональных энергокомпаниях, с завершением формирования оптовых генерирующих компаний, состоянием диспетчерских и сетевых объектов. В конце 2005 г. в планах реструктуризации РАО «ЕЭС России» обозначился новый аспект, связанный с выпуском дополнительной эмиссии акций рядом генерирующих компаний. Дискуссионным вопросом в этой связи является распределение их капитала, степень сохранения участия в них самого РАО «ЕЭС России» и акционеров холдинга. Необходимо напомнить в этой связи, что, согласно первоначальным планам реструктуризации отрасли, после ликвидации РАО государство намеревалось оставить в своей собственности по 75% + 1 акция в Федеральной сетевой компании и Системном операторе, а также контрольный пакет в генерирующей компании, созданной на базе активов гидроэнергетики.

В отношении ОАО «Газпром» вопрос о радикальном преобразовании практически всегда оставался на уровне проектов и дискуссий. Судя по официальным заявлениям, речь может идти о проведении мероприятий, направленных на сокращение издержек, повышение прозрачности и финансовое оздоровление. Так, советник президента РФ И. Шувалов заявил о том, что никакой глобальной реформы в газовой отрасли компании, в отличие от электроэнергетики, не ожидается, трубопроводная система останется в составе компании, которая должна обладать монопольным правом на осуществление экспорта при обеспечении недискриминационного доступа к трубе для независимых производителей. Обсуждается вопрос о создании в порядке пилотного проекта свободного рынка газа в объеме около 5 млрд куб.м в год[59].

[59] Известия. 2005. 18 марта.

При этом необходимо подчеркнуть, что вопрос о самой возможности приватизации активов естественных монополий и о ее условиях является далеко не очевидным, что ясно показывает пример «Связьинвеста», который в период акционирования в первой половине 1990-х годов также фактически занимал монопольное положение на рынке услуг связи. Хотя вопрос о продаже государственного пакета акций в «Связьинвесте» в последние годы рассматривался неоднократно, в прошедшем году возражения силовых ведомств привели к тому, что приватизация была отложена по причине необходимости принятия закона о защите интересов спецпотребителей услуг связи и разработки соответствующих практических механизмов.

Продажа пакета акций телекоммуникационного холдинга «Связьинвест» предполагалась все последние годы, поэтому включение этого объекта в список для приватизации 2005 г. отнюдь не означало принятия окончательных решений. Во-первых, дальнейшая приватизация прямо связана с завершением процессов реорганизации в холдинге, тарифной реформой, решением проблем социальной нагрузки региональных компаний и обеспечением связью силовых ведомств (свыше 600 тыс. номеров при наличии значительной задолженности перед холдингом – около 600 млн руб. на 1 июля 2005 г.). Во-вторых, с учетом роста привлекательности телекоммуникационных акций срочная продажа ценных бумаг холдинга вообще имеет мало смысла. Тем не менее есть и встречная тенденция. По оценке Минэкономразвития РФ, хотя холдинг владеет контрольными и блокирующими пакетами акций региональных операторов проводной связи, оперативность управления ими утрачена. В-третьих, серьезной проработки требует конкретный вариант продажи.

С точки зрения Минэкономразвития РФ, наиболее рациональным вариантом является одномоментная приватизация всего госпакета (75% минус 1 акция), который и обсуждался в 2005 г. одновременно с подготовкой проекта указа президента РФ об исключении холдинга из перечня стратегических объектов. Одновременно в течение 2005 г. продолжалось согласование условий продажи с силовыми ведомствами. В октябре 2005 г. в проект указа были внесены принципиальные поправки Государственно-правового управления Президента, предусматривающие необходимость за-

конодательного оформления гарантий для силовых ведомств до включения холдинга в программу приватизации. Это означает, что приватизация холдинга, скорее всего, не состоится и в 2006 г. Глава холдинга В. Яшин в конце 2005 г. заявил о возможности продажи государственного пакета либо до 1 июля 2006 г., либо уже после президентских выборов 2008 г.

В целом же история приватизации (и планов приватизации) холдинга «Связьинвест» заслуживает отдельного исследования, так как в ней ярко проявились практически все специфические черты российской приватизации постмассового периода: «олигархическая война» 1997 г., непрозрачность продажи первого пакета, активное задействование административного ресурса как в 1997 г., так и в 2005 г., риски «двойной» приватизации (холдинга и дочерних структур) по аналогии с нефтяной отраслью 1990-х годов, комплекс социальных и региональных проблем, ограничения стратегического (национальная безопасность) характера и заинтересованность силовых ведомств, проблемы реорганизации и оптимизации корпоративной структуры, скрытая борьба властных и финансовых группировок 2000-х годов и целый ряд других.

Подведем некоторые итоги. В 2005 г. произошли заметные изменения в подходах, в частности:

- активизация деятельности уже действующих государственных холдингов и компаний, которые стали на путь расширения масштабов своего бизнеса и его диверсификации путем поглощений и слияний («Газпром», «Роснефть»);
- вовлечение в процессы имущественной экспансии новых «игроков» (ФГУП «Рособоронэкспорт», РАО «ЕЭС России»);
- политика интеграции разрозненных активов, остающихся в собственности государства, в холдинговые структуры становится второстепенной[60], однако созданные новые структуры

[60] Тем не менее этот процесс продолжается, прежде всего в оборонной промышленности. По данным ФАУФИ, в 2005 г. завершено формирование ОАО «Корпорация "Тактическое ракетное вооружение"», ОАО «Объединенная промышленная корпорация "Оборонпром"», преобразованы все ФГУП, подлежащие внесению в уставные капиталы ОАО «Концерн "Созвездие"», ОАО «Концерн радиостроения "Вега"», ОАО «Концерн "Океанприбор"», ОАО «Концерн "Моринформсистема – Агат"», ОАО «Гранит-Электрон». Можно указать только одно противоположное решение, касающееся топливной промышленности: акции 77 обществ планировались к внесению в

начинают активно, хотя и весьма выборочно, действовать на рынке корпоративного контроля как самостоятельные субъекты (ОАО «Оборонпром» и др.);

- хотя говорить о формировании многоотраслевых конгломератов пока преждевременно, осуществлен выход экспансии за пределы топливно-энергетического сектора (в 2005 г. – начале 2006 г. в сферу государственных интересов попали АвтоВАЗ, КамАЗ, ОАО «Верхнесалдинское металлургическое производственное объединение» и др.);
- происходит смещение интереса от активов «проблемных» или «недобросовестных» с точки зрения госструктур компаний («ЮКОС», группа «Гута») к активам «нейтральных» или «лояльных» собственников;
- интенсификация государственного участия на рынке корпоративного контроля происходит на фоне общего значительного роста сделок на российском рынке при одновременном спаде враждебных поглощений;
- более широко практикуются такие методы, как доведение размера имеющейся доли в уставном капитале компаний до величины, позволяющей оказывать решающее влияние на их деятельность («Газпром», «АЛРОСА», «Росгазификация», Московский машиностроительный завод «Вперед», Московский вертолетный завод им. Миля, Улан-Удинский авиационный завод);
- необходимость политического согласования возможных крупных сделок как внутри страны, так и с участием зарубежных компаний становится обязательным компонентом проработки такого бизнес-решения (практически все состоявшиеся крупные сделки 2005 г. с участием государственных структур, а также сделки отклоненные: продажа пакета акций «НОВАТЭК» французской Total, размещение акций КамАЗа на Лондонской фондовой бирже, продажа контрольного пакета «Силовых машин» концерну Siemens AG).

Отдельно необходимо упомянуть селекцию сделок по условиям их оплаты и, что не менее важно, по возможностям вывоза полученного капитала. Здесь действует, по сути, «тройной стандарт»,

---

уставный капитал ОАО «Российская топливная компания», однако создание последней в итоге было признано нецелесообразным.

что заведомо исключает рыночный подход к сделкам, и отнюдь не всегда ясны мотивы принятия конкретных решений. Хорошо известны два крайних возможных варианта. Первый – разгром компании и фактическая национализация активов, когда вопрос о рыночной цене сделки и возможностях вывоза полученных средств по понятным причинам не обсуждался («ЮКОС»). Второй – сделка по приобретению «Газпромом» «Сибнефти», принесшая основному бенефициару компании 13 млрд долл. и возможность легитимно распоряжаться ими в России и за рубежом. На ее фоне все предыдущие продажи Millhouse Capital (алюминий и др.) выглядят мелко. Имея даже скромное представление о порядке ведения дел с государством, можно предположить наличие значительных трансакционных издержек, которые взял на себя бенефициар. Но дело даже не в этом.

Два кардинально *противоположных* сценария завершения бизнеса, создававшегося примерно *одинаковыми* (отнюдь не всегда законными) методами в течение примерно равного периода (около 10 лет) и в равной степени благополучного с экономической точки зрения, – идеальная иллюстрация того, что представляет собой частная собственность в современной России и насколько значима – в отличие от современного западного мира – ее причастность к верховной политической власти (как, например, в странах Древнего Востока).

Между указанными крайними вариантами – широкий спектр возможных компромиссных решений, в русле классической традиции относимых к категории «предложение, от которого невозможно отказаться». Указанные сделки также весьма трудно отнести к рыночным, так как при видимости справедливой рыночной цены в распоряжении государства всегда остаются аргументы из дела «ЮКОСа». В мае 2005 г., по некоторым данным, ставился вопрос о продаже «Газпрому» доли российских акционеров ТНК-ВР (50%), в январе 2006 г. – 30% акций «Аэрофлота», находящихся в собственности НРК, одному из крупнейших государственных банков или Газпромбанку.

По некоторым прогнозам на 2006–2007 гг., объектами национализации или поглощения со стороны государственных компаний могут стать «Норильский никель» (51% акций, 8 млрд долл.), Промстройбанк (1,5 млрд долл.), Уральская горно-

металлургическая компания – УГМК (5 млрд долл.), «Сургутнефтегаз» (62% акций, 20 млрд долл.), «Воссибнефтегаз» (130 млн долл.), «Томскнефть», «Самаранефтегаз», Ачинский НПЗ, Ангарская нефтехимическая компания (совокупно 8,5 млрд долл.), Сызранский НПЗ, Куйбышевский НПЗ, Новокуйбышевский НПЗ (0,5 млрд долл.), ТНК-ВР (50% акций в собственности российских акционеров – 9–10 млрд долл.), «Силовые машины» (450 млн долл.), «Уралкалий» (2 млрд. долл.), «Сильвинт» (1 млрд долл.)[61]. Национализация продолжится в нефтегазовом секторе, затрагивая также горнодобывающую отрасль и сегменты химической промышленности. Вероятной является национализация в транспортной отрасли для контроля экспортно-импортных поставок (морские, железнодорожные и авиахолдинги).

При заметно возросшем прямом участии государства в экономике России особенно актуальным становится вопрос о возможных целях и последствиях данного процесса.

Мотивы экспансии: попытка интерпретации

Хотя процессы расширения прямого участия государства в экономике в 2005 г. стали очевидны и так или иначе должны быть мотивированы как компонент общеэкономической стратегии, внятных официальных обоснований на государственном уровне в настоящее время не существует. Попробуем выделить несколько возможных вариантов (гипотез), хорошо понимая, что в реальной жизни все они так или иначе могут тесно переплетаться.

Вариант первый – *«управление и эффективность»* – в том или ином виде традиционно присутствует во многих левых и центристских программах 1990-х – начала 2000-х годов. Его разновидностями являются апология преимуществ управления экономикой посредством крупных государственных хозяйственных структур и более общие идеи «государственного капитализма».

Как известно, возможности создания холдинговых компаний с государственным участием в процессе приватизации были жестко ограничены (хотя и со многими «штучными» исключениями) законодательством России еще в начале 90-х годов. В середине 1990-х годов для правительства В.С. Черномырдина был подготовлен

[61] Слияния и поглощения. 2005. № 12 (34). С. 13–15.

проект создания 100 государственных холдингов, ставший своеобразной реакцией на массовую приватизацию 1992–1994 гг. В предвыборной программе Г.А. Зюганова 1996 г. в качестве одной из задач указывается «создание государственных холдингов, осуществляющих управление государственными пакетами акций в соответствии с государственной промышленной политикой»[62]. Коллегия Счетной палаты РФ в своем постановлении от 1 сентября 2000 г. № 29 (221) ставила вопрос о необходимости юридического обеспечения процедур создания государственных холдингов в базовых отраслях экономики, имеющих стратегическое значение для обеспечения безопасности страны (т.е. принятие Федерального закона «О государственном холдинге»). Наконец, в 2001 г. в Федеральном Собрании рассматривался проект Закона «О холдингах», который предусматривал возможность создания государственных холдингов и иных государственных иерархических структур на базе государственных ведомств.

Модель (государственного) холдинга, детальному анализу которой посвящено значительное количество работ, имеет как свои достоинства (в некоторых отраслях), так и очевидные недостатки. Применительно к целям данной статьи заметим лишь, что кажущаяся простота и упорядоченность *системы* государственных холдингов может быть весьма серьезным стимулом для очередного национального эксперимента. В качестве наглядного примера можно указать на те проблемы, с которыми пришлось столкнуться в начале 2000-х годов в ходе попыток формирования системы холдингов только в одном секторе – ВПК, где целесообразность таких структур мало кем оспаривается.

Часто ссылаются при этом на государственные холдинги в ряде стран мира (Италия, Норвегия, Мексика, Венесуэла, Китай и др.). Мировой опыт содержит различные модели, однако большая часть государственного сектора даже тех стран, которые не разделяют идеологию тотального разгосударствления, обычно связана с интересами национальной безопасности и социальными нагрузками. Общепризнано также, что попытки замещения частного бизнеса

[62] От разрушения к созиданию. Путь России в XXI век. Основные положения социально-экономической программы Г.А. Зюганова, кандидата в президенты России от народно-патриотических сил. Москва, 25 мая 1996 г.

государственными структурами в перспективе чаще всего чреваты негативными экономическими последствиям. Волна интенсивного «дерегулирования» экономики и приватизации, развернувшаяся во многих развитых странах на протяжении 80–90-х годов XXв., также может свидетельствовать о серьезном разочаровании результатами деятельности национализированных и/или жестко регулируемых секторов экономики.

Вариант второй – *«глобальная конкуренция и национальная безопасность»* – может рассматриваться государственной властью как оправданный в том случае, если аналогичные частные структуры не «дотягивают» до уровня современных международных корпораций[63]. Соответственно, формирование крупных государственных структур в России, в том числе посредством инструментария национализации, может расцениваться двояко: во-первых, как способ абсолютной государственной поддержки выбранных «центров силы» для глобального позиционирования в мире (добывающие отрасли и ВПК), во-вторых, как инструмент протекционизма в тех секторах, которые наиболее подвержены влиянию глобальной конкуренции и одновременно несут на себе социальную или инфраструктурную нагрузку (авиа- и автомобилестроение, связь и др.). Тем не менее количество таких секторов обычно весьма ограничено, а критерии национальной безопасности нуждаются в детальном законодательном оформлении. Очевидно также, что огосударствление целого ряда секторов экономики означает переход к политике государственной финансовой поддержки (со всеми возможными издержками) стратегически значимых проектов, которые в противном случае обречены на нежизнеспособность.

В 90-е годы данная проблема формально решалась посредством внесения многочисленных ограничений в приватизационное законодательство (которые также массово обходились), закрепления пакетов акций в собственности государства и квотирования доли иностранных инвесторов в акционерном капитале ряда российских компаний. Как типичный пример интерпретации внешних

[63] Усиление роли государства «во многих странах мира есть *естественная реакция* той или иной нации на вмешательство транснациональных структур во внутринациональные процессы, делающие понятие национального суверенитета условным и ограниченным» (Попадюк Н. Частная ли частная собственность в России? // Вопросы экономики. 2006. № 1. С. 144).

угроз можно привести доклад «Политика национальной безопасности РФ (1996–2000)», подготовленный в 1996 г. аппаратом секретаря Совета безопасности РФ, где возможность «интенсивной скупки иностранными фирмами российских предприятий, причем по заниженной стоимости» трактуется как значимая угроза[64]. В новом столетии перечень стратегических предприятий, запрещенных к приватизации, ежегодно претерпевает те или иные изменения, однако точные критерии его формирования по-прежнему отсутствуют.

В Послании Президента РФ Федеральному Собранию РФ от 25 апреля 2005 г. предлагается «четко определить те сферы экономики, где интересы укрепления независимости и безопасности России диктуют необходимость преимущественного контроля со стороны национального, в том числе государственного, капитала». К таким сферам отнесены «некоторые объекты инфраструктуры, предприятия, выполняющие оборонный заказ, месторождения полезных ископаемых, имеющие стратегическое значение для будущего страны, для будущих поколений россиян, а также инфраструктурные монополии». Тем не менее, как заявил В.В. Путин, у власти нет ясности в отношении модели экономического развития России (патерналистская или либеральная) и масштабов присутствия государства в экономике. Премьер-министр России М.Е. Фрадков высказался чуть более определенно: концентрацию производства следует считать не монополизацией, а участием в глобальной конкуренции.

Можно предположить, что позиционирование России на мировом рынке и в ее отношениях с ведущими развитыми странами мира в качестве «энергетической державы» и гаранта «энергетической стабильности» (эта тема заявлена одной из ключевых для встреч «большой восьмерки» в 2006 г.) рассматривается в настоящее время как доминанта внешнеполитической и внешнеэкономической активности. С массой оговорок этим может объясняться создание и/или сохранение в собственности государства мегакорпораций в топливно-энергетическом секторе, однако масштабы

[64] Политика национальной безопасности Российской Федерации (1996–2000) (проект) // НГ-Сценарии. 1996. № 2.

экспансии 2005 г. ставят под сомнение исключительность данного варианта.

Вариант третий – *«государственная рента»* – активно обсуждался в 2003–2004 гг. Он связан прежде всего с идеей национализации природной ренты (изъятия сверхприбыли) в нефтегазовом секторе, черной и цветной металлургии, выдвинутой бывшим лидером партии «Родина» С.Ю. Глазьевым[65]. Сегодня уже нет смысла рассматривать содержательно ни проект Закона «Об изъятии природной ренты» (2003 г.), ни приводившиеся абсолютные цифры, которые сами по себе весьма противоречивы (от 10 до 80 млрд долл. для 2002 г.). Безусловно, прямые популистские меры в данной сфере могли бы найти адекватную поддержку в российском обществе, однако выбор был сделан в пользу комплекса косвенных мер, которые реализуются постепенно в течение 2003–2005 гг.: новый налог на добычу полезных ископаемых и другие налоговые инструменты, экспортные пошлины, практика доначисления налогов и взыскание налоговой недоимки за предшествующие годы, пересмотр законодательства о недрах, лицензионная политика и процедуры участия в аукционах по природным ресурсам и др.[66]

Другими словами, в последние годы государство и так весьма активно проводит политику, направленную на перераспределение доходов топливно-энергетического комплекса, которая не требует при этом расширения прямого присутствия государства в секторе. Можно, конечно, предположить, что национализация значительных активов рассматривается как завершающий этап общей политики «национализации природной ренты» (при всей терминологической неопределенности данного понятия), однако это также не объясняет проявленного в 2005 г. интереса государства к другим секторам экономики.

Вариант четвертый – *«укрепление персонального влияния и частная рента»* – наиболее сложен для тех или иных интерпретаций

[65] См., напр.: «Круглый стол» «Оценка величины рентных доходов, образующихся в топливно-энергетическом и металлургическом комплексах России», http://atvr.ru/soveshyanie/2003/ 10/10/4015.html

[66] Применительно к обсуждаемому предмету экономическая обоснованность, эффективность и прозрачность конкретных механизмов не играют существенной роли.

по фактологическим и этическим соображениям. Тем не менее его тривиальность и потенциальный прагматизм дают ему, если исходить из «принципа Оккама», право на существование наравне с другими.

Распределение политической власти в обществе определяется политическими институтами и распределением ресурсов. Естественной потребностью новой власти всегда является установление максимально возможного контроля за доступными ресурсами, который первоначально обеспечивается с помощью кадровых решений в крупнейших госкомпаниях и банках. Дальнейшие шаги прямо обусловлены конкретными представлениями о месте и функциях бюрократии в обществе и государстве и, что очевидно, теми возможностями, которые открывает существующая (выстраиваемая) политическая система. Если существующие политические институты не предусматривают эффективных ограничителей для действий властей предержащих и извлечения значимой ренты от пребывания у власти[67], то экономические институты не только не стимулируют экономический рост, но и трансформируются в интересах «рентообразования»[68].

Система становится работоспособной, когда контроль финансовых потоков замыкается на выстроенных государственных и частных «центрах прибыли» в России и за рубежом. Хотя образность терминологии экс-советника президента РФ А.Н. Илларионова (открытое акционерное общество «Российское государство» и др.) немного упрощает ситуацию, стоит привести один из его тезисов: «Главное поощрение члена корпорации – его десантирование в государственную компанию, размер финансовых потоков которой – наиболее точная оценка его места в корпоративной иерархии»[69].

При описанных выше условиях в сфере политических институтов дальнейшая логика развития событий прямо предполагает

---

[67] См.: Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth. In: Aghion Ph., Durlauf St. (eds.). Handbook of Economic Growth. North Holland, 2004.

[68] В терминологии В.А. Мау, «страна находится в ситуации, которую можно охарактеризовать как «падение производительности» экономических институтов» (Мау В.А. Новый НЭП // Коммерсантъ. 2006. 9 февраля. С. 1, 8).

[69] Илларионов А.Н. Другая страна // Коммерсантъ. 2006. 23 января. С.1, 8.

расширение государственного сектора – не по абстрактным мотивам стратегических интересов и национальной безопасности, а весьма точечно за счет секторов и компаний, которые высокорентабельны и не требуют значительных сиюминутных управленческих, инвестиционных или инновационных усилий. Для определения возможных масштабов государственной интервенции при заданных предпосылках значение имеют два основных фактора – временной и финансовый. Каждый из них имеет свои ограничения: временной, по всей видимости, связан с электоральным циклом, а финансовый – с наличием и объемом доступных источников финансирования новых поглощений. Вполне вероятно в этой связи, что менее благоприятная мировая конъюнктура цен на сырьевые ресурсы 2000-х годов привела бы в том числе к заметно большему числу дел, подобных делу «ЮКОСа». По всей видимости, в рамках данного варианта можно также исключить ситуацию, когда процесс национализации экономики приобретает тотальный характер.

Наконец, выстраиваемая система означает также появление новых потенциальных «олигархов», которые на определенном этапе экспансии при всесторонней поддержке государства приложат усилия к трансформации ренты в собственность. Соответственно, вполне допустима ситуация, когда с завершением деятельности по «упорядочению» финансовых потоков государственных холдингов и строительству государственных «центров силы» в экономике их менеджмент получит карт-бланш на создание на их основе собственных частных групп.

Интересно в этой связи упомянуть недавно опубликованную статью президента фонда «Центр стратегических разработок» М.Э. Дмитриева касательно национализации, в которой автор, один из ведущих российских экономистов либерального толка, предлагает уникальную конструкцию[70]. В силу отрицательного восприятия общественным мнением результатов приватизации 1990-х годов текущая (и, возможно, дальнейшая) национализация представляется автору обоснованным «искуплением первородного греха». Однако в перспективе обсуждается возможность новой приватизации – она может «создать распределенную структуру корпоративной

[70] Дмитриев М.Э. В защиту национализации // Коммерсантъ. 2006. 30 января. С. 1, 8.

собственности, в которой усилится роль мелких акционеров и институциональных инвесторов, за которыми стоят интересы миллионов людей».

Наивность таких рассуждений очевидна:

во-первых, и в 1990-е годы острота негативных оценок российской приватизации была не меньшей, однако вопрос национализации поднимался лишь на уровне популистских лозунгов левых сил[71];

во-вторых, апелляция к интересам миллионов людей даже в крупной корпорации с высокодисперсной структурой акционерного капитала настолько же бессмысленна, насколько бессмысленна она при обсуждении «общенародной социалистической собственности» (это относится и к англосаксонской корпоративной системе);

в-третьих, как минимум в 1/3 из 20 крупнейших российских частных компаний и так происходит сдвиг от «олигархической» к «публичной» корпоративной модели;

в-четвертых, сомнение вызывает последовательность процессов – национализация на волне фондового подъема и роста капитализации компаний и приватизация в перспективе при неясной экономической конъюнктуре.

Впрочем, если национализация финансируется из бюджетных средств, то последовательность – в формате данного варианта – не имеет значения[72].

Если уж поднимать вопрос о пересмотре итогов приватизации – то по формуле президента Института национального проекта «Общественный договор» А.А. Аузана: «Введите федеральный закон, по которому будет осуществляться пересчет стоимости государственных предприятий, которые перешли в частную собственность путем залоговых аукционов! Но нужно, чтобы эти правила были

[71] Следует заметить тем не менее, что в 2004–2005 гг. резко возросло количество «опросов общественного мнения», демонстрирующих отрицательное отношение населения к частной собственности в экономике и «олигархам». На наш взгляд, это связано в гораздо большей степени с обеспечением идеологической платформы государственной экспансии 2000-х годов, чем с учетом «мнения населения».

[72] Стоит упомянуть также выдвигавшиеся еще в 2003–2004 гг. идеи об использовании средств Стабилизационного фонда на цели выкупа государством части акций наиболее ликвидных российских компаний, например «Газпрома».

едиными для всех, а не изменялись по принципу приближенности или «равноудаленности» от президента»[73]. При всем вышесказанном конструкция М.Э. Дмитриева обладает одним несомненным достоинством – она действительно может быть реализована в будущем, однако характер «распределенной структуры корпоративной собственности» можно с некоторой погрешностью прогнозировать уже сегодня.

Перспективы и последствия экспансии

Независимо от рассмотренных выше интерпретаций главной отличительной чертой 2005 г. можно считать заметную активизацию деятельности крупных холдингов с государственным участием, которые расширили масштабы своего бизнеса посредством его диверсификации, горизонтальной и вертикальной интеграции. Параллельно продолжались интеграция распыленных, принадлежащих государству активов и создание новых холдинговых структур.

В подавляющем большинстве случаев нельзя говорить о национализации в прямом смысле этого термина, поскольку формально государство (казна) не становилось собственником новых активов вследствие конфискации или выкупа за счет бюджетных средств. Вместе с тем экспансия компаний с государственным участием происходила, по крайней мере, внешне, без явного использования бюджетных средств. Холдинги с государственным участием – как основные субъекты данного процесса – становились обладателями прав собственности на новые активы в результате осуществления рыночных сделок, которые проходили согласование с органами власти, используя для этого собственные и главным образом привлеченные средства, кредиты, полученные не столько от российских, сколько от зарубежных банков.

Разумеется, такие действия способны оказать опосредованное влияние на имущественное и финансовое состояние государства. При благоприятном сценарии развития событий государство как собственник крупных холдинговых компаний может рассчитывать на рост их капитализации, что косвенно означает увеличение доходов бюджета при потенциальной продаже принадлежащих госу-

[73] Слияния и поглощения. 2005. № 11. С. 11.

дарству пакетов акций в будущем. Имеются и определенные предпосылки для увеличения дивидендных выплат (доли прибыли) в бюджет за счет потенциального роста доходов холдинговых структур от деятельности новых дочерних и зависимых компаний. Однако все это требует адекватного уровня корпоративного управления, прозрачности и подконтрольности менеджмента в отношениях как между государством и холдингами, так и между холдингами и их дочерними компаниями.

В настоящее время трудно давать однозначную оценку данным процессам с точки зрения влияния на ситуацию в отдельных отраслях и в экономике в целом. Только последующее развитие событий может показать, насколько крупные холдинги с государственным участием способны осуществлять эффективное управление большим количеством приобретенных и полученных активов самого различного профиля. Вместе с тем масштабы деятельности государственных компаний на рынке корпоративного контроля, продемонстрированные в 2005 г. и, по всей видимости, имеющие все шансы на развитие в 2006–2007 гг., заставляют задуматься о цене такой экспансии в контексте общеэкономической перспективы.

За последние 30 лет в мире накоплен значительный теоретический и прикладной опыт сравнительного анализа *эффективности государственной и частной форм собственности*, игнорирование которого недопустимо и который, при некоторых специфических исключениях, категорично свидетельствует в пользу последней.

Э. Бордмэн и Э. Вайнинг, рассмотревшие более 50 публикаций, посвященных сравнительному анализу государственной и частной собственности, свой основной вывод, включающий результаты их собственных расчетов, формулируют следующим образом: «Результаты исследований свидетельствуют о том, что при учете широкого круга факторов [влияющих на эффективность хозяйственных операций. – **Прим. авт.**] крупные промышленные фирмы со смешанной собственностью и аналогичные фирмы, полностью принадлежащие государству, обнаруживают существенно меньшую эффективность по сравнению с подобными им частными ком-

паниями»[74]. Многочисленные эмпирические исследования сравнительной эффективности компаний с доминированием государства и частных владельцев в России 1990-х – начала 2000-х годов весьма различаются в оценках влияния разных типов частных собственников на эффективность, однако в отношении компаний с доминированием государства выводы столь же однозначны.

Хотя с момента принятия известной Концепции управления государственным имуществом и приватизации (1999 г.) создана обширная нормативно-правовая база регулирования государственного сектора (смешанные общества и унитарные предприятия), *эффективность управления в секторе незначительно отличается от уровня 1990-х годов.* Намеченные ориентиры (сохранение к 2008 г. в собственности России не более 1000 ФГУП и 500 долей в хозяйственных обществах) не выглядят правдоподобными в силу как минимум двух обстоятельств.

Во-первых, организационные возможности органов управления по быстрому реформированию государственного сектора находятся в серьезном противоречии с количественным ограничением – его масштабом по состоянию на 2005 г. (8300 ФГУП и 3500 долей). Во-вторых, резкое сокращение числа унитарных предприятий всех уровней с перспективой их преобразования в открытые акционерные общества заметно усиливает нагрузку на органы государственного управления, которые отнюдь не эффективны в качестве государственных представителей и в настоящее время. В этом контексте встречный процесс – расширение масштабов госсектора – выглядит, по меньшей мере, противоестественно, если оценивать его с точки зрения эффективности государственной политики в данной сфере.

При общих проблемах российских компаний в сфере *транспарентности* финансовых потоков государственные холдинговые структуры традиционно не относятся к группе лидеров в соответствующих рейтингах[75]. Ярким примером слабой прозрачности в

[74] Boardman A.E., Vining A.R. Ownership and Performance in Competitive Environments: a Comparison of the Performance of Private, Mixed and State-Owned Enterprises // Journal of Law and Economics. Vol. 32. P. 29.

[75] См., например, рейтинги информационной открытости крупнейших по капитализации российских компаний, которые готовило агентство Standard&Poor's в 2003–2005 гг. По итогам исследования за 2005 г., в 23 из 54 компаний под контролем го-

деятельности компаний с государственным участием можно считать организацию экспорта российского и транзита среднеазиатского природного газа на Украину и в другие страны постсоветского пространства, выявившуюся в ходе переговоров, которые проводились «Газпромом» на рубеже 2005–2006 гг.

Политика наращивания и диверсификации активов крупнейших государственных холдингов создает предпосылки для консервации информационной закрытости в силу как необходимости осуществления длительных реорганизационных процедур, так и – в зависимости от конкретных мотивов поглощения – оптимизации финансовых потоков приобретаемых (создаваемых) компаний.

Сравнительный анализ потенциальных целей и эффектов классического рынка корпоративного контроля свидетельствует о существенных расхождениях с современной российской практикой государственных компаний. Хотя пока невозможно оценить даже среднесрочные последствия поглощений 2005 г. с точки зрения эффективности и смены стратегии, очевидно, что компании-цели, во-первых, по уровню эффективности не уступали «агрессору», во-вторых (по крайней мере, в случае горизонтальных поглощений), отмечался первичный отрицательный эффект в отношении производственных показателей (так, и в «Юганскнефтегазе», и в «Сибнефти» в 2005 г. зафиксированы снижение добычи и рост издержек по сравнению с 2004 г.).

Экспансия государственных компаний – естественных монополий в другие отрасли вступает в явное противоречие с ранее предпринимавшимися усилиями по сокращению их участия в непрофильных бизнесах, которые отвлекают средства от инвестирования в основные виды деятельности, оказывая опосредованное

сударства остается свыше 25% обыкновенных акций. Если в 2004 г. совокупная доля прямо или косвенно контролируемых государством пакетов акций в общей капитализации 54 компаний составляла 18%, то в 2005 г. она возросла до 24%. В рейтинге прозрачности 2005 г. «Газпром» занимает 16-е место, РАО «ЕЭС России» – 26-е, «Аэрофлот» – 27-е, Сбербанк – 35-е, КамАЗ – 39-е, АвтоВАЗ – 42-е. Следует заметить, что в отношении крупнейших государственных холдингов необходимо сделать поправку на объективно заданную прозрачность структуры собственности, непрозрачность которой во многих иных случаях заметно снижает показатели транспарентности.

давление на издержки производства, а косвенно и на процесс ценообразования на продукцию и услуги.

Пока, по всей видимости, можно отметить только одну формально общую черту – смена менеджерской команды, что типично для любой модели. Вместе с тем смена менеджмента как следствие классической сделки слияния или поглощения обусловлена дисциплинирующей ролью рынка корпоративного контроля (санкции за предыдущие провалы высшего управленческого персонала), тогда как в российской практике приоритетной является задача перехвата контроля финансовых потоков. Определенные сходные тенденции можно найти в тех случаях, когда слияния и поглощения применялись не столько для перехвата корпоративного контроля, сколько для того, чтобы использовать преимущества от объединения капиталов или изъять из рыночного оборота акции некоторых компаний.

Необходимо заметить также, что регулярные операции, связанные со слияниями и поглощениями, предполагают достаточно высокий, не часто встречающийся и сегодня уровень развития рынков корпоративного контроля. Как свидетельствует опыт стран Западной Европы и Японии, рынок корпоративного контроля может в полной мере осуществлять функции децентрализованного регулирования эффективности лишь в том случае, когда он опирается на развитую инфраструктуру рыночных отношений, в частности, на четко определенные права собственности, действенный инфорсмент контрактных прав и прав собственности и эффективные процедуры банкротства. Наконец, практически невозможно сопоставлять современную мировую и российскую (в части интервенций госкомпаний) практику применения методов защиты от враждебных поглощений. Очевидно, что они не могут работать против административного ресурса под названием «государство».

Еще один принципиальный момент – обострение конфликта интересов, когда государство выступает одновременно как законодатель, регулятор и активный самостоятельный игрок (через госкомпании и банки) на рынке корпоративного контроля.

Дальнейшие перспективы в развитии компаний с государственным участием, ставших «ядром» госэкспансии 2005 г., будут определяться в том числе их *способностью к погашению взятых кредитов* в зависимости от конъюнктуры мировых цен на энергоносите-

ли. В 2000–2005 гг. внешний долг российских государственных компаний увеличился многократно (в 2000 г. – 570 млн долл., в 2002 г. – 12 млрд долл., в 2005 г. – 28 млрд. долл.)[76], что делает его сопоставимым с размером долга Парижскому клубу. Описанные выше планы поглощений на 2006–2007 гг. могут удвоить эту сумму.

Наиболее пессимистичный прогноз базируется на ощутимом падении цен на энергоносители, от которых в значительной степени зависит бизнес крупнейших государственных компаний-заемщиков. При падении цен на нефть произойдет сокращение доступа к финансовым ресурсам на внешних рынках для рефинансирования накопленной задолженности, как следствие, увеличится цена обслуживания привлеченных кредитов. В этой ситуации вероятны отток краткосрочного иностранного капитала, падение фондового рынка и тяжелые проблемы банковской системы, связанные с сокращением ликвидности[77]. С точки зрения Минфина, государство должно нести определенную ответственность за деятельность таких компаний путем выработки единых подходов к внешним и внутренним займам государственных компаний. Внешние займы не должны запрещаться в принципе, однако должны быть ограничены количественно и по возможности заменяться заимствованиями на внутреннем финансовом рынке[78]. Поскольку вопрос о привлечении заемных средств тесно связан с пропорциями распределения чистой прибыли компаний (выплаты дивидендов акционерам, включая государство), готовится пакет документов по созданию единой системы заимствований и единой дивидендной политики[79]. Насколько унификация указанных процессов возможна в принципе и как в нее могут быть вписаны «фавориты» государственной имущественной экспансии, покажет время.

Кроме того, административное ограничение доступа госкомпаний к зарубежным источникам долгового финансирования вряд ли можно рассматривать как эффективный антиинфляционный механизм (по замыслу Минфина РФ), а вероятный рост ставок на внут-

[76] Оценка инвестиционного банка «Траст» // Ведомости. 2005. 9 декабря.
[77] Интервью Е.Т. Гайдара // Эксперт. 2006. № 3. С. 6.
[78] РИА «Новости». 8 декабря 2005 г.
[79] Напомним в этой связи, что в 2005 г. Росимущество ориентировало представителей государства на достижение показателя в 10% чистой прибыли, перечисляемой в качестве дивидендов, заявляя на будущее и о более высокой планке.

реннем долговом рынке будет стимулировать выход частных компаний на зарубежные рынки в поиске более «дешевых» и «длинных» займов. Проблема внешних заимствований госхолдингов должна решаться в другой плоскости: определение их места в системе государственных приоритетов, прозрачность финансовых потоков, эффективное управление профильными активами.

Масштабы и характер прямого государственного участия в экономике, тем более если принять во внимание вариант «частной ренты» как жизнеспособный, прямо влияют на состояние дел в сфере *гарантий и защиты прав собственности*.

Именно государство как инициатор имущественной экспансии становится наиболее заинтересованным в отсутствии четких правил игры в сфере имущественных отношений. Здесь вполне уместна аналогия со второй половиной 1990-х годов, когда интересы субъектов постприватизационного передела собственности в частном секторе и бурного становления частных корпоративных групп эффективно препятствовали введению адекватных ограничительных норм в сфере корпоративного права, банкротств, рынка ценных бумаг, оптимизации реорганизационных процедур, государственных предприятий и т.д. В середине наступившего нового десятилетия им на смену приходят государственные компании и предприятия, выполняющие интервенционистские функции.

Одновременно происходит заметное сужение возможностей полноценной реализации частным собственником его основополагающих прав – прежде всего распоряжения (в терминологии «классической триады») или права отчуждения всей совокупности других прав (в терминологии теории прав собственности). Необходимость политического согласования сделок с теми или иными значимыми активами, тем более за рубежом, не только подтверждает системный характер вмешательства государства в сферу рыночных отношений, но и обесценивает понятие частной собственности в принципе. Кому нужна собственность, которую при прочих равных условиях собственник не вправе продать без одобрения третьих лиц и по адекватной цене?

Хорошо известно, что история эволюции форм частной собственности – это прежде всего разделение феномена политической власти и собственности. Современные ее формы предполагают в первую очередь, что причастность к (верховной) власти не являет-

ся больше необходимым условием реализации прав собственности. Хотя тезисы о нестабильности и защите прав собственности в современной России в последние годы стали звучать как популистская риторика или ритуальное заклинание, проблема тем не менее не становится менее острой. Расширение госсектора в описанном выше формате при современном состоянии политических институтов консервирует нестабильность прав собственности на неопределенный срок.

3.4. Перспективы регулирования рынка корпоративного контроля

В последнее время вопросам регулирования недружественных поглощений уделяется все большее внимание, причем на самых разных уровнях государственного управления и в деловой среде. В 2004 г. специальные слушания проводились в Государственной Думе. В августе и сентябре 2005 г. в Торгово-промышленной палате РФ и Московской торгово-промышленной палате – соответственно с привлечением представителей государственных органов власти – состоялись конференции по проблемам недружественных поглощений и защиты от них. Аналогичные проблемы рассматривались Экспертным советом по корпоративному управлению при МЭРТ РФ в ходе подготовки в 2005 г. Концепции развития корпоративного законодательства до 2008 г. (далее – Концепция).

Авторы Концепции указывают несколько задач совершенствования корпоративного законодательства, в том числе обеспечение защиты прав собственности в корпоративной сфере, развитие фондового рынка, в том числе путем стимулирования использования акционерной формы ведения бизнеса, формирование адекватного правового обеспечения для концентрации и диверсификации бизнеса. В случае реализации ее ключевых положений могут произойти заметные позитивные изменения в законодательстве о хозяйствующих субъектах (регистрация, переход прав собственности и др.), о раскрытии информации, регулировании корпоративных конфликтов. Ниже рассматриваются те новации, которые связаны прежде всего с регулированием враждебных поглощений.

Одной из наиболее важных новаций является юридическое закрепление механизмов обеспечения прав собственников и инве-

сторов при возможной смене контроля над компанией. В Концепции предлагается законодательное установление определенных процедур по следующим направлениям:

1) установление процедуры своевременного и полного информирования акционеров и инвесторов о намерениях и действиях компании-покупателя. Данная норма, широко применяемая в США и странах ЕС, безусловно, является необходимым нововведением, так как позволяет миноритарному акционеру принять решение о выходе из состава собственников компании в случае, если новый основной собственник и его стратегия его не устраивают. При разработке конкретного законодательного акта по этому вопросу представляется целесообразным использовать опыт США (Закон Уильямса), когда компания-покупатель раскрывает информацию о тендерном предложении через заполнение стандартной формы, которая включает раздел о планах компании-покупателя в отношении приобретаемой компании (планы по продаже любых активов, реорганизации компании, изменению состава совета директоров, дивидендной политики и пр.). Данная форма должна рассылаться всем акционерам компании-цели, а также быть представлена на биржи, на которых торгуются акции компании-цели;

2) создание механизма реализации права миноритарных акционеров продать акции по справедливой цене в случае изменения существенных условий по сравнению с теми, исходя из которых акционер принимал инвестиционное решение. Данное положение продолжает предыдущее и обеспечивает права миноритарного акционера в случае оценки им происходящих изменений в составе собственников компании и/или видения стратегии развития компании новыми собственниками как негативных;

3) установление усложненной процедуры принятия решения о защитных мерах при поглощении в целях предоставления акционерам права выбора более эффективного собственника и предотвращения вывода капитала менеджментом. Данное положение пока представляется для России не столь актуальным, так как оно необходимо для соблюдения законных экономических интересов собственников компаний с распыленной структурой собственности, когда ни у одного из собственников нет контрольного пакета, а следовательно, и возможности быстро и оперативно контролиро-

вать деятельность менеджмента. В России подавляющее количество компаний (как малого, так и крупного масштаба) имеют основного реального собственника. Описанная выше ситуация – будущее России, что с уверенностью можно предположить, анализируя опыт западных стран. Мы не будем подробно комментировать данное направление изменений, так как, кроме прочего, текст Концепции не содержит конкретного механизма его реализации;

4) закрепление механизмов, обеспечивающих баланс интересов крупнейшего корпоративного собственника (90% или 95% уставного капитала) и миноритарных акционеров при осуществлении так называемого «вытеснения», при котором акции миноритарных акционеров выкупаются по справедливой цене. Данное предложение имеет уже достаточно «старую» историю. Для сохранения баланса интересов миноритарных и мажоритарных акционеров необходимо разумно установить принципы оценки стоимости выкупа акций миноритариев. Несколько лет назад было предложено, что данная цена определяется на основании независимой рыночной оценки, при этом заказчиком такой оценки должен был выступать мажоритарный собственник, что с экономической точки зрения (определение субъекта, который должен нести расходы) объяснимо и логично. К сожалению, практика говорит об обратном. Рынок услуг оценки в России на практике сложно назвать независимым, в связи с чем при оценке возможно искажение реальной стоимости оцениваемых акций. Мы предлагаем несколько иной метод оценки стоимости выкупаемых акций: в случае если акции компании торгуются на бирже, то их рыночная стоимость определяется как средневзвешенная за определенный период (например, месяц), но не меньше стоимости, по которой новый мажоритарный акционер приобрел акции у предыдущего владельца. В случае если акции не торгуются на бирже, возможно применение только цены последней сделки. Данный метод также имеет ряд недостатков, так как «официальная» стоимость сделки между новым и предыдущим мажоритарными акционерами в России пока еще может отличаться от реальной. Между тем он представляется более объективным. Кроме того, предполагая возможные злоупотребления, необходимо установить, что такой выкуп не может являться обязательным в случае, если покупатель и продавец мажоритарного па-

кета являются аффилированными лицами, так как в этом случае продажа мажоритарного пакета может использоваться как механизм выкупа акций у миноритариев по низкой цене.

Еще одним важным нововведением может стать установление процедуры предварительного судебного рассмотрения правомерности отказа совета директоров компании в созыве внеочередного общего собрания акционеров по требованию акционеров, владеющих более 10% акций. Данная инициатива мотивирована тем, что созыв и проведение внеочередного общего собрания акционером – инициатором собрания приводят к созданию параллельных органов управления (советов директоров и генеральных директоров) и используются недобросовестными лицами в корпоративных спорах. С одной стороны, рассмотрение данного вопроса своевременно и необходимо, так как создание параллельных органов управления является распространенной тактикой недружественного захвата компании. Но предлагаемая мера, по нашему мнению, не является единственно правильным выходом из сложившейся ситуации, так как проведение внеочередного общего собрания с предварительным судебным контролем будет трудно осуществить на практике: судебная процедура, после завершения которой акционер будет вправе самостоятельно провести такое собрание, займет продолжительный срок (с учетом возможного обжалования судебного решения) – от 4 до 8 месяцев. В этот период актуальность вопросов, которые акционер планировал рассмотреть на внеочередном общем собрании, может быть утрачена. Таким образом, на практике при принятии такого положения акционеры – владельцы более 10% акций (долей) компании могут лишиться одного из своих законных прав – права созыва и проведения внеочередного общего собрания акционеров. Представляется необходимым и возможным при сохранении действующего порядка созыва внеочередного общего собрания акционеров возложить такой контроль на специализированную саморегулируемую организацию, которая будет более мобильно, чем арбитражные суды (вследствие большей специализации и меньшей загруженности), принимать решение о возможности проведения собраний акционеров.

Бесспорно, позитивным является совершенствование процессуального законодательства и материально-правового регулирования процедур разрешения корпоративных споров, а именно:

- установление перечня категорий корпоративных споров, относящихся к специальной подведомственности арбитражного суда;
- определение исключительной подсудности (арбитражным судам по месту нахождения соответствующего юридического лица) всех дел по спорам членов организаций, связанным с участием в хозяйственных товариществах и обществах; установление правила, в соответствии с которым меры по обеспечению исков и заявлений по указанным требованиям вводятся только арбитражным судом по месту нахождения юридического лица;
- установление правила об обязательном соединении в одно производство тесно связанных между собой требований, вытекающих из одного корпоративного спора;
- ограничение возможности введения обеспечительных мер (введение обязательного встречного обеспечения по требованиям неимущественного характера либо введение отдельных мер исключительно в судебном заседании);
- раскрытие информации о готовящемся или инициированном судебном разбирательстве, связанном с корпоративным спором.

Данные предложения в случае их реализации во многом затруднят использование недружественных тактик поглощения компаний.

Кроме того, необходимо отметить, что эти предложения уже отражены в проекте Федерального закона «О внесении изменений в Арбитражный процессуальный кодекс Российской Федерации и некоторые другие акты законодательства Российской Федерации в целях совершенствования процедуры разрешения корпоративных споров» (далее – проект Закона), подготовленном при участии Экспертного совета МЭРТ. Кроме того, проект Закона предусматривает внесение в КоАП РФ мер ответственности за нарушение указанных положений, что обеспечивает действенность данных норм. Особенно необходимо отметить, что проект Закона четко

регламентирует вопрос информационной открытости хозяйственных споров в арбитражных судах для лиц – участников этих споров. Именно это положение является краеугольным камнем в «черных» и «серых» схемах «захвата» собственности, и его регламентирование на законодательным уровне значительно укрепит положение законных собственников в борьбе с рейдерами, так как на практике часто собственник – владелец ценных активов узнает о том, что актив ему больше не принадлежит, из предъявленного решения суда.

Значимой новацией, ограничивающей возможности использования действующих тактик недружественных захватов и способствующей упорядочению учета прав законных собственников, могут также стать меры по совершенствованию регулирования учетной системы рынка ценных бумаг, а именно установление солидарной ответственности регистратора и эмитента за ущерб, причиненный владельцу ценных бумаг неправомерными действиями регистратора. Данная мера представляется назревшей и действенной, так как закрепляет материальную ответственность регистратора за совершаемые действия. По нашему мнению, ее принятие значительно увеличит «себестоимость» захватнических тактик получения активов, а следовательно, снизит возможности их применения. Другие меры по совершенствованию регулирования депозитариев и регистраторов сформулированы в общем виде, что не позволяет провести их критическую оценку.

Еще одним важным нововведением является усиление ответственности членов органов управления компаний – советов директоров и генеральных директоров – через инициативу отмены положений Трудового кодекса в случае предъявления иска о возмещении убытков, причиненных действиями этих органов. Пока Концепция не содержит конкретных механизмов в виде концептуальных формулировок соответствующих изменений в Трудовой кодекс. Между тем на этапе реализации этих инициатив необходимо сохранить баланс интересов между заинтересованными истцами и компанией в лице исполнительных органов с целью предотвращения ограничения допустимой законом свободы действий исполнительных органов в реализации своих функций под постоянной угрозой предъявления таких исков. В свете этого особенно значимой

является возможность судебной дисквалификации членов исполнительных органов по искам собственников компании, инициатива которой также заложена в Концепции. В сфере слияний и поглощений реализация этих мер позволит сократить область злоупотреблений «временными» исполнительными органами, которые получили назначения в результате захватнических действий.

Вместе с тем хотелось бы подвергнуть сомнению эффективность реализации одной из предложенных в Концепции мер, а именно: «член совета директоров (наблюдательного совета, коллегиального исполнительного органа) не может голосовать на любом заседании по любой резолюции, касающейся вопроса, в котором данное лицо либо лицо, с которым данное лицо связано, имеет материальную заинтересованность или обязанность, которая противоречит или может привести к возникновению конфликта с интересами компании». В связи с тем что совет директоров копании формируется на общем собрании акционеров (в случае АО), именно акционеры предлагают для утверждения те или иные кандидатуры. Таким образом, представляется, что в приведенной трактовке обвинение в материальной заинтересованности члена совета директоров может быть применено к любому из них, так как в силу выдвижения от заинтересованного собственника член совета директоров связан с материально заинтересованным лицом – акционером. По нашему мнению, в случае корпоративного спора, когда собственники компании имеют противоположные интересы, данное положение позволит инициировать судебные иски практически по всем спорным вопросам, рассмотренным советом директоров.

Важной и назревшей на практике инициативой является регламентация процедур смешанной реорганизации юридических лиц, когда в реорганизации участвуют хозяйствующие субъекты разных организационно-правовых форм (в том числе и некоммерческих организаций). В силу действующего законодательства в настоящее время такие формы реорганизации не допускаются, что заставляет собственников проводить дополнительную предварительную работу по смене организационно-правовых форм реорганизуемых хозяйствующих субъектов. Это является лишним барьером, который несет в себе дополнительные денежные и временные затраты, но не оправдан какими-либо преимуществами.

Не меньшее значение имеет законодательное урегулирование отношений, связанных с инсайдерской информацией и предотвращением ее использования инсайдерами в ущерб третьим лицам. Проект Концепции не содержит конкретного описания направлений решения данного вопроса. В связи с этим целесообразно обратиться к другому документу – Стратегии развития финансового рынка Российской Федерации, подготовленной Федеральной службой по финансовым рынкам в 2005 г. (далее – Стратегия). Данный документ также составлен с привлечением Экспертного совета по корпоративному управлению, созданному при ФСФР РФ в апреле 2005 г. ФСФР подготовлена концепция законопроекта, и в ближайшее время планируется разработка закона «Об инсайдерской информации и манипулировании рынком». Авторами Стратегии в этом законопроекте предполагается установить специальные механизмы выявления правонарушений и привлечения к ответственности за незаконное использование инсайдерской информации государственных служащих. Также Стратегия содержит ряд конкретных предложений по квалификации правонарушений в рассматриваемой области, которые должны найти свое отражение в законопроекте и представляются эффективными, а именно:

- совершение двумя или более участниками торгов в собственных интересах либо интересах клиентов двух или более взаимных сделок, т.е. сделок, в которых каждый из участников торгов в течение небольшого промежутка времени при неизменной конъюнктуре рынка выступает и в роли покупателя, и в роли продавца одной и той же ценной бумаги. При этом данные сделки не имеют экономического смысла для одного из участников торгов (либо его клиента) или для обоих участников торгов (либо их клиента);
- неоднократное выставление участником торгов в собственных интересах либо в интересах клиента заявок, имеющих наибольшую цену по покупке либо наименьшую цену по продаже, в результате которых заключаются сделки, приводящие к существенному увеличению или снижению цены ценной бумаги.

Необходимо остановиться еще на двух весьма неоднозначных инициативах. Первая из них касается принципов формирования

документов, оформляющих реорганизацию. Согласно Концепции, необходимо законодательно закрепить норму, согласно которой с принятием решения о реорганизации соответствующий орган юридического лица в обязательном порядке должен утвердить общие количественные и качественные параметры передаваемых прав и обязанностей (либо имущественных комплексов или их частей) от реорганизуемого юридического лица ко всем организациям, создаваемым в результате реорганизации. При этом данное «нововведение» объясняется тем, что, поскольку процесс реорганизации может занимать месяцы и даже годы, к моменту его окончания разделительный баланс или передаточный акт теряет свою достоверность. Между тем хотелось бы отметить, что количественные и качественные параметры, определенные в соответствии с изложенным выше положением, могут также измениться. Таким образом, данная мера представляется излишней и не меняющей существующего положения вещей. По нашему мнению, изменять существующий порядок нет необходимости. В данном случае возможно законодательное закрепление положения о том, что разделительный баланс, утверждаемый вместе с протоколом общего собрания акционеров, на котором было принято решение о реорганизации, подлежит повторному рассмотрению и утверждению перед завершением процесса реорганизации с учетом корректив, если в последних будет необходимость.

Другая инициатива касается закрепления прав кредиторов реорганизуемого общества об истребовании досрочного исполнения обязательств реорганизуемой компании перед ними. Авторы Концепции предлагают ввести судебный порядок такого истребования. Это нововведение представляется ущемляющим права кредиторов, так как (как уже говорилось выше) судебный порядок – продолжительное дело, когда будет страдать не только кредитор, но и реорганизуемая компания. Нам представляется естественным временный запрет на проведение реорганизации в случае рассмотрения такого дела в суде (до завершения его рассмотрения). По нашему мнению, целесообразно сохранить действующий на законодательном уровне порядок с передачей рассмотрения вопроса о правах кредиторов реорганизуемого общества в компетенцию не арбитражного суда, а саморегулируемой организации.

Следует отметить также, что в Концепции обойдена вниманием необходимость законодательного принятия нормы, в соответствии с которой при реорганизации юридических лиц как минимум один правопреемник сохраняет за собой лицензии, выданные на имя реорганизуемого юридического лица. Данная норма представляется естественной, так как на практике многие компании сталкиваются с этой проблемой (в качестве примера можно привести ситуацию вокруг присоединения ОАО «ВымпелКом-Регион» к ОАО «ВымпелКом», при которой существовал риск потери лицензии на предоставление услуг связи обеими компаниями, являющимися одними из лидеров на соответствующих рынках; в связи с этим слияние компаний было существенно затянуто). Еще одним упущением Концепции является отсутствие в ней предложений по определению точного перечня аффилированных лиц. Отсутствие в перечне аффилированных лиц, например, близких родственников собственников компании может привести к расхождениям в списке формальных и реальных бенефициаров компании, а соответственно и к информационной закрытости компаний. Это положение отмечено в Стратегии, но также без конкретных рекомендаций по реформированию законодательства в связи с этим вопросом.

По итогам рассмотрения данных новаций можно сделать следующие выводы:

1. Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 г. в случае ее принятия и реализации заложенных в ней положений стала бы позитивным шагом по упорядочению и регламентации существующей на современном этапе развития сферы корпоративного контроля ситуации. Положения Концепции с учетом изложенных замечаний могут быть основой для модификации действующего законодательства.

2. Важнейшими и назревшими на практике инициативами Концепции являются вопросы пресечения возможностей незаконных захватов хозяйствующих субъектов, законодательное закрепление необходимости информационной открытости компаний, а также повышения ответственности исполнительных органов. Механизмы реализации данных инициатив, изложенные в Концепции, в общем и целом представляются эффективными и исполнимыми с точки зрения практической реализации (с учетом

зрения практической реализации (с учетом приведенных замечаний).

3. В Концепции есть ряд спорных вопросов, а именно:

- установление процедуры судебного контроля созыва внеочередного общего собрания акционеров собственником, владеющим не менее 10% акций;
- запрет на голосование члена совета директоров, связанного с лицом, имеющим материальную заинтересованность в вопросе, вынесенном на голосование. В случае принятия данной нормы необходимо конкретно определить степень взаимосвязи директора с заинтересованным лицом, а также четкие критерии определения этой связи;
- дополнительное (помимо разделительного баланса и передаточного акта) утверждение качественных и количественных параметров реорганизации компаний;
- судебный порядок востребования кредиторами задолженности реорганизуемой компании.

4. В Концепции не затронуты два важных вопроса:

- преемственность лицензионных прав хозяйствующих субъектов, появившихся в результате реорганизации компаний, имеющих такую лицензию;
- отсутствие четкого перечня аффилированных лиц, устанавливаемых на законодательном уровне.

5. Некоторые вопросы, предложенные в Концепции для предварительного судебного рассмотрения, могут быть вынесены на решение саморегулируемой организации. В этом случае принципы деятельности этой организации должны быть прописаны в Концепции (без законодательного закрепления ее создания), а инициатива создания должна исходить от исполнительных органов власти государства.

Следует указать также на другие инициативы, связанные с регулированием данной области гражданско-правовых отношений. В частности, представляется целесообразным остановиться на одной из последних инициатив МВД в области регулирования рынка корпоративного контроля. В целях защиты предприятий от недружественных поглощений МВД подготовило и направило в Федеральную налоговую службу законопроект, который предусматри-

вает нотариальное удостоверение важнейших событий в деятельности хозяйствующих субъектов. Данный законопроект коснется принятия советами директоров и общими собраниями акционеров компаний решений, связанных с избранием исполнительных органов юридических лиц, реорганизацией и ликвидацией, увеличением уставного капитала и пр. По нашему мнению, данная инициатива, помимо значительного усложнения процесса документирования важнейших решений собственников *для всех без исключения* юридических лиц, не может на практике значительно сказаться на эффективности борьбы с недружественными поглощениями, так как не представляется возможной *полная* проверка нотариусом легитимности подготовленных для заверения документов и полномочий лиц, их подписавших.

Наконец, необходимо упомянуть о практически единственной законодательной инициативе, которая была реализована в 2005 г. 5 января 2006 г. президентом РФ были подписаны Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон). Закон стал результатом полуторагодовой дискуссии, проходившей с участием администрации президента РФ, представителей Государственной Думы РФ, инвестиционных фондов. Еще в июле 2004 г. в Государственной Думе РФ в первом чтении был рассмотрен законопроект, вынесенный группой депутатов, в том числе главой думского Комитета по собственности В. Плескачевским и главой Комитета по кредитным организациям и финансовым рынкам В. Резником. Основное положение проекта закона: акционер, владеющий 90% плюс 1 и более акций ОАО с количеством акционеров более 1000, может осуществить принудительный выкуп акций у остальных акционеров ОАО по цене, подтвержденной независимым оценщиком. Законопроект вызвал волну критики, так как предложенный им механизм оценки мог привести к вынужденной продаже принадлежащих миноритариям акций по заниженной цене – заказчиком услуг оценки выступал покупатель акций. Осенью 2004 г. группа официальных представителей различных, в том числе и международных, инвестиционных фондов подготовила письмо в адрес президента РФ, в

котором выразила серьезную озабоченность принятием Государственной Думой в первом чтении проекта закона в таком виде.

Помимо указанной выше проблемы оценки цены выкупа акций у миноритарных акционеров, на наш взгляд, проект Закона отличался еще рядом недостатков, а именно:

- ограниченная сфера применения – ОАО с числом акционеров более 1000;
- слишком высокий порог отсечения группы миноритариев, у которой может быть принудительно выкуплен пакет акций, – 10% минус 1 акция. Напомним, что в то же время ФСФР предлагала остановиться на принудительном выкупе только по достижении основным акционером порога количества акций в 98%;
- закон не предусматривает контроля со стороны государства за определением справедливой цены, по которой происходит выкуп.

Откорректированный проект Закона, подготовленный депутатами Л. Пепеляевой и В. Пилигиным, был направлен на рассмотрение Государственной Думы в апреле 2005 г. Летом того же года проект Закона был одобрен Комитетом по собственности. В декабре 2005 г. проект Закона был одобрен Советом Федерации и в январе 2006 г. подписан президентом РФ. Сущность принятого Закона целесообразно рассмотреть путем выделения его достоинств и недостатков.

Закон направлен на пресечение «гринмейла» – корпоративного шантажа со стороны миноритарного акционера, обладающего незначительным пакетом акций и использующего законное право подавать иски о возмещении ущерба, нанесенного ему действиями руководства компании. Российская практика знает большое количество подобных примеров. В принятой версии Закона собственник, имеющий 95% и более количества акций, может выкупить у миноритарных собственников их акции по справедливой рыночной цене. Нужно отметить, что большинство западных стран имеют в своем корпоративном законодательстве подобную норму, согласно которой выкуп осуществляется в случае приобретения пакета акций компании от 90 до 98%.

Закон разумно определяет принципы оценки справедливой цены акций. Так, за справедливую цену в случае, если акции компа-

нии торгуются на бирже, принимается средневзвешенная цена акции за последние 6 месяцев. В случае если акции не торгуются на финансовых рынках, цена определяется независимым оценщиком, но не может быть ниже наибольшей цены, по которой 95%-й собственник или его аффилированные лица покупали эти акции в течение последних 6 месяцев.

Закон предусматривает государственный контроль за правильностью определения цены выкупа: ФСФР имеет право приостановить выкуп, если у нее возникли подозрения о занижении стоимости выкупа при рассмотрении проспекта выкупа, который направляется в ФСФР.

Акционеры компании знают о появлении нового крупного акционера, так как при приобретении пакета акций физическое или юридическое лицо становится собственником 30% и более акций компании, оно обязано направить предложение о выкупе прочим акционерам компании. При этом, если инициатор предложения – юридическое лицо, в этом предложении должна содержаться информация и о его собственниках. Следует отметить, что мы оцениваем это изменение как крайне положительно влияющее на рынок недружественных поглощений, существенно его ограничивая.

Вместе с принятием изменений в Закон об АО предусмотрена материальная ответственность граждан, должностных лиц и юридических лиц за нарушение положений, вводимых Законом. Также оговаривается ответственность и для оценщиков в случае необъективной оценки справедливой цены выкупа акций у миноритариев.

Оценивая в целом положительно принятый Закон, мы считаем, что стоит отметить такой недостаток корпоративного законодательства России, как отсутствие закона об аффилированных лицах. Эта ситуация дает возможность для манипулирования положениями Закона о принудительном выкупе крупным собственникам, формально владеющим менее 95% акций.

Одной из значимых инициатив стала подготовка в 2004–2005 гг. (и последующее принятие его в 2006 г.) новой версии Федерального закона «О защите конкуренции» (далее –Закон), которая вызвала весьма неоднозначную реакцию. Можно выделить 3 основных блока изменений действующего законодательства:

- расширение и унификация регулируемых действующим законодательством о конкуренции и монополистической деятельности объектов гражданских прав (сделки, предоставление государственной и муниципальной помощи и пр.);
- уточнение дефиниций, используемых в области защиты конкуренции (по сравнению с действующими в настоящий момент законодательными нормами), а также определение некоторых процедурных вопросов, связанных с возможностью злоупотреблений в регулируемой области;
- изменение пороговых норм и значений некоторых показателей, являющихся ключевыми для определения доминирующего положения на товарных и финансовых рынках, требующих согласия регулирующего исполнительного органа власти или его уведомления, а также сроков обжалования решений антимонопольных органов.

Одним из главных системообразующих новшеств Закона является то, что он призван объединить в один регламентирующий документ два действующих в настоящее время федеральных закона: Закон РСФСР от 22 марта 1991 г. № 948-I «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (с многочисленными изменениями и поправками) и Федеральный закон от 23 июня 1999 г. № 117-ФЗ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг».

Таким образом, объектом регулирования нового Закона стали «отношения, связанные с защитой конкуренции на *товарных рынках и рынках финансовых услуг* в Российской Федерации, предупреждением и пресечением монополистической деятельности и недобросовестной конкуренции, в которых участвуют *российские и иностранные юридические лица, Центральный банк Российской Федерации, федеральные органы исполнительной власти, органы государственной власти субъектов Российской Федерации, органы местного самоуправления, иные осуществляющие функции указанных органов власти или органов местного самоуправления органы или организации, а также физические лица, индивидуальные предприниматели».* Данное нововведение имеет экономический смысл, так как несет в себе, с нашей точки зрения, совершенно правильный и обоснованный подход: применение единых стан-

дартов регулирования ко всем субъектам гражданско-правовых отношений независимо от отрасли и существа отношений, в которые вступают все субъекты гражданских прав на территории Российской Федерации.

Другим безусловно положительным нововведением, содержащимся в Законе, по нашему мнению, является регламентация процедуры предоставления государственной и муниципальной помощи. Выведение регламентирующих данную сферу гражданско-правовых отношений норм на уровень Федерального закона с достаточно подробным прописыванием правил предоставления такой помощи, на наш взгляд, приводит к большей прозрачности и облегчению контроля за целевым расходованием предоставленных федеральных и муниципальных средств. Единственный вопрос по этому разделу Закона, который требует дополнительных разъяснений, – это установление порога предоставления такой помощи не более 5% выручки хозяйствующего субъекта за предшествующий год (в случае если помощь предоставляется не для НИОКР, не сельхозпроизводителям и т.д.). К сожалению, в определении государственной и муниципальной помощи, приведенном в Законе, общая цель предоставления этой помощи четко не сформулирована. Между тем представляется по-настоящему важной лишь одна цель – содействие развитию социально значимых предпринимательских инициатив и проектов. При этом инвестиционные потребности бизнеса, ориентированного помимо чисто экономических целей и на социальный результат, могут в значительной степени перекрывать порог 5% выручки за последний год, а значимость реализуемого проекта для государства может быть высокой. Вместе с тем для унификации и сохранения принципа равенства всех получателей помощи такой порог должен быть установлен. *В связи с этим предлагается увеличить данный порог как минимум до 10–15% выручки – минимальной налоговой нагрузки на коммерческую организацию* (например, ставка единого налога на вмененный доход в Москве составляет 15% вмененной выручки).

Хотелось бы отметить, что в пояснительной записке к проекту Закона сказано, что одним из его преимуществ является то, что введен безусловный запрет на совмещение функций хозяйствующих субъектов и органов власти. Мы не согласимся с такой поста-

новкой вопроса, так как в п. 3 ст. 7 Закона № 948-I, т.е. закона, действующего и в настоящее время, этот запрет содержится в не менее четкой формулировке.

В Законе четко определены такие виды монополистической деятельности, как *согласованные действия* хозяйствующих субъектов и *координация экономической деятельности* третьим лицом. При этом:

- согласованные действия хозяйствующего субъекта – «действия хозяйствующего субъекта на товарном рынке, экономический результат которых соответствует интересам данного хозяйствующего субъекта лишь в том случае, если иные хозяйствующие субъекты, совокупная доля которых на данном товарном рынке превышает 35%, действуют аналогичным образом, если такие действия приводят или могут привести к недопущению, ограничению, устранению конкуренции на товарных рынках и (или) ущемлению интересов других лиц»;
- координация экономической деятельности – «согласование действий хозяйствующих субъектов третьим лицом, не входящим в одну группу лиц ни с одним из таких хозяйствующих субъектов».

Если до принятия Закона (ст. 6 Закона № 948-I) определение *«согласованные действия хозяйствующего субъекта»* по существу раскрывалось (хотя было вынесено за скобки), «координация экономической деятельности» является новым определением и, по существу, обеспечивает и регламентирует действия регулирующего органа по выявлению и пресечению таких действий. Данная норма представляется необходимой, так как пресекает действия неформализованных холдингов в осуществлении монополистической деятельности. Кроме того, несмотря на то что определение координации экономической деятельности является довольно общим, оно представляется достаточным для выявления любых форм злоупотреблений в этой сфере, а следовательно, эффективным с точки зрения практического применения.

Некоторой модификации в Законе подверглось и понимание группы лиц: список классифицирующих взаимный экономический интерес нескольких хозяйствующих субъектов условий был расширен. Помимо существовавших до принятия Закона к перечню таких

условий добавлено следующее: несколько лиц заключили между собой соглашение или осуществляют согласованные действия, дающие участникам значительные технологические или торговые преимущества перед другими хозяйствующими субъектами на соответствующем товарном рынке, что также расширяет понимание согласованных действий лиц.

Некоторые нормы, отраженные в Законе, представляются достаточно спорными. Во-первых, п. 4 ст. 6 Закона – нарушение пункта о координации экономической деятельности является основанием для ликвидации хозяйствующего субъекта в судебном порядке. Эта мера пресечения представляется излишне жесткой. Целесообразно заменить указанную меру пресечения в случае первого раза на штрафные санкции, ликвидацию же допускать только в случае систематических нарушений (2 раза и более в течение 3 лет). Во-вторых, согласно Законц антимонопольный орган полномочен вносить в лицензирующие органы предложения об отзыве лицензий у нарушителей законодательства в сфере монополистической деятельности. По нашему мнению, отзыв лицензии является также излишне жесткой формой регулирования, так как экономический смысл лицензирования не связан с наличием или отсутствием у лицензиата монопольного положения на рынке.

Представляются крайне важными нормы Закона, касающиеся изменений некоторых пороговых значений, существовавших в российском законодательстве до его принятия, а также введение новых пороговых значений.

Доминирующим признается положение хозяйствующего субъекта, доля которого на рынке определенного товара превышает 50%, при этом в Законе № 948-I это значение составляло 65%. Весьма непросто объективно определить порог, от которого необходимо отталкиваться в отсутствие богатой практики применения действующего законодательства в рассматриваемой области. Между тем, возможно, именно отсутствие такой практики в России обусловлено завышенным пороговым значением, действующим до принятия Закона.

Вводится понятие доминирующего положения по совокупной доле нескольких хозяйствующих субъектов на рынке. Так, доминирующим признается положение каждого из нескольких хозяйст-

вующих субъектов (за исключением финансовых организаций), если в отношении них выполняются следующие условия: 1) совокупная доля не более чем 3 хозяйствующих субъектов, доля каждого из которых больше долей других хозяйствующих субъектов на данном рынке, превышает 50%; 2) совокупная доля не более чем 5 хозяйствующих субъектов, доля каждого из которых больше долей других хозяйствующих субъектов на данном рынке, превышает 70% (при этом данное правило не применяется, если хотя бы у одного из этих экономических субъектов рыночная доля не превышает 5%). Таким образом, данную норму можно отнести как ко второй и третьей из перечисленных выше групп нововведений, так и к первой, так как сфера применения Закона затрагивает не только монополистическую, но и олигополистическую деятельность, тем самым расширяя область регулирования.

Произошло изменение и существенное сужение круга сделок по реорганизации юридических лиц, требующих согласования или уведомления антимонопольного органа. Так, предварительного согласия антимонопольного органа требуют сделки, связанные с реорганизацией юридических лиц (слияние, присоединение), если суммарная выручка этих юридических лиц за календарный год или балансовая стоимость активов за последний отчетный период превышает 3 млрд руб. Это нововведение можно оценить как положительное, так как оно упрощает и снижает сроки реализации процедуры реорганизации малых и средних хозяйствующих субъектов. Уведомления антимонопольного органа требуют сделки реорганизации юридических лиц, аналогичные суммарные показатели которых составляют не более 200 млн руб. Ранее пороговым значением для согласования антимонопольным органом было 200 тыс. МРОТ, для уведомления – 100 тыс. МРОТ (ст. 17 Закона № 948-I).

При осуществлении контроля приобретения прав на акции (доли) в хозяйственных обществах в Законе сохраняется такой порядок лишь в отношении сделок, в результате которых у приобретателя впервые возникает право распоряжаться блокирующим пакетом акций, контрольным пакетом акций, а также пакетом акций в 75%. До принятия Закона согласование требовалось в случае приобретения 20% акций (долей) юридического лица (ст. 18 Закона № 948-I). Это нововведение также следует оценить положительно,

так как новые пороговые значения являются обоснованными с экономической точки зрения (именно они наделяют нового собственника акций различным уровнем полномочий в отношении юридического лица в соответствии с российским законодательством о юридических лицах).

Именно в такой формулировке регулирование представляется эффективным, так как независимо от количества приобретаемых акций контролируется любое изменение статуса влияния собственника на компанию, а не только количественные параметры сделок (приобретаемое в конкретной сделке количество акций), что включает в круг регулируемых сделки, объективно подлежащие такому регулированию. Между тем, по нашему мнению, даже эту формулировку можно расширить для случаев, когда часть акций компании выкуплено и учитывается на балансе самой компании. В этом случае контролю подлежат сделки, в результате которых доля собственности в компании с учетом поправочного коэффициента, отражающего отношение нового пакета акций к пакету, не выкупленному самой компанией, составляет более 50% – 75%. Например, если 5% акций компании принадлежит самой компании, и компания еще не уменьшила уставный капитал на сумму выкупленных акций, то акционер, увеличивающий свой пакет с 40 до 49% пакета акций, фактически обладает контрольным пакетом, так в распоряжении прочих собственников (кроме компании) находится лишь 46% акций.

Кроме того, в Законе закреплено, что согласия антимонопольного органа требует оплата уставного капитала акциями (долями) финансовой организации в соответствии с правилами (размер уставного капитала финансовой организации), устанавливаемыми правительством РФ.

Еще одним нововведением является то, что в Законе значительно снижен срок, в течение которого решение антимонопольного органа может быть обжаловано в суде. Ранее был устанавлен трехмесячный срок на эти действия (п. 2 ст. 28 Закона № 948-I). Закон предусматривает лишь 1 месяц на судебное обжалование предписаний антимонопольного органа. Данное нововведение вряд ли целесообразно, так как судебное обжалование требует серьезной подготовки, а следовательно, значительного отвлече-

ния времени специалистов организации-истца, а также денежных средств. Причем в результате потери качества подготовки к судебному слушанию это может привести к значительным финансовым потерям, очевидных же выгод от сокращения сроков обжалования мы не находим.

В Законе по-прежнему сохраняется один из спорных моментов – отнесение к монополистической деятельности необоснованного сокращения или прекращения производства товаров, на которые имеются спрос или заказы потребителей, при наличии безубыточной возможности их производства. Необходимо обеспечение свободы действий хозяйствующего субъекта по производству того или иного товара. Разумно было бы отказаться от такого определения нарушения. В случае же, если производитель, решающий отказаться от производства товара (услуги, работы), обладает уникальными факторами производства, предлагается включить в новую редакцию Закона пункт о возмездной передаче этих факторов в руки нового собственника на конкурсной основе.

Другой спорной, существовавшей и ранее нормой является следующая: получение в собственность, пользование или владение одним хозяйствующим субъектом (группой лиц) основными производственными средствами или нематериальными активами другого хозяйствующего субъекта, если балансовая стоимость имущества, составляющего предмет сделки (взаимосвязанных сделок), превышает 10% балансовой стоимости основных производственных средств и нематериальных активов хозяйствующего субъекта, отчуждающего или передающего имущество. При этом если мы склонны согласиться с общим смыслом данного пункта Закона, то нельзя согласиться с его всеохватностью. По нашему мнению, помимо относительной величины (процент от стоимости имущества организации) необходимо установить минимальную стоимость такого имущества, сделки с которым подлежат предварительному согласованию с антимонопольным органом. В противном случае, например, реализация офисной техники ликвидируемой небольшой аудиторской компании может подлежать согласованию ФАС. Кроме того, предлагается исключить из списка сделок, подлежащих регулированию, реализацию зданий и сооружений, не относящихся непосредственно к производственной дея-

тельности юридических лиц, участвующих в сделке, так как такие сделки, как мы считаем, не могут каким-либо образом ограничить конкуренцию как на товарном, так и на финансовом рынке.

Подводя итог всему вышесказанному, можно отметить, что Закон в целом соответствует современным потребностям в регулировании экономической деятельности хозяйствующих субъектов Российской Федерации, так как облегчает необоснованные административные барьеры при осуществлении предпринимательской деятельности, регламентирует ряд хозяйственных ситуаций, дает четкое определение ранее не определенных законодательно процессов. Это, помимо прочего, также упрощает возможность администрирования в сфере защиты конкуренции и монополистической деятельности. Между тем, на наш взгляд, существует ряд указанных выше недостатков, подлежащих более детальной проработке.

4. Банкротства

4.1. Банкротство, права собственности и корпоративное управление

Теоретически правовые нормы регулирования несостоятельности предприятий могут преследовать следующие задачи:

- защита прав кредиторов, обеспечение финансовой дисциплины, повышение надежности кредитного обращения;
- снижение уровня хозяйственных рисков в экономике путем ликвидации неэффективных производств;
- обеспечение перераспределения промышленных активов в пользу эффективно хозяйствующих предприятий, развитие конкуренции;
- проведение реорганизации предприятий и их финансовой реструктуризации;
- повышение качества корпоративного управления, смена «неэффективных» собственников;
- смена неквалифицированных менеджеров, внедрение рациональной системы управления на предприятиях.

Определение прав собственности в условиях существования финансовых рынков не может быть завершенным и даже просто достаточно четким без решения проблем, связанных с неплатежеспособностью фирмы[80]. Хозяйственно-правовое урегулирование проблем, порождаемых неплатежеспособностью фирмы, относится к числу ключевых вопросов функционирования частной собственности и рыночных отношений. От эффективности такого регулирования существенно зависят, в частности, бесперебойное функционирование системы расчетов и платежей, а также интенсивность и глубина развития финансовых рынков.

---

[80] Поскольку в данном тексте изучаются лишь наиболее общие аспекты проблемы банкротства и не рассматриваются «технические», узкоправовые детали, в большинстве случаев (за исключением отдельных оговариваемых моментов) не проводится особых различий между понятиями «банкротство» фирмы, ее «дефолт», «неплатежеспособность» или «несостоятельность». См. также: (*Радыгин, Энтов, Симачев, Свейн и др., 2005*).

Теоретический анализ проблемы исходит из того, что процедуры банкротства должны обеспечивать:

– во-первых, максимизацию текущей стоимости ликвидируемой или реорганизуемой компании (условия эффективности, реализуемые ex post);
– во-вторых, оптимальное распределение (перераспределение) указанной стоимости между заинтересованными сторонами.

Именно последнее условие, т.е. нормы, определяющие пропорции перераспределения дохода (имущества) между заинтересованными сторонами, оказывают влияние на предшествующие банкротству действия заемщиков, кредиторов и других участников соответствующих взаимоотношений/stakeholders (условия эффективности, реализуемые ex ante).

Задавая определенные стандарты в сфере обеспечения прав собственности в случае неплатежеспособности фирмы и тем самым определяя «степень надежности» обязательств различного рода, законодательство о банкротстве служит исходным пунктом в расчетах участников хозяйственного процесса. Так, определение условий и процедур банкротства существенно влияет на выбор собственников (менеджеров) фирмы-должника – выбор между продажей компании, заключением частного соглашения с кредиторами или официальным объявлением фирмы банкротом. Степень защиты интересов собственника, определяемая процедурами банкротства, непосредственно учитывается кредиторами при оценках своих инвестиционных рисков.

По мере нарастания финансовых трудностей компании выявляется острое противостояние, за которым стоит конфликт интересов основных участников – собственников фирмы-заемщика, высших менеджеров, управляющих указанной фирмой, и кредиторов.

Акционеры фирмы обычно заинтересованы в том, чтобы банкротство было зафиксировано вслед за наступлением дефолта по текущим операциям (default on a flow basis), т.е. вслед за периодом, на протяжении которого обнаруживается, что текущие поступления оказываются меньше расходов. Владельцы акций рассчитывают[81],

[81] См.: Wruck K. Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency // Journal of Financial Economics. 1990. Vol. 27. P. 419–444.

что оперативная приостановка текущих операций позволит им сохранить возможно большую часть собственного капитала.

Кредиторы, скорее, склонны требовать осуществления процедур банкротства на более поздней стадии, когда обнаруживается «дефолт на базе акционерного капитала» (default on a stock basis), предполагающий, что текущие поступления устойчиво (на протяжении длительного времени) оказываются меньше, чем требующиеся затраты. В этом случае кредиторы могут рассчитывать на обмен, по крайней мере, части просроченной задолженности на акции фирмы, объявившей дефолт.

За столкновением интересов различных участников, по существу, стоит объективный конфликт – конфликт функций, которые должны быть реализованы в процессе банкротства. Такие процедуры призваны прежде всего обеспечивать соблюдение правил, диктуемых существованием прав собственности. В случае устойчивой неплатежеспособности фирмы это предполагает продажу на наиболее выгодных условиях имущества должника (первое из условий, отмечавшихся в начале данного раздела) и максимально возможное в сложившихся условиях выполнение обязательств данной компании перед всеми заинтересованными сторонами.

Однако ликвидация фирмы и распродажа ее имущества фирмы далеко не всегда оправданы с точки зрения эффективного функционирования всей экономики. Более того, такие действия не всегда оправданы даже исходя из отмечавшегося выше условия эффективности, реализуемого ex post: поддержка и реорганизация «жизнеспособной» фирмы могут иметь своим результатом повышение ее NPV (чистой приведенной стоимости). Ликвидация фирмы фактически должна свидетельствовать об исчерпании возможностей, связанных с использованием рассматриваемых активов в рамках сложившихся структур собственности; она часто сопровождается, как уже было сказано, необратимым разрушением накопленного информационного и организационного капитала. Существующее в развитых рыночных экономиках законодательство о банкротстве вызывает острую критику. Выбор между ликвидацией компании и ее реорганизацией напрямую зависит от действий, предпринимаемых каждым из доходополучателей (уменьшения обнаружившихся убыт-

ков). При существующей сегодня в большинстве стран практике банкротства сильные рыночные позиции одной из сторон, ее своекорыстные интересы и манипуляции могут привести к неэффективному решению вопроса о судьбе фирмы-банкрота. Роль указанных обстоятельств особенно существенна в ситуациях, в которых оказываются возможными политическое давление и ангажированность судебных инстанций, коррумпированность судей и арбитражных управляющих.

Исходя из принципов микроэкономического анализа, решение вопроса о предстоящей судьбе обанкротившейся фирмы должно быть в возможно большей степени отделено от решений относительно распределения доходов (имущества) между заинтересованными сторонами. К настоящему времени выдвинут ряд содержательных соображений относительно оптимальных процедур банкротства и возможных направлений в практическом осуществлении соответствующих реформ. Большинство экономистов и юристов сходится в том, что сфера торга, который фактически ведут между собой напрямую участники процесса банкротства, должна быть ограничена в пользу процедур открытого аукциона. Л. Бебчук (*Bebchuk ,1988*), а за ним Ф. Агион, О. Харт и Дж. Мур (*Aghion, Hart, Moore, 1995*) (далее ссылки на этих авторов будут именоваться АХМ) предложили следующее решение проблемы: процедуры банкротства будут предполагать создание новой корпорации, причем все заинтересованные стороны могут стать ее акционерами. Такая компания имеет гораздо меньшие долги; задолженность фирмы-банкрота (целиком или, по крайней мере, частично) обменивается на акции новой корпорации.

Акционерам предстоит принять решения по двум главным вопросам: 1) прибегнуть к реорганизации фирмы или ликвидировать ее? 2) каковы пропорции обмена прежней задолженности на акции? В процедурах, предлагаемых указанными авторами, проблема сохранения или ликвидации фирмы и проблемы перераспределения имущества и доходов оказываются в значительно большей степени отделенными друг от друга.

Вопрос о дальнейшей судьбе фирмы-банкрота должен решаться с помощью открытых аукционных торгов[82]. Предложения на таких торгах могут включать не только соображения относительно реорганизации фирмы, но и условия ее «выкупа», представляемые на рассмотрение собрания акционеров. Так, менеджеры, управляющие другой компанией, могут предложить ту или иную цену за обанкротившуюся фирму, причем в качестве средства платежа могут использоваться (и в реальной жизни часто используются) акции той компании, в которой работают данные менеджеры. Подобное предложение при определенных условиях может означать, по существу, поглощение неплатежеспособной компании, осуществляемое в рамках процедур банкротства.

Свободный доступ аукционных заявок должен обеспечивать возможно более широкий перебор вариантов, которые предусматривают различные способы использования активов, принадлежащих компании-банкроту. Общий надзор за проведением аукциона осуществляет арбитражный суд, а решение по поводу поступивших предложений (в том числе предложений ликвидировать фирму и приобрести ее имущество) принимает собрание акционеров и представляет его для одобрения соответствующим судебным инстанциям. Предлагаемые проекты стремятся также ограничить искажения, связанные с асимметричностью рассматриваемых информационных структур. Судебные инстанции, осуществляющие надзор, должны тщательно следить за тем, чтобы каждый участник аукциона (потенциальный акционер) имел свободный доступ ко всем данным, содержащимся в бухгалтерской отчетности фирмы.

В соответствии со схемой, предложенной Л. Бебчуком, конфликты между владельцами закладных обязательств и прочими кредиторами могут быть урегулированы следующим образом: владельцы привилегированных долговых обязательств получают (в соответствии с суммой указанной задолженности) акции организуемой корпорации, тогда как остальным кредиторам в обмен на долговые обязательства должны выдаваться опционы на покупку

[82] Как показал Дж. Бэйрд, чем более развиты рынки капитала, тем сильнее оптимальная процедура банкротств тяготеет к аукционным торгам (*Baird, 1986*).

акций новой компании. В том случае, если стоимость обанкротившейся фирмы превосходит суммы, требующиеся для того, чтобы удовлетворить зафиксированные в соглашении (решении суда) о банкротстве требования всех кредиторов, владельцы (акционеры) компании-банкрота вслед за наименее привилегированными заимодавцами также получают опционы. При этом цена исполнения опционов у каждой из перечисленных групп участников может быть различной. Перед голосованием владельцы опционов принимают решение о том, какие из возможностей, предоставляемых опционами, они хотят реализовать, и соответственно какую часть акций они намерены выкупить у владельцев привилегированных долговых обязательств (*Bebchuk, 2000*).

Указанная схема была несколько модифицирована в связи с перспективами реформирования английского законодательства о банкротстве (*Aghion, Hart, Moore, 1995*). Первым шагом в осуществлении рассматриваемых процедур могла бы стать замена высшего управляющего аппарата фирмы-банкрота независимым «практикующим» экспертом по вопросам банкротства («bankruptcy practitioner»)[83]. Именно этот эксперт и его аппарат предлагают проект реорганизации компании (либо продажи ее в качестве действующей фирмы, либо прекращения хозяйственных операций и ликвидации имущества, принадлежащего компании). Эксперт может, разумеется, воздержаться от категорических рекомендаций и просто предложить документ, в котором оцениваются достоинства и недостатки каждого из вариантов. Как и в предшествующем случае, решение остается за собранием акционеров, затем оно представляется для утверждения судебным инстанциям.

Обобщая опыт и критические замечания по поводу прежних схем банкротства, О. Харт, Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес и Дж. Мур в 1997 г. предложили новый проект. Акции, которые фигурировали в прежних процедурах, теперь именуются «правами на реорганизацию» («Reorganization Rights»). Распределение этих прав осуществляется с помощью аукционов. На «внутреннем» аукционе такие права могут приобрести кредиторы фирмы-банкрота,

[83] В условиях Великобритании функции такого эксперта мог бы исполнять, по мнению авторов, один из инвестиционных или коммерческих банков, а в Германии или Японии – «головной банк» финансово-промышленной группы.

причем условия приобретения, разумеется, зависят от «степени привилегированности» долговых обязательств. «Внешний» аукцион носит публичный характер, на нем все желающие и прежде всего инвесторы, убежденные в целесообразности реорганизации фирмы, могут приобретать эти права у кредиторов обанкротившейся фирмы. Наконец, еще один аукцион, на котором решается вопрос о судьбах обанкротившейся компании – вопрос о ликвидации или о дальнейшем существовании фирмы, – проводит собрание владельцев «прав на реорганизацию» (*Hart, La Porta Drago, Lopez-de-Silanes, Moore, 1997*).

В упоминавшихся (а также в некоторых других) проектах можно выделить общую черту: их авторы стремятся ввести процедуры банкротства в русло обычных схем корпоративного управления. Ведь после исполнения опционов и окончательного распределения акций образовавшаяся новая корпорация будет сильно напоминать обычную акционерную компанию, которой предстоит принять решение о путях преодоления возникших финансовых трудностей (заметим, что в отличие от прежней, обанкротившейся компании новая фирма свободна от непосильных долговых обязательств).

При таком порядке банкротства участнику (группе участников), заинтересованному в реорганизации, потребуется затратить определенные средства на приобретение – по более или менее льготным ценам – такого количества акций или «прав на реорганизацию», которое позволит провести соответствующее решение на собрании акционеров. Это должно побуждать инвесторов особенно тщательно взвешивать реальные перспективы намечаемой реорганизации. К числу недостатков подобной схемы следует отнести не всегда оправданные преимущества, которыми в этом случае будут располагать владельцы «наиболее привилегированных» обязательств: без какого-либо риска они смогут присваивать значительную часть доходов, которые должна обеспечить реорганизация фирмы.

Опционные методы расчетов, предлагаемых Л. Бебчуком, и открытость информации придают этим процедурам большую гибкость. Заинтересованные стороны получают возможность на протяжении некоторого (разумеется, не очень продолжительного) времени изучить имеющуюся хозяйственную информацию и, оце-

нив перспективы реорганизации, принять более эффективные рыночные решения.

Общая направленность перечисленных реформ вряд ли может вызвать какие-либо серьезные возражения. Предлагаемые изменения в процедурах банкротства могут способствовать более основательному решению центрального вопроса – ликвидировать или реорганизовать обанкротившуюся компанию. Более четкая и последовательная реализация принципа аукционных торгов как на этапе формирования основного состава владельцев «прав на реорганизацию», так и на этапе сбора предложений о судьбе компании, безусловно, могла бы сделать процедуры банкротства более эффективными.

Однако реализация этих предложений даже в развитых рыночных экономиках неизбежно наталкивается на сопротивление тех кредиторов и менеджеров, которые могут извлечь немалые выгоды из существующей системы банкротства. Вместе с тем осуществление таких реформ сопряжено с рядом практических затруднений (необходимость изменений в законодательной базе банкротства, отсутствие достаточного числа высококвалифицированных независимых экспертов, играющих центральную роль во всех перечисленных проектах, необходимость довольно крупных затрат для организации предлагаемых аукционов и т.д.).

В последнее время появилось немало теоретических работ, посвященных разработке оптимальных процедур банкротства[84]. В некоторых из них можно обнаружить сравнительно более гибкий подход: для неодинаковых экономических систем предлагаются различные оптимальные правила банкротства. Рассмотрим несколько более подробно одну из таких моделей (*Berkovich, Israel, 1999*).

Центральную роль в этой модели играют качество управления фирмой-заемщиком (проявляющееся, в частности, в том, насколько эффективен выбранный менеджером инвестиционный проект) и асимметричная структура информационных потоков. Действующими лицами оказываются Кредитор и Менеджер.

В теоретической модели, рассматриваемой авторами, среди переменных, которые влияют на приток денежных средств в фир-

[84] См., напр.: (Povel, 1996);(Berkovich, Israel, Zender, 1997, 1998).

му, фигурирует величина *м*, характеризующая «качество» проекта в момент $t = 1$. К этому времени кредитный контракт уже подписан (подписывается в момент $t = 0$). Менеджеру удается своевременно (в $t = 1$) получить информацию о величине *м*. В момент $t = 1$ Кредитор, не имеющий непосредственной информации о величине *м*, принимает решение, в соответствии с которым он может ждать расчетов по долгам в момент $t = 2$ или возбудить дело о банкротстве заемщика.

Рассматриваемая сигнальная модель является рефлексивной: важную роль в ней играет не только вопрос о том, насколько велика вероятность того, что Кредитор сможет выяснить действительное значение *м* (в соответствии с предположениями модели, вероятность того, что Кредитору удастся точно узнать значение *м*, равна $1–r$), но и вопрос о том, что может знать Менеджер о фактической оценке величины м Кредитором. Поэтому выделяются два типа информационных структур: те, в которых Менеджер в момент $t = 1$ знает только структурную характеристику ($1–r$), т.е. знает лишь вероятность того, что после реализации случайной величины *м* Кредитор сразу же вслед за Менеджером сможет определить ее значение, – такую информацию авторы называют мягкой (soft information), и те структуры, в которых Менеджер, использующий особенности существующих хозяйственных институтов, может точно знать, каковы представления Кредитора о величине *м* (твердая информация, hard information).

Классификация экономических, а точнее – финансовых, систем в данной работе носит довольно традиционный характер. Авторы используют известные схемы, предложенные в середине 1990-х годов Ф. Алленом и Д. Гейлом (*Allen, Gale, 1995, 2000*). Выделяются 3 основные группы:

1) системы, в основе которых лежит функционирование рынка капиталов. Такая экономика характеризуется наибольшей «глубиной» развития финансовых рынков, в частности рынков ценных бумаг. Наилучшим примером подобной системы, по мнению авторов, может служить американская экономика. В подобных системах преобладают мягкие информационные структуры, а вероятность ($1–r$) должна быть достаточно высока;

2) системы, в которых центральную роль играют крупные финансовые посредники, прежде всего банки («немецкая модель»). Благодаря активному мониторингу банки располагают обширной информацией, что, по мнению авторов, предопределяет высокие значения вероятности (1–*r*). Вместе с тем тесные хозяйственные связи между банками и нефинансовыми компаниями позволяют предположить преобладание твердых информационных структур;

3) системы, характеризующиеся сравнительно меньшим развитием финансовых рынков (Under-Developed Systems). Преобладающую часть финансирования, на которое могут рассчитывать торгово-промышленные компании, предоставляют банки. Однако информационное содержание цен, формирующихся в различных секторах нарождающихся финансовых рынков, оказывается более скудным; к тому же и отчетность фирм менее прозрачна, отсутствуют надежные рейтинги. Все это должно характеризовать сравнительно более низкие значения структурной характеристики (1–*r*). С другой стороны, высший управляющий персонал нефинансовых фирм ясно представляет возможные источники информации, получаемой кредиторами, к тому же у руководства нефинансовых фирм часто существуют прочные («личные») связи с банками. Следовательно, и здесь можно предположить преобладание твердых информационных структур.

Откладывая по оси абсцисс значения (1–*r*), а по оси ординат удельный вес твердой информации (*h*), авторы следующим образом характеризуют соотношения, складывающиеся между различными системами (см. *рис. 4.1*):

Область *A*, по замыслу авторов, должна характеризовать хозяйственные системы, в основе которых лежит функционирование рынка капиталов; область *B* – хозяйственные системы, в которых центральную роль играют банки; область *C* – системы, в которых можно наблюдать сравнительно меньшее развитие финансовых рынков.

На практике характеристики банкротства не сводятся, разумеется, к неудачному выбору проекта и возможности (или невозможности) на некоторое время утаить от Кредитора информацию о качестве проекта. В реальной жизни как источники неплатежеспособности фирмы, так и отношения, складывающиеся между заин-

тересованными сторонами, как отмечалось выше, гораздо более многообразны и сложны. Тем не менее в рассматриваемой модели авторам удалось зафиксировать некоторые особенности взаимоотношений между Менеджером и Кредитором. Кроме того, модель носит довольно общий характер: банкротство оказывается лишь одним из исходов, которые могут реализоваться в ходе рассматриваемого взаимодействия указанных персонажей. Коротко перечислим основные выводы, которые можно сделать на основании указанной модели.

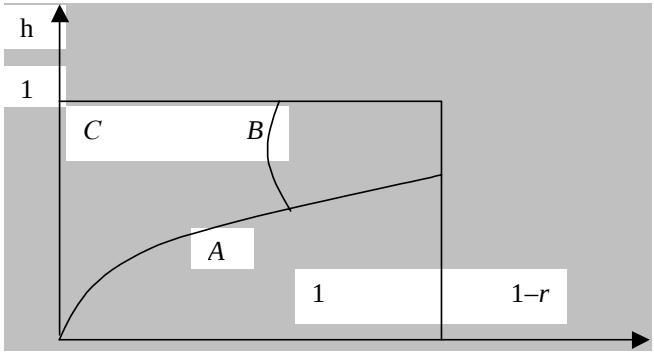


Рис. 4.1. Информационные структуры в различных хозяйственных системах

Выделяются два механизма банкротства: 1) соответствующий стратегии кредитора и 2) соответствующий стратегии должника. Для системы, в которой центральную роль играют банки, оптимальные процедуры предусматривают лишь механизм, соответствующий стратегии кредитора. Этот механизм определяется следующим образом. После того как Кредитор возбудил дело о банкротстве, Менеджеру разрешается представить свои предложения относительно дальнейшей судьбы компании-банкрота. Если Кредитор отвергает эти предложения, суд выносит решение о ликвидации компании и использует доходы от рыночной реализации конкурсной массы для погашения задолженности. Если же представленный Менеджером проект устраивает Кредитора, такой проект становится основой нового кредитного контракта.

Для хозяйственных систем, в основе которых лежит функционирование рынка капиталов, оптимальные процедуры банкротства предусматривают комбинацию двух различных механизмов. Если дело о банкротстве компании возбуждает Кредитор, суд прибегает к описанному выше механизму, соответствующему стратегии кредитора. Более сложные (рандомизированные) процедуры предусматриваются для случая, когда о банкротстве компании заявляет Менеджер. С вероятностью (1–*r*) суд прибегает к тому же механизму, соответствующему стратегии кредитора, и с вероятностью *r* используется механизм, соответствующий стратегии должника. В последнем случае роли меняются: механизм, соответствующий интересам должника, предполагает, что по решению суда Кредитор представляет на усмотрение Менеджера проект урегулирования возникших проблем. Если такой проект устраивает Менеджера, претензии владельцев долговых обязательств считаются удовлетворенными, и предложенный проект принимают за основу нового кредитного контракта. Если же Менеджер отвергает предложение Кредитора, прежний кредитный контракт сохраняет силу.

Для систем, характеризующихся сравнительно меньшим развитием финансовых рынков, оптимальный порядок банкротства не требует рандомизации. Он предполагает просто раздельное использование описанных процедур: в случаях, когда дело о банкротстве возбуждает Кредитор, суд должен запускать механизм, соответствующий стратегии кредитора, а в случаях, когда такое дело возбуждает Менеджер, вступает в действие механизм, соответствующий стратегии должника. Предполагается, что управляющий персонал, обладающий в этой системе монопольным доступом к информации, может реализовать это стратегическое преимущество и прибегнуть к тому механизму банкротства, который соответствует интересам должника.

Анализ ситуации в системах с нарождающимися финансовыми рынками представляется несколько поверхностным, во всяком случае, не затрагивающим по существу наиболее серьезных проблем переходной экономики. В условиях недостаточно последовательного и четкого определения прав собственности в законодательстве, коррумпированной и неэффективной судебной системы (включая систему конкурсных управляющих), процедуры банкрот-

ства неизбежно становятся средоточием злоупотреблений и средством борьбы за новый раздел имущества и акционерного контроля. Более подробно эти вопросы рассматриваются в последующих разделах; здесь отметим лишь роль некоторых требований, предлагаемых оптимальными процедурами банкротства.

В описанной практике банкротства в развитой рыночной экономике и особенно в проектах ее дальнейшего реформирования круг полномочий и возможности *самостоятельных* решений судебных инстанций сводятся к минимуму. Сам акт банкротства представляет собой, по существу, сигнал, сообщающий о том, что государство вообще не собирается предрешать исход обнаружившегося конфликта, поддерживая своими средствами неплатежеспособную компанию или принудительно прекращая ее существование. Возникшие убытки должны принять на себя (и каким-то образом разделить между собой) сами частные контрагенты – владельцы фирмы и кредиторы.

Порядок урегулирования указанного конфликта предполагает прежде всего, что должник и кредиторы располагают всеми возможностями для того, чтобы достичь соглашения между собой. В таких случаях последующее применение процедур банкротства становится излишним.

Если все же не удается избежать судебного процесса, решение вопроса о возможном переделе имущества и о контроле отыскивается на путях взаимного балансирования интересов с помощью различных механизмов сдержек и противовесов. Для иллюстрации достаточно обратиться к рассмотренным выше соображениям, определявшим «оптимальные процедуры банкротства» (процедуры, соответствующие интересам кредитора и должника). Каждая из противостоящих сторон наделяется определенными возможностями выхода, неодинаковыми в различных экономических системах: так, одна из сторон предлагает свой проект разрешения конфликта, и этот проект не может быть принят без одобрения другой стороны. Подобный подход серьезно ограничивает возможности нарушения прав собственности и превращения банкротства в средство произвольного перераспределения имущества и акционерного контроля.

Но дело не может ограничиваться двусторонним торгом. Повсюду, где это представляется возможным, экономически обоснованные процедуры банкротства апеллируют к конкурентным механизмам. Эффективные решения здесь чаще всего предполагают расширение круга собираемой и обрабатываемой информации, а также выбор наилучшего проекта на основе многоступенчатых рыночных аукционов.

Возможное распределение между заинтересованными сторонами опционов с различной ценой исполнения также направлено на уменьшение «жесткости» указанных процедур. Благодаря таким схемам степень участия каждой из сторон в решении вопроса о реорганизации или ликвидации обанкротившейся компании напрямую зависит от их решения использовать (или не использовать) предоставленные опционы, а это, в конечном счете, регулируется обстановкой, сложившейся на рынке, и ожиданиями соответствующих сторон.

Судам (и действительно независимым экспертам) отводится прежде всего роль организатора и координатора подобных процедур. Оптимальные правила банкротства и предлагаемые реформы в данной области чаще всего опираются на использование эффективных механизмов саморегулирования. При этом исход процесса определяется результатами торгов, действием рыночных сил, а не сводится к произвольным решениям судебно-правовых инстанций (или вторгающейся в эту область исполнительной власти). Сами правила банкротства и конкурентные процедуры, к которым эти правила обращаются, ограничивают сферу деятельности и полномочия судебных инстанций.

Расширение указанных полномочий представляется особенно опасным в ситуациях, когда арбитражные суды фактически зависят от региональной или федеральной администрации. Тем самым расширяются также возможности воздействия заинтересованных сторон на исход процесса с помощью прямых взяток или предложений об «обмене услугами»[85].

[85] Так, в ситуации, когда дело о банкротстве возбуждается с целью передела собственности, наделение арбитражного управляющего широкими полномочиями на начальных стадиях (когда изучается вопрос о том, достаточны ли основания для

В ряде случаев существенную роль могут играть факторы, связанные с политической ангажированностью (так, представители судебных инстанций, особенно судьи «старого закала», нередко выступают против перехода крупных предприятий в руки иностранных собственников, «олигархов» и т.п.)[86]. Из средства оздоровления экономики банкротства превращаются просто в орудие, используемое для достижения текущих политических целей.

Правила банкротства, существующие в ряде стран с нарождающимися финансовыми рынками, сильно ограничивают реальные возможности не только аукционных торгов, но и двусторонних компромиссных соглашений между участниками (в предшествующем изложении подробно говорилось о том, насколько важное место они занимают, например, в американской практике банкротства). Характерно, что переговоры между кредиторами и менеджерами обанкротившейся компании не играют серьезной роли в судебных процедурах банкротства не только во многих переходных экономиках, но и в странах Юго-Восточной Азии (*Claessens, Djankov, Klingebiel, 2000*). Именно такие процедуры, всемерно ограничивающие действие конкурентных механизмов, открывают пути для «внешнего давления», коррупции и неэффективного администрирования.

Оптимальное функционирование прав собственности предполагает, в частности, эффективную защиту имущества компании-банкрота от расхищения. Выше отмечалось, что и в развитой рыночной экономике у менеджеров близкой к банкротству фирмы могут появиться стимулы к выводу возможно большей части активов за пределы компании. Поэтому другой функцией судебных властей оказывается активная тщательная защита имущества такой фирмы от скрытого разграбления. Указанная задача становится особенно актуальной для стран с переходной экономикой, где вследствие несовершенного законодательства, регулирующего права собст-

---

банкротства) ведет, как показывает опыт, к тому, что управляющие, действуя в корыстных целях, нередко «усиливают неплатежеспособность» фирмы-ответчика.

[86] Возможности принятия произвольных административных решений еще более расширяются при прямом включении в рассматриваемые процедуры таких факторов, как «социальная значимость» фирмы (предприятия). Составление особых списков «социальной значимости» облегчает реализацию стратегии уже не третьей, а второй (исполнительной) власти и стоящих за ней заинтересованных сторон.

венности, и из-за неэффективности механизмов контроля вывод активов развертывается задолго до начала банкротства.

Этим определяется и широкое распространение «преднамеренных банкротств», когда менеджеры (нередко осуществляющие функции фактических владельцев компании), выводя значительную часть активов, прибегают к процедурам банкротства, чтобы таким путем избавиться от накопившихся обязательств перед государством и частными контрагентами. В подобных ситуациях судебным инстанциям, разумеется, не удается (полностью) взыскать причитающиеся по обязательствам деньги: хозяйственные структуры к этому времени оказываются опустошенными изнутри[87].

Проблема вывода средств из компаний, преднамеренно обрекаемых на неплатежеспособность, разумеется, намного шире рассматриваемых здесь вопросов; она требует самостоятельного исследования. Отметим все же три момента, имеющих непосредственное отношение к процедурам банкротства.

Во-первых, независимость арбитражного управляющего никак не может означать какой-либо «независимости» от закона, требующего всемерно защищать права собственности. Полномочия конкурсных управляющих *после* того, как принято решение о ликвидации фирмы-банкрота, должны быть достаточными для того, чтобы воспрепятствовать выводу активов за пределы компании ее владельцами или менеджерами. При этом оптимальный механизм банкротства предусматривает не только строгую ответственность управляющих, но и эффективный надзор за тем, как они реализуют свои полномочия.

Во-вторых, к числу самых необходимых условий защиты интересов кредитора (а также реалистичной оценки проектов реорганизации фирмы) относятся четкость и прозрачность отчетности, а также документов регистрации собственности, принадлежащей компании-банкроту. Между тем именно заинтересованность в выводе средств вызывает к жизни недостоверную отчетность, наро-

[87] Попытка бороться с этим явлением чисто административными мерами, вводя, например, наказания за «преднамеренное банкротство», оказывается декларативной, поскольку в большинстве случаев действия, ведущие к банкротству компании, можно связать с ошибочным выбором стратегии и недостаточным профессионализмом управляющего персонала.

читую усложненность и неполноту данных о зарегистрированном имуществе фирм.

И наконец, в-третьих, с защитой прав собственности связано и требование, согласно которому процедуры банкротства должны осуществляться в самые сжатые сроки. Так, в ряде стран Западной Европы процедуры предписывают менеджерам регистрацию фирмы в качестве банкрота сразу же после того, как обнаружена ее неплатежеспособность. Предусмотрены серьезные санкции – вплоть до уголовной ответственности и заключения в тюрьму высших менеджеров, допустивших существенное промедление с регистрацией банкротства. В качестве обязательной нормы для соответствующих судебных процедур установлены короткие сроки. Чем больше растягивается период, на протяжении которого ведется дело о банкротстве, чем меньше шансов на то, что конкурсный управляющий сможет (и действительно захочет) предотвратить скрытое расхищение имущества, принадлежавшего фирме, тем хуже будут фактически обеспечены права собственности.

На протяжении последнего десятилетия был предпринят ряд серьезных исследований, изучавших влияние правовых структур на процессы экономического роста и развитие финансовых рынков[88]. Одним из направлений такого исследования является анализ процедур банкротства и их влияния на функционирование рынка долговых обязательств.

Используя результаты, полученные в ряде перечисленных выше работ, Р. Ла Порта и Ф. Лопес-де-Силанес провели сравнительный анализ правовых норм банкротства в 49 различных странах. Для того чтобы выяснить, в какой степени в каждой из рассмотренных стран защищены интересы кредитора, в указанных исследованиях использовались 4 индикатора.

1. Отсутствует ли автоматическая приостановка на некоторое время требований к должнику после возбуждения дела о банкротстве? (отсутствует – 1 балл, имеет место – 0).

2. Существует ли приоритет в удовлетворении претензий, выдвинутых теми кредиторами, которым принадлежат закладные

[88] См., напр.: (*La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997, 1998, 2003*); (*Beck, Demigьз-Kunt, Levine, 2003*) и др.

обязательства? (законодательство предусматривает подобный приоритет – 1 балл, приоритет отсутствует – 0).

3. Могут ли рассматриваться проекты реорганизации компании-банкрота, не одобренные кредиторами? (не могут – 1 балл, могут – 0).

4. Может ли высший управляющий персонал компании-банкрота распоряжаться ее имуществом при решении вопроса о реорганизации фирмы? (не может – 1 балл, может – 0).

Сопоставление ответов на эти вопросы, содержащихся в законодательстве различных государств, может свидетельствовать о том, что во многих странах с нарождающимися финансовыми рынками права кредиторов представляются недостаточно защищенными. Так, сумма баллов, подсчитанных для Мексики, Колумбии, Перу и Филиппин, равна 0 (не выполняется ни одно из перечисленных требований), а в Аргентине, Бразилии, Греции и Португалии равна 1, тогда как в стране, выступающей в качестве «эталона» защиты прав кредитора, – в Англии – она составляет 4 (соблюдаются все указанные требования).

Выше уже отмечалось, что защита интересов кредитора представляет собой лишь один из аспектов оптимальной процедуры банкротства, поэтому вряд ли имеет смысл ограничивать анализ результатами описанного теста. Проблема, по-видимому, значительно более сложна. Достаточно заметить, что во Франции, где процедуры банкротства явно смещены в сторону реорганизации обанкротившихся фирм, сумма баллов также равна 0, для США она составляет 1, а для Германии – 3 балла.

За формально сходными индикаторами могут скрываться качественно различные процессы. Низкая сумма баллов, рассчитанная для стран с нарождающимися финансовыми рынками, свидетельствует (в отличие от большинства развитых стран) о ненадежности кредитных отношений и о недостаточной эффективности банкротства. В Мексике и Перу (равно как и в России) в ходе банкротства частным кредиторам не удается вернуть больше 3–6% реальной суммы средств, предоставленных в ссуду. Сами процедуры банкротства в Мексике и Перу растягиваются на срок от 3 до 7 лет, а в Таиланде могут длиться более 10 лет.

В таких странах, как США и Франция, некоторое ограничение прав кредитора должно (по крайней мере, по мнению защитников

таких процедур) расширить возможности сохранения и реорганизации обанкротившейся компании. В странах с нарождающимися финансовыми рынками, в том числе во многих переходных экономиках, процедурам «реорганизации» часто подвергаются, как отмечалось выше, «нежизнеспособные», опустошенные изнутри хозяйственные структуры. В этих случаях не только реорганизация, но хотя бы возобновление хозяйственных операций, поддержание на плаву предприятий особой «социальной значимости» оказываются чрезвычайно трудной задачей. Как отмечают Р. Ла Порта и Ф. Лопес-де-Силанес, «без эффективной процедуры банкротства предприятия, столкнувшиеся с серьезными финансовыми трудностями, могут оказаться в неопределенном положении (stay in limbo): они не в состоянии ни реструктурировать свои долговые обязательства, ни мобилизовать ресурсы, которые требуются для осуществления новых проектов» (*La Porta, Lopes-de-Silanes, 2001, p. 79*).

Недостаточно эффективная защита прав собственности, проявляющаяся, в частности, в неоптимальных процедурах банкротства, может оказывать неблагоприятное воздействие на процессы экономического роста. Некоторые направления такого воздействия уже отмечались в предшествующем изложении; в заключение просто перечислим «каналы» влияния, представляющиеся наиболее существенными.

Неопределенность прав собственности, непременно обнаруживающаяся в условиях, когда компания-заемщик оказывается неплатежеспособной, превращает банкротство в действенное средство перераспределения собственного и акционерного контроля. Все дело в том, что при неоптимальной практике банкротства такое перераспределение может приводить, и действительно приводит, к неэффективным решениям. Свидетельством этого может служить обнаружившаяся в ряде стран тенденция к формированию громоздких, плохо управляемых «хозяйственных империй» (конгломератов), разрастающихся за счет самых различных предприятий, контроль над которыми удавалось получить, обанкротив соответствующие фирмы.

С другой стороны, чрезмерно мягкие («щадящие») процедуры банкротства, по существу, подрывают действие механизмов,

обеспечивающих рыночную дисциплину, а в условиях переходной экономики тормозят переход от «мягких» к жестким бюджетным ограничениям (*Roland, 2000*). Возможность накапливать на протяжении длительного времени просроченные обязательства обеспечивает особенно благоприятные условия для разрушения фирмы «изнутри» и вывода значительной части активов за пределы компании, продолжающей существовать, несмотря на обнаружившуюся несостоятельность. Централизованные, единые для всех участников и стабильные правила урегулирования проблем, которые неизбежно возникают в случае неплатежеспособности фирмы, всегда представляли собой один из важнейших компонентов инфраструктуры, обеспечивающей эффективное функционирование финансовых посредников и рынка ценных бумаг. Поэтому неоптимальные процедуры банкротства оказываются серьезным препятствием на пути становления работоспособной банковской системы, а также формирования рынка долговых обязательств, а это, в свою очередь, существенно ограничивает возможности финансирования новых капиталовложений.

4.2. Особенности формирования института банкротства в переходных экономиках

Регулирование несостоятельности является наиболее динамично развивающейся областью права в развитых зарубежных странах, при этом изменения в состоянии экономики страны диктуют постоянное обновление соответствующих норм. Теоретически правовые нормы регулирования несостоятельности предприятий могут преследовать следующие задачи:

– на макроуровне – снижение уровня хозяйственных рисков в экономике путем ликвидации неэффективных производств, обеспечение перераспределения промышленных активов в пользу эффективно хозяйствующих предприятий, развитие конкурентной среды;
– на микроуровне – защита прав кредиторов, обеспечение финансовой дисциплины, повышение надежности кредитного обращения, проведение реорганизации предприятий и их финансовой реструктуризации, повышение качества корпоративного управления, перераспределение собственности в

пользу «эффективных» владельцев, смена неквалифицированных менеджеров, внедрение рациональной системы управления на предприятиях.

Опыт развитых зарубежных стран не позволяет однозначно утверждать, что регулирование несостоятельности должно строиться исходя из приоритета только кредиторов. Есть примеры, когда оно в первую очередь направлено на защиту интересов должника или государства. Характерной чертой большинства современных развитых систем регулирования несостоятельности является наличие и развитие реабилитационных процедур по сохранению бизнеса в дополнение к такому классическому механизму банкротства, как распродажа активов должника в ходе конкурсного производства.

Роль банкротства как средства давления на менеджеров корпораций в рыночной экономике хорошо известна и во всех аспектах (и позитивных, и негативных) описана в обширной литературе. Угроза банкротства корпорации при ошибочной политике менеджеров на рынках (и в наиболее жестком варианте – переход контроля к кредиторам) стандартно рассматривается в качестве важнейшего внешнего инструмента корпоративного управления. Очевидным ожидаемым итогом применения такого механизма (независимо от плюсов и минусов конкретных страновых моделей – прокредиторских или продолжниковых) должны быть оздоровление финансов и повышение эффективности деятельности корпорации, ставшей объектом соответствующих процедур.

В принципе, все системы несостоятельности и банкротства можно разделить на две крайние группы, ориентированные на должника (США, Франция) и на кредитора (Великобритания, Германия) (см., напр.: (*Телюкина, 2004*); (*Степанов, 1999*)).

Так, модель, сложившаяся в Германии, нацелена на повышение эффективности удовлетворения требований кредиторов, при этом реабилитационные процедуры направлены на максимизацию активов должника для последующего распределения среди кредиторов. Модель, характерная для Великобритании, призвана защитить кредитное обращение, создать эффективные и оперативные механизмы распределения активов должника среди кредиторов. В течение процедуры банкротства контроль над предприятием получа-

ет третья сторона, действующая от имени кредиторов. Очевидным недостатком этой модели является тот факт, что в ее рамках явное поощрение отдается ликвидации предприятия, а не его оздоровлению, поскольку кредиторы заинтересованы в первую очередь в продаже активов попавшей в трудное положение компании, а не в ее спасении.

В США, и особенно во Франции, принятые модели базируются на сочетании решения макроэкономических задач по обеспечению стабильности и устойчивого роста экономики и задач по созданию эффективных механизмов распределения активов должника. В частности, во Франции институт несостоятельности в существенной мере направлен на защиту интересов должника, проведение его реструктуризации. Законодательство США позволяет должнику сохранять контроль над неплатежеспособным юридическим лицом и обеспечивает должника исключительным правом предоставить свой план реорганизации компании в течение определенного периода времени. Распределение прав в пользу должника является во многом политическим выбором, поскольку приоритетным признается сохранение компаний, против которых возбуждено дело о банкротстве в качестве функционирующих предприятий, а не прекращение их деятельности путем ликвидации. Существенный недостаток данной модели – возможность злоупотребления должником своими правами.

Все промежуточные модели различаются прежде всего с точки зрения того или иного соотношения (баланса) между степенью ущемления интересов кредиторов и сохранением действующих предприятий.

По оценкам Европейского банка реконструкции и развития, законодательство стран с переходной экономикой, посвященное процедуре банкротства, развито слабее, чем законодательство в других сферах коммерческого права (*EBRD, 1999–2003*). Особенно это касается эффективности применения этого законодательства. Быстрая процедура банкротства помогает избежать задержек, которые могли бы навредить как должнику, так и кредиторам, а также перегрузить судебную систему. Тем не менее слушания по делам о банкротстве часто оказываются затянутыми и безрезультатными. Вызывают определенные сомнения квалификация и полномочия

назначаемых внешних управляющих. Несмотря на то что в последние годы в странах Центральной и Восточной Европы, Балтии и СНГ предпринимались серьезные шаги по усовершенствованию как законодательства, так и практики в сфере банкротств компаний, значительных улучшений не наблюдается.

Конкурсное законодательство, имеющее продолжниковую направленность, характерно для Узбекистана, Молдовы, Литвы, Украины (хотя в последнем случае общая продолжниковая направленность сочетается с серьезными отдельными прокредиторскими положениями). Как прокредиторская может быть охарактеризована система конкурсного права Азербайджана, Казахстана и Грузии. Сильные прокредиторские элементы присутствуют и в законодательстве Латвии, Эстонии и Украины. Изначально перед странами Центральной и Восточной Европы и СНГ стоял выбор между этим двумя моделями. Однако, поскольку большинство развитых стран применяет смешанную модель, включающую элементы как американской, так и английской, стараясь найти баланс между правами кредиторов и должников (так, управление предприятием, находящимся в процедуре банкротства, обычно возлагается на управляющего, нейтрального как к кредиторам, так и к должнику), то и многие страны с переходной экономикой попытались идти по тому же пути. Современную (с 2002 г.) систему российского конкурсного права можно назвать нейтральной, но имеющей значительный продолжниковый уклон (*Телюкина, 2004, с. 77–79*).

Важнейшим условием для эффективной работы механизма возбуждения процедуры банкротства юридического лица является наличие ясного определения несостоятельности. Если возбуждение процедуры банкротства происходит слишком рано, это может иметь негативные последствия для должника, пытающегося спасти свой бизнес. Если же возбуждение процедуры банкротства затягивается, это может повлечь за собой причинение убытков кредитору, поскольку в этом случае активы должника могут быть исчерпаны до начала процедуры.

Так, в соответствии с венгерским законом о банкротстве от 1992 г. возбуждение процедуры банкротства происходило автоматически против любого предприятия, исполнение обязательств которого просрочено более чем на 90 дней. В результате практи-

ческого применения указанного закона в 1992 г. в Венгрии было возбуждено огромное количество дел о банкротстве компаний. При этом эффективные процедуры реорганизации предприятий отсутствовали. Это привело к тому, что положение закона, устанавливающее автоматическое возбуждение процедуры банкротства, было отменено уже в 1993 г.

Прямо противоположный опыт наблюдался в Чехии, где поправки к закону о банкротстве 1998 г. вообще не содержали ни ясного определения несостоятельности, ни четкого определения случаев, при наступлении которых должник обязан заявить о начале процедуры своего банкротства. В результате эффективное применение закона стало невозможным.

В большинстве западных стран используются два критерия определения несостоятельности (либо один из этих критериев, либо их комбинация): «кассовый» и «бухгалтерский». Если применяется первый критерий, предприятие считается неплатежеспособным, когда оно не в состоянии своевременно (как правило, в течение 90 дней) оплатить свои долги. Согласно второму критерию, предприятие неплатежеспособно, если его долги превышают его активы. Второй метод для стран с переходной экономикой малоэффективен, поскольку стандарты бухгалтерской отчетности в этих странах далеки от совершенства. Лучшие результаты продемонстрировали страны, использующие комбинацию из обоих критериев.

Важной проблемой является также выбор стороны (должник, кредиторы, суд), получающей право начать процедуру банкротства. Если закон обеспечивает возможность как для ликвидации, так и для реорганизации предприятия, лучшим выходом является наделение правом подавать заявление о возбуждении процедуры банкротства как должника, так и кредитора. Если закон наделяет таким правом только должника, в нем обязательно должны быть предусмотрены стимулы, не дающие должнику затягивать начало этой процедуры. Если правом начинать процедуры банкротства по закону наделяется суд, он должен быть способен эффективно осуществлять эту задачу.

Важнейшей целью для переходных экономик является удаление из законодательства о банкротстве всех препятствий для реализации прав как должника, так и его кредиторов.

Если процедура банкротства непродолжительна, это помогает избежать задержек, которые могли бы навредить как должнику, так и кредиторам, а также перегрузить судебную систему. Законные интересы кредитора могут быть обеспечены только в том случае, если процедура настолько быстра, что активы должника не успели потерять свою ценность. В то же время быстротечная процедура банкротства позволяет должнику в зависимости от модели (американская или британская) либо начать деятельность с «чистым» балансом, либо вообще с «чистого листа», что, в свою очередь, способствует развитию частного предпринимательства.

Поэтому в законодательство о банкротстве должны быть включены четкие сроки регистрации заявления о начале процедуры банкротства, составления и утверждения через голосование плана реорганизации предприятия либо оценки его активов с их дальнейшей продажей.

Проблемы, которые приносит слишком медленная процедура банкротства, хорошо видны на примере Словакии, где обычно слушание по делу происходит только через год после того, как был зарегистрирован запрос. Кроме того, в этой стране каждый должник обязан пройти через процедуру реорганизации независимо от своего финансового состояния. В результате вся процедура банкротства в Словакии по состоянию на 1999 г. обычно занимала от 3 до 5 лет.

Каждый нормально работающий закон о банкротстве должен содержать положения, предусматривающие альтернативу ликвидации предприятия – в форме реорганизации. Среди прочего в законе о банкротстве должны быть освещены такие составляющие реорганизации, как: начало процедуры реорганизации; стороны, имеющие право начать эту процедуру; степень ограничений на деятельность в течение переговоров по плану реорганизации; роль менеджмента в течение переговоров; процедура перехода от реорганизации к ликвидации предприятия; все сроки; голосование по плану реорганизации; выполнение плана реорганизации.

Особое внимание должно быть уделено такому вопросу, как уровень поддержки кредиторов, необходимый для одобрения плана реорганизации. По общему правилу, в развитых странах для одобрения плана реорганизации обычно требуется либо 2/3 голо-

сов кредиторов, либо простое большинство. В законах о банкротстве в рассматриваемых странах обычно содержится такое же положение, однако в начале 1990-х годов были и исключения. Так, в Румынии по старому закону о банкротстве требовалось 100% голосов кредиторов. Это положение было изменено в новом законе о банкротстве (июнь 1995 г.). Этот закон позволил кредиторам, представляющим 2/3 просроченных требований к должнику, одобрить план реорганизации. По этому закону также требуется простое большинство голосов среди кредиторов каждого класса для одобрения плана реорганизации.

В Чехии и Латвии по законам о банкротстве от 1996 г. требуется только большинство голосов кредиторов для одобрения плана реорганизации. Таким образом, уровень защиты прав кредиторов здесь ниже, чем в Румынии, где требуется квалифицированное большинство, что обеспечивает дополнительную защиту прав кредиторов.

Важно, чтобы процедура реорганизации включала возможность для кредиторов обеспечить законными средствами защиту активов должника сразу после начала переговоров о плане реорганизации. Согласно ранним версиям законов о банкротстве в странах с переходной экономикой кредиторы, получившие обеспечение, имели возможность продолжать подавать и регистрировать судебные иски против должника даже после начала переговоров по плану реорганизации. В результате возникала ситуация, когда активы должника быстро исчерпывались, что делало сами переговоры бессмысленными.

Во многих развитых странах несостоятельное предприятие должно приостановить заключение всех финансовых сделок, как только началась процедура банкротства. Это положение может охватывать широкий круг сделок, однако в большинстве случаев речь идет прежде всего о запрете на привлечение новых долгов, оплату просроченных требований и на продажу активов. Действие этого положения должно быть распространено и на должника, и на кредиторов – как имеющих обеспечение, так и не имеющих его.

Доверительный управляющий – независимое лицо, призванное контролировать и управлять процедурой банкротства. Учитывая степень и важность роли доверительного управляющего, необхо-

димо установление профессиональных стандартов, в том числе через режим лицензирования. Так, при подготовке закона о банкротстве в Румынии принималось решение, кому предоставить большую часть работы – доверительному управляющему или суду. Выбор был сделан в пользу суда, поскольку профессия доверительного управляющего была новой, а лица, имеющие необходимую квалификацию, встречались еще очень редко. Административные расходы, такие как вознаграждение для специалистов, осуществляющих ликвидацию предприятия, должны быть оплачены до того, как имеющие обеспечение кредиторы получат свою компенсацию.

Чтобы осуществить эффективную ликвидацию предприятий, необходимо соблюдать очередность кредиторов. Кредиторам, имеющим обеспечение, нужно дать компенсацию согласно стоимости их защищенного требования. Болгарский закон о банкротстве от 1994 г. ясно обеспечивает это преимущество для имеющих обеспечение кредиторов. Вместе с тем польское законодательство о банкротстве не предоставляет преимуществ кредиторам, имеющим обеспечение.

Если следствием процедуры банкротства стала реорганизация, очередность кредиторов и отношения между акционерами полностью зависят от итогов плана реорганизации. Обычное заблуждение состоит в том, что вмешательство суда якобы всегда влечет за собой замедление и усложнение дела. Часто это действительно соответствует истине, поскольку для ликвидации предприятия через суд требуется время для того, чтобы дать взвешенную оценку требованиям конкурирующих сторон, а также потому, что стороны часто намеренно затягивают дело для того, чтобы воспрепятствовать действиям ликвидаторов.

Для стран с переходной экономикой ключевым вопросом становится выбор суда, занимающегося делами о банкротстве. Некоторые страны сделали выбор в пользу специализированных судов, которые занимаются делами о банкротстве и заменяют в этой сфере прежние арбитражные суды. Другие страны предпочли, чтобы банкротствами занимались независимые суды в рамках судебной системы по коммерческим вопросам. Например, Литва преобразовала старую систему арбитража в систему судов, занимаю-

щихся делами о банкротстве и другими проблемами, подпадающими под действие коммерческого законодательства[89].

По мнению экспертов ЕБРР, законодательство стран с переходной экономикой, посвященное процедуре банкротства, развито слабее, чем законодательство в других сферах коммерческого права. Особенно это касается эффективности применения этого законодательства. Слушания по делам о банкротстве часто оказываются затянутыми и безрезультатными. Вызывают определенные сомнения и квалификация назначаемых внешних управляющих, а также их полномочия. Несмотря на то что в последние годы во многих странах предпринимались серьезные шаги по усовершенствованию как законодательства, так и практики в сфере банкротств компаний, значимых улучшений не наблюдается.

Впрочем, по мнению ЕБРР, в Европе в 2001 г. имелось два исключения: Македония, где поправки в закон о банкротстве были внесены в июле 2000 г., и Словакия, где изменения в законодательство вносились в августе 2000 г. и в феврале 2001 г. В результате в обеих странах эффективность процедуры банкротства серьезно возросла. Так, например, в Словакии собственность банкрота теперь может быть продана помимо открытого аукциона, а кредиторы несостоятельного предприятия получили право одобрять назначение лица, проводящего процедуру банкротства. Кроме того, поправки обеспечили замену менеджмента компании и предотвратили вывод капитала с предприятия-должника без одобрения управляющего банкротством[90].

Словацкий закон о банкротстве был дополнен и в 2002 г. – с целью предоставить преимущественное право налоговым органам накладывать арест на движимое и недвижимое имущество должника. Наличие этого преимущества приводило к тому, что банки неохотно выдавали кредиты. Новые положения вступили в силу с января 2003 г.[91]

Кроме этих двух стран, ЕБРР выделяет также Болгарию, где в октябре 2000 г. были внесены изменения в законодательство о несостоятельности, способствующие ускорению слушаний дел о

[89] Transition Report 1999. Ten years of Transition. EBRD, 1999. P. 160–163.
[90] Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001. P. 36.
[91] Transition Report 2002. Agriculture and Rural Transition. EBRD, 2002. P. 38.

банкротстве, и где процедура банкротства была приведена в соответствие с Гражданским кодексом. Среди прочего, поправки усовершенствовали процесс подготовки списка требований, ограничили время, в течение которого кредиторы могут предъявить требования к должнику, а также срок, в течение которого эти требования могут быть сняты. Поправки стали следствием критики, в основном со стороны болгарских банков, на то, что дела о банкротстве рассматриваются слишком медленно и часто безрезультатно, в связи с чем банки несут крупные финансовые издержки[92].

В январе 2000 г. на Украине вступил в силу новый закон о банкротстве, который расширил категорию лиц, имеющих право начать дело о банкротстве, и установил минимальную сумму долга, которая может стать основанием для возбуждения дела. Закон также содержит положения, касающиеся доверительного управляющего (в законе – арбитражного управляющего), который должен иметь специальную подготовку в области права, экономики или другой близкой профессии[93].

Новые поправки в закон о банкротстве на Украине были внесены в марте 2002 г. Они касаются квалификации, прав и обязанностей управляющих, а также содержат процедуры, касающиеся моратория на удовлетворение требований кредиторов, управления собранием кредиторов и проведения реорганизации[94].

Поправки в чешский закон о банкротстве были внесены в первой половине 2000 г. – частично как результат давления со стороны ЕС. Всего с 1991 г. закон о банкротстве в Чехии подвергался правке более 10 раз. В итоге частые изменения создали впечатление, что закон неэффективен. Постоянной проблемой Чехии являются задержки в ходе слушаний дел о банкротстве. Некоторые наблюдатели также отмечали, что согласно чешскому законодательству менеджмент компании имеет возможность лишить должника его активов в течение продолжительного периода – между регистрацией заявления о банкротстве и официальным признанием су-

[92] Transition Report 2001. Energy in Transition. EBRD, 2001. P. 36.
[93] Transition Report 2000. Employment, skills and transition. EBRD, 2000. P. 37.
[94] Transition Report 2002. Agriculture and Rural Transition. EBRD, 2002. P. 38.

дом компании банкротом. Новые поправки сократили этот период до 10 дней[95].

В Польше существует два метода передела имущества несостоятельных предприятий. Первый – ликвидация. Это – административная процедура, которая применяется в отношении государственных предприятий (согласно ст. 19 Закона о государственных предприятиях). На конец сентября 2002 г. было начато 1786 таких дел, в том числе 894 завершено[96].

Процедура банкротства регулируется еще довоенным законом о банкротстве от 24 октября 1934 г. (несколько раз в закон вносились существенные поправки). Ежегодно в Польше возбуждается около 3000 дел о банкротстве. Однако их роль в переделе собственности могла бы быть более значимой, если бы права кредиторов защищались надлежащим образом. Очень часто компании объявляют о банкротстве слишком поздно, когда их активы уже выведены. Суды обычно неохотно принимают к производству дела о банкротстве, поскольку стоимость активов часто недостаточна даже для того, чтобы покрыть судебные издержки.

4.3. Тенденции становления института банкротства в России

К настоящему времени в России сформировались все основные элементы института несостоятельности[97]. Вместе с тем институт банкротства в России пока нельзя рассматривать как стабильный и эффективный механизм, направленный на оздоровление управления и финансов компаний. Существующий институт несостоятельности, несмотря на рост количества дел о признании должников банкротами, по масштабам своего применения носит «точечный» характер и не решает на макроуровне задачу вывода неэффективных предприятий с рынка и возврата долгов кредиторам.

В целом институт банкротства не обеспечивает предсказуемого распределения рисков для кредиторов. Более того, институт банкротства в России на протяжении 1990-х – начала 2000-х годов ис-

[95] Transition Report 2000. Employment, skills and transition. EBRD, 2000. P. 38.
[96] Kozarzewski P. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002.
[97] Раздел подготовлен при участии Ю.В. Симачева.

пользовался либо как способ перераспределения (захвата, удержания, приватизации) собственности, либо как высокоселективный способ политического и экономического давления на предприятия со стороны государства. Одновременно наблюдается существенное отставание в развитии инфраструктуры применения законодательства о банкротстве. В то же время, невзирая на все издержки применения института несостоятельности, нельзя разделить «катастрофический» тон высказываний именно о банкротстве как об источнике всех бед. В рамках, к примеру, корпоративного права нарушений и злоупотреблений в абсолютном выражении многократно больше. Почти нет сомнений в позитивном влиянии института банкротства уже сейчас в малом и среднем бизнесе. Основной объем критики в России связан с практикой банкротства крупных предприятий.

Справедливости ради следует отметить, что правовая история банкротства в современной России началась еще до обозначенного начала первого этапа[98]. Тем не менее на сегодняшний день можно выделить *3 основных этапа* в развитии института несостоятельности в России:

1) с конца 1992 г. по начало 1998 г. – период действия Закона Российской Федерации от 19 ноября 1992 г. № 3929-1 «О несостоятельности (банкротстве) предприятий» (далее – первый закон о банкротстве);

2) с начала 1998 г. по конец 2002 г. – период действия Федерального закона от 8 января 1998 г. № 6-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (далее – второй закон о банкротстве);

3) с конца 2002 г. по настоящее время – период действия Федерального закона от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ «О несостоятельности (банкротстве)» (далее – третий, или новый, закон о банкротстве).

Первый закон о банкротстве был принят в России примерно в то же время, что и в других странах с переходной экономикой. В

[98] Указ Президента РФ от 14 июня 1992 г. № 623 «О мерах по поддержке и оздоровлению несостоятельных государственных предприятий (банкротов) и применении к ним специальных процедур»; распоряжение Госкомимущества РФ от 5 ноября 1992 г. № 717-р «Об утверждении типового положения о проведении конкурса по продаже предприятия-банкрота и его имущества».

1995–1997 гг. число исков о банкротстве, поданных в арбитражные суды, заметно возросло, однако процедура банкротства не получила в России широкого распространения по сравнению с другими странами с переходной экономикой. В основу данного закона был положен *принцип неоплатности*, базирующийся на рассмотрении соотношения стоимости активов и стоимости пассивов, при этом если сумма кредиторской задолженности превышала стоимость имущества предприятия, то оно являлось неплатежеспособным на балансовой основе.

На данном этапе наиболее существенными внешними факторами, определяющими интересы сторон в сфере несостоятельности, были следующие:

- в качестве условия для объявления предприятия банкротом устанавливалось превышение суммы его долга над стоимостью имущества, что определяло значительные трудности в инициировании процедур банкротства;
- в государственной или смешанной собственности сохранялось значительное число крупных привлекательных предприятий;
- для экономики был характерен высокий уровень бартеризации расчетов, острой являлась проблема неплатежей, в том числе государству по налогам и обязательным платежам.

Первый закон о банкротстве, как правило, характеризуется как весьма несовершенный. Подавляющее большинство авторов сходится на том, что этот закон был излишне лоялен по отношению к должникам. В нем под несостоятельностью (банкротством) понималась неспособность должника удовлетворить требования кредитора по оплате товаров (работ, услуг), включая неспособность обеспечить обязательные платежи в бюджет и внебюджетные фонды, в связи с превышением обязательств должника над его имуществом или неудовлетворительной структурой баланса должника. Практика применения этого закона показала, что права кредиторов существенно ограничивались в силу трудностей оценки реальной стоимости имущества арбитражным судом и соответственно затягивания решений о признании должника несостоятельным. Действовавшие в этот период легальные понятия и признаки банкротства защищали недобросовестных должников и тем самым

разрушали принципы имущественного оборота (*Витрянский, 1998*).

В числе причин недостаточно активного применения первого закона назывались также отсутствие систематической практики применения процедур банкротства со стороны государства как налогового кредитора и его ориентация на использование таких инструментов, как наложение штрафов за просрочку. Обычным кредиторам было бессмысленно инициировать процедуру банкротства, так как все ликвидные активы при этом шли в погашение задолженности государству как привилегированному кредитору.

Существенные недостатки первого закона о банкротстве стали причиной того, что данный закон не оказал сколько-нибудь значимого воздействия на российскую экономику (*Сонин, Журавская, 2000*). В итоге в этот период банкротство не стало ни серьезной угрозой для неэффективных руководителей большинства российских предприятий, ни способом обеспечения прав внешних кредиторов.

В качестве основной причины принятия второго закона о банкротстве чаще всего называется недостаток эффективности ранее действовавшего закона, ставший следствием его чрезмерной лояльности к должникам, а главного новшества – кардинальное изменение подхода к определению критериев несостоятельности (банкротства) должников – юридических лиц, существенно усиливающее позиции кредиторов. В основу второго закона был положен *принцип неплатежеспособности*: рассматривалась неспособность предприятия выполнять свои обязательства по мере наступления сроков погашения, в этом случае предприятие считалось неплатежеспособным на кассовой основе. Это обеспечило существенное снижение барьеров для инициирования процедур банкротства.

В результате масштабы применения в экономике процедур несостоятельности стали динамично расти (*табл. 4.1*). Рост количества случаев банкротства рассматривался, в частности, как следствие ужесточения бюджетных ограничений для российских предприятий в связи со вступлением в действие второго закона. Другими словами, резкое увеличение количества банкротств было связано с тем, что большинство российских фирм накопило значи-

тельную задолженность перед федеральным и региональными бюджетами, а также перед частными кредиторами до 1998 г. вследствие отсутствия эффективных постановлений об осуществлении банкротства.

Таблица 4.1

Динамика дел о банкротстве в России, 1998–2004 гг.

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
Общее количество заявлений о признании должника банкротом	12781	15583	24874	55934	106647	14277	14090
Общее количество заявлений о признании должника банкротом – без заявлений, поданных в отношении отсутствующего должника	11604	12367	15523	21170	25396	12148	–
Общее количество дел о банкротстве, принятых к производству	10000	11000	19000	48000	94531	9695	10093
В том числе с введением наблюдения	4893	5940	7959	8548	10739	5351	–

Источник: ВАС РФ, ФСФО.

В то же время опыт применения второго закона продемонстрировал легкость инициирования процедур банкротства в отношении крупных предприятий при небольшом уровне задолженности последних по отношению к масштабам бизнеса. Согласно второму закону, кредитор мог обратиться в арбитражный суд с заявлением о банкротстве должника, когда последний не исполняет свои обязательства в течение 3 месяцев, а сумма задолженности превышает 500 МРОТ. В итоге оказалось, что принцип неплатежеспособности в заметно большей степени служит решению задачи обеспечения платежной дисциплины, создает равные возможности для кредиторов по инициированию процедуры банкротства, в принципе, не требует наличия специальной высокопрофессиональной подготовки для принятия решения в суде по существу иска, однако не

учитывает масштабы бизнеса и возможные кассовые разрывы, не свидетельствующие о неэффективности предприятия.

Второй этап развития института несостоятельности, особенно после финансового кризиса 1998 г., характеризуется существенным изменением состава основных факторов, влияющих на реализацию процедур банкротства:

- резко снизился «порог» для начала процедур банкротства;
- интенсифицировались процессы промышленной интеграции, при этом активизировалась законотворческая деятельность по защите интересов миноритарных акционеров;
- кризис фондового рынка конца 1990-х годов обусловил поиск альтернативных низкозатратных инструментов перехвата корпоративного контроля;
- на значительном числе предприятий начался рост производства, но сохранился высокий уровень задолженности предприятий по налоговым платежам[99];
- государство лишено права голоса при принятии важнейших решений на собраниях кредиторов;
- обострились проблемы подготовки арбитражных управляющих, их аффилированности с отдельными кредиторами.

Если институт банкротства в период действия первого закона имел скорее имитационный характер, то второй закон еще более исказил ситуацию, превратив институт банкротства из способа обеспечения финансовой дисциплины в инструмент перераспределения собственности и вывода активов (*Радыгин, Симачев, 2003*). Наблюдалась парадоксальная ситуация: те предприятия, которые имели достаточный запас прочности, вовлекались в процедуры банкротства (так как существовала благоприятная возможность для захвата контроля над ними со стороны конкурентов), а безнадежные предприятия избегали этой процедуры (так как не находилось желающих захватить эти предприятия, а шансы получить долги в ходе процедуры банкротства были невелики).

Фактически возбуждение процедуры банкротства в 1998–2002 гг. стало низкозатратной (при наличии потенциального сго-

[99] Бюджетные ограничения стали системно ужесточаться только во второй половине 2001 г. в связи с предпринятой кампанией по реструктуризации задолженности предприятий по обязательным платежам.

вора арбитражного управляющего с кредиторами, арбитражными судьями и чиновниками ФСФО[100]) альтернативой враждебному поглощению посредством скупки акций на вторичном рынке. В этой связи интересно предположение о том, что существует прямая связь между вступлением в силу в 1998 г. Закона «О несостоятельности (банкротстве)» и низким уровнем сопротивления российского фондового рынка в 1998–2000 гг. (*Волков, Привалов, 2001, с. 28–29*). Существенно при этом, что Закон «Об акционерных обществах» содержит многочисленные легальные возможности для эффективного отражения корпоративного агрессора в рамках корпоративного права, тогда как действовавшая в 1998–2002 гг. процедура банкротства при должной организации была для агрессора почти беспроигрышной.

По результатам анализа 100 дел о банкротстве, проведенного ФСФО, примерно на 1/3 предприятий кредиторы были заинтересованы не в возврате своих средств, а в смене собственника. В 2000 г. ФСФО и ее территориальными органами было осуществлено 388 экспертиз на наличие признаков преднамеренного и фиктивного банкротства, и в 156 случаях такие признаки были выявлены. Это непосредственно касалось и ситуации с налоговыми платежами. По оценкам ФСФО, каждое пятое банкротство имело признаки преступных преднамеренных действий (в частности, банкротство для списания долгов). В то же время, по данным 2002 г., из 2000 дел, возбужденных по факту преднамеренного банкротства, только 5 были завершены вынесением обвинительного заключения.

Необходимо признать, что и государство, в свою очередь, иногда использует угрозу банкротства как инструмент давления на предприятие с тем, чтобы принудить его погасить долги по налогам или в иных, в том числе внеэкономических, целях. В целом же институт банкротства в начале 2000-х годов был востребован государством. Государство в лице налоговых органов решало задачу

[100] С сентября 1993 г. в России действовало Федеральное управление по делам о несостоятельности (банкротстве) (ФУДН) при Госкомимуществе РФ, в марте 1997 г. была создана Федеральная служба России по делам о несостоятельности и финансовому оздоровлению (ФСДН), в июне 1999 г. преобразованная в Федеральную службу России по финансовому оздоровлению и банкротству (ФСФО). С марта 2004 г. функции ФСФО распределены среди нескольких государственных органов.

«расчистки поля» от брошенных предприятий, а посредством ФСФО – задачу устрашения должников по платежам в бюджеты и по иным обязательным платежам. В 2002 г. более 90% заявлений о признании должника банкротом было подано государственными органами. Налоговые органы, вероятно, поспешили воспользоваться сохранявшимися в 2002 г. возможностями использования процедур банкротства по ликвидации «пустых» предприятий.

Роль ФСФО в инициировании процедур банкротства оставалась весьма существенной. Если исключить из рассмотрения заявления от налоговых органов, то доля заявлений ФСФО в их общем количестве в отношении «содержательных» должников составила в 2002 г., по нашим оценкам, около 30%.

Со стороны негосударственных структур институт несостоятельности оказался востребованным в большей степени как инструмент перераспределения собственности, реорганизации предприятий и перехвата управления. Первое и второе обусловлены динамично идущими интеграционными процессами, необходимостью проведения организационной реструктуризации предприятий и меньшими издержками (по сравнению с другими способами) применения процедур банкротства для решения этих задач. Третье больше связано с существующими возможностями фальсификаций и махинаций в рамках процедур управления. Произошедшие значительные сдвиги в усилении защиты прав миноритарных акционеров дополнительно стимулировали спрос на банкротства как эффективный инструмент решения различных корпоративных проблем: от обеспечения защиты менеджеров от собственников до осуществления враждебного поглощения.

В целом, хотя российский Закон «О несостоятельности (банкротстве)», действовавший в 1998–2002 гг., был формально вполне прогрессивен с точки зрения мировой практики и предполагал определенный баланс интересов должников и кредиторов, использование его норм на практике стало одним из наиболее одиозных проявлений дискриминации прав отдельных участников процесса (в зависимости от конкретной ситуации, собственников предприятия и различных кредиторов, включая государство). Основная содержательная критика российского института несостоятельности в последние годы была связана с практикой банкротства крупных,

экономически и социально значимых предприятий, с расширением масштабов использования процедур банкротства в недобросовестных целях, нарушением интересов государства как кредитора и собственника.

Со всей очевидностью необходимо было, с одной стороны, обеспечить защиту прав кредиторов в процессе банкротства предприятия, а с другой – оградить предприятие-должника от упрощенных схем недобросовестного перехвата контроля над ним (над частью его активов) посредством процедур банкротства. В течение всего периода действия второго закона о несостоятельности предпринимались попытки скорректировать его положения (*Радыгин, 2002, с. 26–28*). Значительная часть предложений по реформированию законодательства стала следствием не столько несовершенства действующего регулирования, сколько недостаточно развитой инфраструктуры его применения (зависимость арбитражных судов от местных органов власти, уровень квалификации судей и др.).

Во второй половине 2001 г. сложились предпосылки для коренной реформы института (законодательства) несостоятельности. На правительственном уровне в качестве наиболее актуальных были зафиксированы следующие проблемы в сфере несостоятельности (банкротства):

- нарушение прав должника и учредителей должника (возбуждение процедуры банкротства по фиктивным документам, по незначительной сумме задолженности без предоставления возможности должнику расплатиться по таким суммам, отсутствие возможности для учредителей должника провести оздоровление под контролем кредиторов при уже возбужденном деле о банкротстве);
- нарушение прав государства как кредитора по налоговым платежам;
- вывод активов должника в интересах определенного круга кредиторов в процедурах внешнего управления и конкурсного производства;
- недостаточная защищенность прав обеспеченных кредиторов;

– широкое распространение практики использования преднамеренных банкротств как инструмента нецивилизованного захвата собственности;
– непрозрачность, недостаточная урегулированность процедур банкротства, позволяющая арбитражным управляющим и иным участникам процесса о банкротстве злоупотреблять их недостатками;
– отсутствие эффективных механизмов ответственности недобросовестных и неэффективных арбитражных управляющих;
– уточнение статуса саморегулируемых организаций (СРО) арбитражных управляющих, условий членства, гарантийных фондов;
– проблема конфликта интересов уполномоченных государственных органов, правомерность и последствия предлагаемых расширенных полномочий;
– рассмотрение вопроса о полном отстранении арбитражного суда (который не несет ответственности) от каких-либо решений о выборе и квалификации арбитражного управляющего и решений (одобрения решений) в отношении активов предприятия;
– рассмотрение вопроса об исключении процедур «внешнего управления» и «финансового оздоровления» в принципе;
– наличие неоправданных особенностей банкротства всех предприятий топливно-энергетического комплекса при отсутствии законодательно закрепленных особенностей банкротства;
– отсутствие разумных особых механизмов банкротства предприятий оборонно-промышленного комплекса и естественных монополий.

Вместе с тем представления о возможных способах решения вышеперечисленных проблем оказались во многих случаях прямо противоположными. Говорить о сколько-нибудь единой позиции государственных органов по трансформации регулирования несостоятельности не приходилось.

Острота дискуссии вокруг нового закона о банкротстве была связана прежде всего с недостатками существовавшего закона

(как и любого иного) в общем институциональном контексте проблем коррупции, передела собственности, произвола и некомпетентности со стороны различных государственных структур. В итоге новый – третий – Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» содержит следующие принципиальные новации:

1. Снижение риска злоупотребления правом со стороны кредиторов. Возбуждение процедуры банкротства по заявлению кредитора возможно только после предъявления им исполнительного листа, который доказывает, что кредитором предпринималась попытка получения долга в рамках процедуры исполнительного производства и все попытки судебного пристава в течение 30 дней с момента вынесения судом решения о взыскании задолженности оказались бесполезными, и только процедура банкротства должника является последним средством кредитора возвратить свои деньги.

2. Предоставление равных прав государству и конкурсным кредиторам, консолидация требований государства. Закон уравнял государство в правах с остальными конкурсными кредиторами. Через свой уполномоченный орган государство получило право голосовать на всех собраниях кредиторов и участвовать в заседаниях комитета кредиторов, при этом требования государства переведены в одну очередь с требованиями конкурсных кредиторов.

3. Расширение механизмов защиты прав добросовестных собственников. В процедуру банкротства в качестве участника процесса введены собственники предприятия-должника. Закон устанавливает право представителя собственников должника опротестовывать в суде требования кредиторов, а также право должника, его собственников и любых третьих лиц на любой стадии с согласия арбитражного управляющего прекратить процедуру банкротства, расплатившись по долгам предприятия.

4. Определена новая реорганизационная процедура – финансовое оздоровление. Эта процедура должна позволить при определенных условиях сохранить учредителям (участникам) должника контроль за судьбой предприятия даже в условиях возбужденного дела о банкротстве. Расширены механизмы сохранения бизнеса должника, в частности предусмотрен возврат из конкурсного производства во внешнее управление при наличии реальной возмож-

ности восстановления платежеспособности, проведение дополнительной эмиссии акций в ходе внешнего управления при условии согласия собственника должника.

5. Защита добросовестных участников процедур банкротства от недобросовестных действий иных лиц. Предусмотрены следующие нововведения: установлена невозможность возбуждения в отношении должника нового дела о банкротстве в течение 3 месяцев после заключения мирового соглашения, определена возможность обжалования определений, вынесенных в процедурах банкротства по результатам рассмотрения разногласий между лицами, участвующими в деле, усовершенствована процедура продажи имущества должника, предусмотрена обязательность проведения публичных торгов по продаже имущества должника, в случае если балансовая стоимость имущества, подтвержденная независимым оценщиком, превышает определенный пороговый уровень.

6. Повышение эффективности контроля за деятельностью арбитражных управляющих. Одной из основных задач является создание эффективного надзора за деятельностью арбитражных управляющих в связи с отказом от ее лицензирования. Кардинально изменена вся система ответственности и надзора за этой деятельностью. Функции надзора за деятельностью арбитражных управляющих переданы от государства в лице ФСФО к некоммерческим саморегулируемым организациям. Закон наделяет СРО правом применять в отношении своих членов меры дисциплинарной ответственности вплоть до исключения из числа членов СРО, а также заявлять в арбитражный суд ходатайства об отстранении своих членов от участия в процедурах банкротства в качестве арбитражных управляющих. Введен имущественный ценз для арбитражных управляющих – денежная сумма, которую каждый арбитражный управляющий при вступлении в СРО обязан внести в качестве единовременного взноса в компенсационный фонд этой организации. Законом вводится обязательность страхования гражданской ответственности арбитражных управляющих страховыми организациями, аккредитованными СРО.

7. Установление особенностей банкротства для отдельных категорий должников в едином законе. Законом предусмотрены некоторые особенности банкротства для организаций оборонной про-

мышленности и субъектов естественных монополий. Закон, отменив действующий (в отношении субъектов естественных монополий) критерий неоплатности, не устанавливает специального критерия несостоятельности для организаций военно-промышленного комплекса, субъектов естественных монополий и иных организаций, имеющих важное социально-экономическое и стратегическое значение. Таким образом, в отношении последних будет применяться единый для всех остальных категорий должников критерий несостоятельности, основанный на принципе неплатежеспособности. Особенность заключается во внешних признаках неплатежеспособности: для возбуждения дела о банкротстве указанных организаций достаточно иметь сумму задолженности в 500 тыс. руб., выплата которой просрочена на 6 месяцев. Кроме того, в отношении стратегических предприятий предусмотрено право государства приостанавливать реализацию имущества на определенный срок с целью выработки предложений по восстановлению платежеспособности организации, в том числе по переходу в процедуру финансового оздоровления.

8. Ограничения слишком широкого использования процедур банкротства для ликвидации отсутствующих должников. Законом установлено, что процедуры банкротства применяются в отношении отсутствующих должников только при наличии средств в бюджете соответствующего уровня.

В 2004 г. принципиально изменилась «расстановка сил» между органами власти в сфере регулирования и практического осуществления процедур банкротства[101]. Соответственно, актуальной стала также проблема дальнейшего разделения (координации) функций различных ведомств в сфере несостоятельности. Наиболее заметными при этом стали две тенденции 2004–2005 гг.: во-первых, к

[101] Указ Президента РФ от 9 марта 2004 г. № 314 «О системе и структуре федеральных органов исполнительной власти», в частности, предусматривал упразднение ФСФО и Минимущества России, образование Федерального агентства по управлению федеральным имуществом (Росимущество) и передачу ему части функций ФСФО, передачу Минэкономразвития России функции по принятию нормативных правовых актов в установленной сфере деятельности ФСФО, преобразование Министерства Российской Федерации по налогам и сборам (МНС) в Федеральную налоговую службу (ФНС), передачу ФНС функций ФСФО по представлению интересов Российской Федерации перед кредиторами в процедурах банкротства.

сокращению числа «полюсов» регулирования в данной сфере после их «распыления» при ликвидации ФСФО[102], во-вторых, к усилению полномочий ФНС.

Принятие нового закона о банкротстве, определившего весьма существенную модификацию института несостоятельности, обусловило и необходимость пересмотра подзаконной нормативной базы в данной сфере. В 2002–2005 гг. различными органами государственной власти было издано свыше 20 разного рода подзаконных актов в сфере банкротства, однако «настройка» новых законодательных механизмов продолжается. При этом после принятия нового закона о банкротстве требуется время для формирования соответствующей инфраструктуры и ее адаптации к новым законодательным нормам. Очевидно также, что такая «настройка» требует учета особенностей реального спроса на институциональные новации, адекватного сложившимся экономическим реалиям (см.: (*Голикова и др., 2003*); (*Симачев, 2003*)). Тем не менее практика 2003–2005 гг. уже свидетельствует о заметных изменениях в динамике соответствующих дел, появлении ряда новых значимых тенденций в сфере банкротства, переоценке определенных проблем предшествующего периода.

По результатам применения процедур банкротства после принятия нового закона можно сделать некоторые предварительные замечания о проблемах применения нового закона о несостоятельности. Конечно, в силу отсутствия сложившейся судебной практики применения положений третьего закона о несостоятельности можно считать, что его потенциал еще далеко не реализован. Однако уже сейчас можно судить как о наиболее явных про-

[102] В определенном смысле эту ситуацию можно интерпретировать в терминах теоремы о минимальном производстве энтропии И. Пригожина (1945 г.), в соответствии с которой любая система всегда стремится к «стационарному состоянию, соответствующему минимальному производству энтропии, компенсирующему воздействие внешних связей, производящих отрицательную энтропию» (подробнее см., напр.: (*Алексеев, 2000*)). Иными словами, каждая система (в данном случае – система регулирования института банкротства) по принципу экономии внутренних ресурсов стремится к равновесному состоянию с максимальным уровнем дезорганизации, допустимыми внешними разрушающими воздействиями, которым система вынуждена противостоять.

счетах в оценке ситуации в сфере применения процедур несостоятельности, так и об определенных изъянах в нормах нового закона.

В 2003 г. произошло резкое сокращение масштабов применения процедур несостоятельности: количество заявлений о признании должников банкротами снизилось в 7,5 раза – со 106 647 в 2002 г. до 14 277 в 2003 г. Еще более значимым было снижение количества принятых к производству заявлений: в 9,8 раза – с 94 531 в 2002 г. до 9695 в 2003 г. Примерно на 85% столь кардинальное сокращение числа подаваемых заявлений было обусловлено тем, что налоговые органы практически перестали подавать заявления о банкротстве отсутствующих должников. В 2003 г. поступило только 2129 заявлений в отношении отсутствующих должников против 81 251 в 2002 г. Здесь ярко проявилось действие норм третьего закона о банкротстве, устанавливающих, что процедуры банкротства применяются в отношении отсутствующих должников только при наличии соответствующих средств в бюджете, однако, как и следовало предположить, в бюджете на 2003 г. такие средства не были предусмотрены.

В целом данный результат можно оценить как позитивный, обеспечивающий снятие нерациональной нагрузки на систему арбитражных судов. Тем не менее сама по себе проблема отсутствующих должников пока не нашла внебанкротного законодательного решения. Соответственно, руководство ВАС РФ оценивает ближайшие перспективы весьма пессимистично, предполагая, что в скором времени могут быть возобновлены действия по ликвидации примерно 1,5 млн фактически отсутствующих предприятий и организаций путем применения упрощенных процедур банкротства (*Яковлев, 2004*).

На фоне масштабного сокращения числа заявлений в отношении отсутствующих должников не столь существенным выглядит снижение количества заявлений в отношении «содержательных» должников, однако реально число таких заявлений сократилось примерно вдвое. Количество принятых к производству дел с введением наблюдения в 2003 г. составило 5351 против 10 739 в 2002 г. Это, по всей видимости, стало следствием ужесточения условий подачи заявлений о несостоятельности. Тем не менее данный эффект будет, скорее всего, весьма краткосрочным – ве-

роятно, многие кредиторы еще не успели «провести» своих должников через исполнительное производство.

На первый взгляд более резкое сокращение числа принятых к производству заявлений по сравнению с сокращением количества поданных заявлений о признании должника банкротом может быть интерпретировано как более высокая «взыскательность» судов к подаваемым заявлениям. Однако наблюдавшийся в 1999–2002 гг. рост уровня принятия к производству заявлений был связан с увеличением удельного веса числа заявлений в отношении отсутствующих должников, поэтому в 2003 г. при резком сокращении активности по инициированию дел по упрощенным процедурам возросла доля заявлений, по которым отказано в принятии. В целом «исключительность» применения процедур банкротства существенно усилилась. Внешне (по числу поданных заявлений, по доле в них исков в отношении отсутствующих должников) применение процедур несостоятельности в 2003 г. напоминает по масштабам ситуацию, имевшую место в 1998–1999 гг.

Закон о несостоятельности продолжает довольно успешно «конкурировать» с законом о приватизации в ликвидации унитарных предприятий. Хотя количество принятых к производству дел в отношении «содержательных» должников в 2003 г. по сравнению с 2002 г. сократилось вдвое, количество ГУПов, в отношении которых было принято решение об открытии конкурсного производства, снизилось не столь существенно – с 643 в 2002 г. до 511 в 2003 г.

Практика применения третьего закона о несостоятельности в 2003 г. не позволяет говорить о наличии сколько-нибудь позитивных сдвигов в решении санационных и реабилитационных задач в ходе процедур банкротства. Примерно в 70% случаев процедуры наблюдения завершались открытием конкурсного производства. Сохранилась тенденция к снижению и числа, и доли решений о введении внешнего управления (547 в 2003 г. против 931 в 2002 г.). Значительно сократилось количество утвержденных мировых соглашений: со 145 в 2002 г. до 54 в 2003 г. В то же время заметно увеличились доля отказов в признании должника банкротом и доля решений о прекращении производства по делу, что свидетельствует о повышении роли арбитражных судов в защите интересов

потенциально платежеспособных предприятий. Только благодаря этим факторам в целом конкурсная направленность процедур наблюдения несколько ограничилась.

Процедуры внешнего управления в еще меньшей степени оказались пригодными как для заключения мировых соглашений, так и для восстановления платежеспособности предприятий. Более 90% процедур внешнего управления в 2003 г. завершились принятием решения об открытии конкурсного производства. Сохранилась тенденция к сокращению числа заключенных мировых соглашений (53 в 2003 г. против 121 в 2002 г.), а восстановления платежеспособности предприятий удалось добиться, как и прежде, в единичных случаях (в рамках только 28 дел). В целом с учетом всех «стадий» процедуры несостоятельности в 2003 г. завершились «реабилитацией» бизнеса должника примерно в 230 случаях: 170 дел были прекращены в связи с заключением мирового соглашения и 56 дел – в связи с восстановлением платежеспособности и погашением требований кредиторов.

Таким образом, несмотря на расширение механизмов сохранения бизнеса должника (третьим законом о банкротстве предусмотрены, в частности, возможность возврата из конкурсного производства во внешнее управление при наличии реальной возможности восстановления платежеспособности и проведение дополнительной эмиссии акций в ходе внешнего управления при условии согласия собственника должника), о позитивных сдвигах говорить сложно. Практика применения процедур несостоятельности в 2003 г. свидетельствует о сохранении и даже об усилении направленности процедур несостоятельности на конкурсное производство.

При разработке норм третьего закона о банкротстве явно были переоценены мотивации собственников к санации и развитию бизнеса должников. Предполагалось, что значительная часть банкротств не завершается «мирно» только из-за того, что собственник не имеет возможности погасить задолженность предприятия, осуществить его оздоровление. Нормами данного закона в качестве участников процесса были введены собственники предприятия-должника. Помимо этого, закон определил право должника, его собственников и любых третьих лиц на любой стадии с согласия

арбитражного управляющего прекратить процедуру банкротства, расплатившись по долгам предприятия. Законом определена новая реорганизационная процедура – финансовое оздоровление, которая, по замыслу, должна была позволить при определенных условиях сохранить учредителям (участникам) должника контроль за судьбой предприятия даже в условиях возбужденного дела о банкротстве. Однако все эти новации, судя по всему, оказались маловостребованными. Процедура финансового оздоровления вводилась лишь в 10 случаях. Процедуры внешнего управления лишь в 28 случаях завершились удовлетворением требований кредиторов. Только в 19 случаях был осуществлен переход от процедур конкурсного производства к внешнему управлению.

По нашему мнению, практика применения третьего закона о несостоятельности (банкротстве) в 2003 г. свидетельствует об ошибочности активно обсуждавшегося в 2001–2002 гг. тезиса о том, что в рамках процедур банкротства происходит массовое нарушение прав должников, их собственников, которым «мешают» оздоровить предприятие и расплатиться по его долгам.

В 2003 г. произошел резкий рост числа заявлений и жалоб в рамках дел о несостоятельности, возрос и уровень «спорности» дел о несостоятельности, причем это следствие не только «новизны» закона о банкротстве. Нормами третьего закона существенно расширены возможности для подачи протестов в ходе рассмотрения дел о банкротстве – например, введено право представителя собственников должника опротестовывать в суде требования кредиторов, установлена возможность обжалования определений, вынесенных в процедурах банкротства по результатам рассмотрения разногласий между лицами, участвующими в деле. В то же время необходимо отметить, что из общего числа поданных в 2003 г. заявлений и жалоб в рамках дел о банкротстве более 60% связано с установлением размера требований кредиторов. Таким образом, несмотря на декларировавшиеся намерения, третий закон о банкротстве сохранил весьма широкое поле для различных трактовок принципов определения требований кредиторов.

Отмеченные тенденции были характерны и для 2004 г. По данным Минэкономразвития РФ, количество дел о банкротстве, находившихся на рассмотрении в российских арбитражных судах, по

сравнению с 2002 г. сократилось в 2 раза (до 48 833). Также существенно снизилось количество дел такой категории, как заявления о банкротстве отсутствующего должника. Как отмечалось, резкое снижение (в том числе и в 2004 г.) количества подаваемых заявлений о признании должников банкротами связано в значительной степени с «замораживанием» активности государства в инициировании банкротства в 2004 г. – из-за административной реформы и необходимости выделения (не производившегося в 2003–2004 гг.) средств бюджета на оплату издержек по осуществлению процедуры банкротства (по новому закону). В 2004 г. государство практически не инициировало процедуру банкротства. Вместе с тем около 50–60% консолидированной задолженности предприятий, находящихся в процедуре банкротства, приходится на государство. Изменение данной ситуации (в том числе после урегулирования административных, правовых и финансовых вопросов) приведет к резкому росту числа банкротств.

В частности, это означает также, что в обозримом будущем основным «заказчиком» банкротства станет государство, и вопросы критериев инициирования таких дел уже сегодня приобретают исключительную остроту. Осенью 2004 г., к примеру, весьма острый характер приобрела дискуссия о намерениях ФНС инициировать банкротство 170 «стратегических» предприятий, имеющих отношение к оборонно-промышленному комплексу и технологиям двойного назначения. При этом в процессе передачи полномочий в сфере банкротства от ФСФО к ФНС последняя не приняла на себя функции по подготовке заключения о наличии или об отсутствии признаков преднамеренного банкротства.

Вопросы фиктивных и преднамеренных банкротств оставались актуальными в 2003–2004 гг. По данным ФСФО, в 2002 г. выявлено 457 фактов преднамеренного и фиктивного банкротства, в 2003 г. – 417. При этом в 2002–2004 гг. было возбуждено около 300 уголовных дел по данным признакам, однако только 20 были доведены до суда, в том числе 12 завершились обвинительным приговором. В связи с усложнением процедуры возбуждения дел о банкротстве и ограничением самостоятельности арбитражных управляющих с 2003 г. число «заказных» банкротств (по оценке ФСФО) в 2003–

2004 гг. заметно уменьшилось[103], однако вступили в действие корпоративные процедуры (вывод имущества осуществляется до банкротства). Весьма актуальной данная проблема является и для государственных унитарных предприятий, особенно для той их части, которая вносится в ежегодные планы приватизации. По некоторым оценкам, до 10% таких ГУПов (предполагаемых к приватизации) в течение года становятся банкротами, а 70–80% активов выводится до банкротства (*Первый год..., 2004*).

В итоге, как показывает практика, с началом применения норм нового закона о банкротстве роль данного института в сфере захвата активов заметно снизилась. Тем не менее это означает лишь перенос соответствующей «нагрузки» на традиционный рынок корпоративного контроля (враждебные поглощения через покупку акций или иные действия, связанные с акциями компании) и в сферу исполнительного производства. По нормам нового закона кредитор может подать заявление о банкротстве должника только в том случае, если судебные приставы не смогли взыскать долг. Складывается ситуация, когда все имущество предприятия можно купить через приставов, не инициируя процедуру банкротства (*Вышегородцев, 2005, с. 59*).

Проблема защиты прав как должника, так и кредиторов при осуществлении процедур банкротства имеет принципиальное значение для стимулирования инвестиционной активности российских предприятий. Эта проблема должна решаться комплексно в рамках способов обязательственно-правовой защиты (косвенная защита прав собственности), корпоративного права, процедур банкротства, налогового регулирования, исполнительного производства. Необходимо тем не менее заметить, что не бывает совершенных законов, которые закрывают проблему единомоментно. Специалисты в области права отмечают, что регулирование несостоятельности является наиболее динамично развивающейся областью права в развитых зарубежных странах, при этом экономика государства диктует постоянное обновление соответствую-

[103] По данным ФСФО за 2001 г., к примеру, после «отсева» дел отсутствующих должников оставалось около 21 000 «содержательных», в том числе треть из них носила «заказной» характер (*Интервью Т. Трефиловой*).

щих норм. Аналогичный подход является тем более объективно неизбежным для переходной экономики России.

Спустя приблизительно год после принятия нового закона о банкротстве была начата работа по его совершенствованию и, что не менее важно, по приведению в соответствие с ним положений других законодательных актов. Так, в 2003–2004 гг. правительством РФ были в целом одобрены представленные Минэкономразвития России и Минюстом России следующие направления модификации законодательства о банкротстве:

- совершенствование уголовного, административного законодательства и законодательства о банкротстве в части ответственности за правонарушения и преступления при банкротстве;
- определение порядка и условий участия уполномоченного органа в процедурах финансового оздоровления и мирового соглашения в делах о банкротстве;
- модификация закона о банкротстве в части уточнения понятия текущих платежей, требований к арбитражному управляющему, последствий освобождения или отстранения арбитражного управляющего, статуса компенсационных фондов и обществ взаимного страхования, порядка продажи имущества в процедурах финансового оздоровления и внешнего управления, развития саморегулирования;
- создание правовых оснований для проведения процедур банкротства, финансового оздоровления и мирового соглашения;
- обеспечение возможности заключения мирового соглашения в деле о банкротстве, в котором основным кредитором является Российская Федерация;
- расширение круга юридических лиц, в отношении которых допускается применение процедур банкротства;
- приведение в соответствие с действующим законодательством о банкротстве вопросов очередности удовлетворения требований кредиторов;
- охрана собственности от преступных посягательств и правонарушений;

– предупреждение преступлений и правонарушений путем увеличения эффективности положений Уголовного кодекса РФ и Кодекса РФ об административных правонарушениях, устанавливающих ответственность за правонарушения в процедурах банкротства и при предвидении банкротства.

Эти же направления нашли отражение в Программе социально-экономического развития РФ на среднесрочную перспективу (2006–2008 гг.).

В 2005–2006 гг. рассматривались законопроекты, направленные на совершенствование законодательства о банкротстве и вносящие изменения в Закон «О несостоятельности (банкротстве)», Уголовный кодекс РФ, Кодекс об административных правонарушениях РФ, Налоговый и Бюджетный кодексы РФ, в том числе такие новации, как:

– уточнение статей Уголовного кодекса РФ о преднамеренных (умышленное создание неплатежеспособности руководителем или собственником предприятия в личных интересах) и фиктивных банкротствах и о неправомерных действиях при банкротстве (например, утаивание информации об имущественных обязательствах должника);
– ужесточение уголовной ответственности руководителей (срок лишения свободы за преднамеренное банкротство увеличен с 3 до 6 лет);
– введение ответственности за препятствование деятельности арбитражных управляющих;
– внесение в Налоговый кодекс РФ нормы, разрешающей ФНС при заключении мирового соглашения предоставлять должнику отсрочку или рассрочку по налоговой задолженности на срок до 1 года (в настоящее время государство не вправе предоставлять такие отсрочки, что сводит на нет возможность начать процедуру финансового оздоровления);
– установление ответственности СРО арбитражных управляющих, в том числе материальной, за добросовестность управляющих и правильность процесса банкротства;
– привлечение менеджеров должника к субсидиарной имущественной ответственности и возложение бремени доказывания своей невиновности на самих менеджеров – например, в

том случае, если вывод активов с предприятия-банкрота осуществлялся по распоряжению собственников.

Среди других проблем, требующих решения, следует указать оспаривание сделок в делах о банкротстве, выявление взаимозависимых лиц в процедурах банкротства, банкротство сельхозорганизаций, брокерских компаний, страховых фирм и негосударственных пенсионных фондов и др.

Отдельной проблемой является банкротство так называемых стратегических предприятий. Хотя официальные перечни стратегических предприятий из года в год интенсивно меняются, их общее число традиционно остается высоким и вряд ли адекватно реальным потребностям. По оценке Минэкономразвития РФ, некоторые из этих предприятий представляют собой «фантомы», отсутствующие даже в реестре юридических лиц, а доля государства в ряде таких предприятий составляет 4%. Основной задачей в этой связи является сокращение количества предприятий, относящихся к данному списку. Тем не менее уточнение списков стратегических предприятий и детализация процедур их банкротства традиционно откладываются, хотя отсутствие внятных процедур со всей очевидностью не позволяет применять к этой группе предприятий меры, предусмотренные законодательством о банкротстве.

Предусмотренные изменения, на наш взгляд, охватывают весьма широкий спектр недостатков и пробелов закона о банкротстве и в случае их принятия позволят существенно повысить качество нового закона. Тем не менее возможности для дальнейшей модификации остаются весьма значительными.

Во-первых, в правовом поле третьего закона весьма высокими остаются риск расширения коррупции за счет «торговли» голосами государства при принятии решений на собраниях кредиторов и риск усиления активности местных органов в скрытой национализации и перераспределении собственности предприятий в пользу третьих сторон. Целесообразно, на наш взгляд, при участии государства в процедурах банкротства крупных экономически и социально значимых предприятий предусматривать создание Коллегий уполномоченных представителей государства для обеспечения сбалансированного представления различных интересов государства.

Во-вторых, прямое участие государства в мировом соглашении может существенно повысить риск неравного подхода к различным предприятиям. В этой связи необходимо прозрачное и исчерпывающее законодательное (Налоговый и Бюджетный кодексы) определение, по крайней мере, рамочных условий, на которых государство может идти на заключение мировых соглашений.

Тем не менее в настоящее время принципы, которыми руководствуется государство (его органы управления) в инициировании дел о банкротстве, непрозрачны не только для участников рынка, но и для самих органов управления, что резко усиливает инвестиционные риски ввиду непредсказуемости применения процедур банкротства в отношении конкретных предприятий. Необходима выработка государством собственных критериев инициирования банкротства предприятий-должников, которые затрагивали бы лишь ограниченную часть промышленных предприятий и соответственно могли бы неукоснительно применяться на практике.

В-третьих, новым законом о несостоятельности вводится новая процедура банкротства – финансовое оздоровление (гл. 5, ст. 76–92). Данная процедура может стать важным инструментом санации и реформирования предприятия под контролем его собственников (в том числе государства как акционера). В то же время следует обратить внимание на то, что она может быть введена арбитражным судом без согласия кредиторов (пп. 2, 3 ст. 75, п. 1 ст. 80). Однако при этом подготовленные собственником должника план финансового оздоровления и график погашения задолженности должны утверждаться собранием кредиторов. Необходимо устранить следующий принципиальный пробел закона: каковы возможные решения в случае отказа собрания кредиторов утвердить план финансового оздоровления (что весьма вероятно, если собрание кредиторов выступает против введения данной процедуры)?

В-четвертых, одним из достаточно эффективных механизмов сохранения бизнеса крупных экономически и социально значимых предприятий мог бы стать обмен в ходе процедур банкротства долгов предприятия на акции, передаваемые кредиторам. Ранее действовавшим законом о несостоятельности вопросы проведения дополнительной эмиссии акций не определялись. Тем не менее данный механизм применялся на практике, причем кредито-

рам в одних случаях передавались акции вновь созданного предприятия (которому передавались активы предприятия-должника без долгов), а в других случаях – акции дополнительной эмиссии предприятия-должника. В соответствии с новым законом о несостоятельности в части регулирования проведения дополнительной эмиссии в ходе внешнего управления акционеры имеют преимущественное право на приобретение размещаемых акций, размещение проводится лишь по закрытой подписке, оплата дополнительных акций допускается только денежными средствами. В то же время остается без должного внимания ситуация, при которой государство является одним из акционеров.

В-пятых, важно отметить одно из положений нового закона о несостоятельности по продаже стратегических предприятий в ходе реализации процедур банкротства: в соответствии с п. 8 ст. 195 нового закона о несостоятельности к участию в торгах не допускаются конкурсные кредиторы и их аффилированные лица. Данная норма, будучи по своей идее рациональной, в условиях российской специфики в случае банкротства крупных предприятий может привести к ряду существенных проблем. В частности, выявление аффилированности лиц, как показывает практика деятельности антимонопольных органов, – процесс крайне трудоемкий, спорный и длительный.

В-шестых, одной из действенных форм сохранения бизнеса может быть продажа предприятия (единого имущественного комплекса) градообразующей организации. В предыдущем законе условия продажи (ст. 137) были слишком обременительны для покупателя, поэтому такая форма не получила распространения. Смягчение требований к покупателю в ст. 175 нового закона о несостоятельности (снижение требований по сохранению рабочих мест с 70 до 50%, установление срочности такого требования (3 года), расширение возможности изменения профиля предприятия) позволит сделать градообразующие предприятия более привлекательными для покупки в виде единого комплекса.

В то же время сохраняется формальность (внеэкономичность) требований, предъявляемых к покупателю. В самом деле, недобросовестный покупатель может незначительно сократить численность персонала и при этом резко снизить среднюю заработную

плату на предприятии, что фактически может привести лишь к сохранению или даже расширению масштабов «скрытой безработицы». Следует установить также определенные рамки по изменению общего фонда оплаты труда на предприятии, расширив возможности сокращения персонала.

Наконец, необходимо уточнение особенностей банкротства градообразующих предприятий (ст. 168–176). Проведенная в сторону ужесточения «модификация» критериев отнесения предприятий к числу градообразующих является весьма спорной, сохраняется формальность определения категориев градообразующих предприятий. Целесообразно использовать такие критерии, как доля налоговых платежей предприятия в общем объеме собираемых налогов в соответствующем населенном пункте; наличие доминирующего положения предприятия на товарном рынке и т.п. Кроме того, в новом законе о банкротстве резко ограничены возможности санации градообразующих предприятий в силу того, что продление финансового оздоровления или внешнего управления допускается не более чем на год (ст. 172), причем условия даже такого небольшого продления стали жестче. В то же время градообразующие предприятия – это, вероятно, самый сложный объект для финансового оздоровления.

Отдельного регулирования требует проблема защиты интересов миноритарных акционеров при проведении процедур банкротства, что особенно актуально в тех случаях, когда крупнейшим кредитором предприятия выступает государство.

Целый спектр новаций в отношении банкротства необходим, на наш взгляд, и в сфере правоприменения и технических процедур реализации дел о банкротстве. Это касается процедуры возбуждения дел о банкротстве, порядка назначения и деятельности арбитражных управляющих, проведения финансового оздоровления, внешнего управления и конкурсного производства, регулирования порядка заключения мирового соглашения, порядка банкротства отсутствующего и ликвидируемого должника. К примеру, целесообразно внести изменения в ст. 224 Закона «О несостоятельности (банкротстве)», дополнив ее положением, в соответствии с которым кредитор также вправе обращаться в суд с заявлением о банкротстве ликвидируемого должника. При этом, как показала практика привлечения к

гражданской, административной и уголовной ответственности за нарушения законодательства о банкротстве, соответствующие нормы, закрепленные в ст. 10 Закона «О несостоятельности (банкротстве)», а также ст. 14.12, 14.13 Кодекса РФ об административных правонарушениях и ст. 195–197 Уголовного кодекса РФ фактически не применяются на практике, в связи с чем все указанные нормы подлежат не фрагментарному, а кардинальному и концептуальному пересмотру (подробнее см.: (*Радыгин и др., 2005*)).

Необходимо также отметить, что, несмотря на ряд несомненных достижений, новый закон не может решить *ряд принципиальных проблем, лежащих за рамками технических процедур.*

Во-первых, наделение государства равными правами с другими кредиторами потребует соответствующей инфраструктуры для представления его интересов. Маловероятно, что для этого будут выделены соответствующие ресурсы. По этой причине лишь на нескольких сотнях предприятий будут действительно улучшены прохождение и контроль за процедурами банкротства, но на большинстве других это скорее породит дополнительную коррупцию и интерес к скупке «административного ресурса». Последнее весьма вероятно и по той причине, что легче всего будет возбудить процедуру банкротства государству – ему не требуется подтверждать свои требования в суде.

Во-вторых, ужесточение условий, при которых могут возбуждаться процедуры банкротства, не приведет к существенному ограничению процессов передела собственности. Это объективный процесс, и если он не нашел своего разрешения в рамках закона об акционерных обществах, то все равно будет иметь место, только теперь в ходе исполнительного производства.

В-третьих, при установлении особенностей несостоятельности в отношении определенных секторов создаются предпосылки к сбрасыванию долгов на эти сектора. Если же этого не сделать, то велики социальные издержки. Помимо этого, весьма неоднозначен вопрос об отнесении тех или иных предприятий к сфере «естественных монополий», к градообразующим или стратегическим предприятиям.

В-четвертых, существенная часть предложений по реформированию законодательства стала следствием не столько несовер-

шенства действующего регулирования, сколько недостаточно развитой инфраструктуры его применения. Одна из главных проблем в этой сфере – зависимость арбитражных судов от местных органов власти, недостаточный уровень квалификации судей для рассмотрения сложных хозяйственных споров.

В-пятых, многие изменения в законодательстве о несостоятельности стали следствием переоценки определенных проблем, поэтому некоторые нормы нового закона о банкротстве оказались пока маловостребованными.

Значительные – хотя, видимо, весьма отдаленные – перспективы связаны с совершенствованием судебной практики в целом. Например, в интересах защиты предприятий от недобросовестного перехвата контроля над ними (над частью их активов) посредством процедур банкротства необходимо расширять практику применения ст. 10 Гражданского кодекса РФ («злоупотребление правом») и предусматривать как прозрачность судебной процедуры, так и ответственность судебного корпуса. Дополнительные усилия необходимы для развития саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и негосударственных институтов правоприменения, в том числе в сфере банкротства.

Соответственно потребуется время для формирования адекватной инфраструктуры и ее адаптации к новым законодательным нормам. Институт несостоятельности оказался востребованным как инструмент перераспределения собственности. В связи с этим, если говорить о крупных предприятиях, он чаще применяется в отношении потенциально привлекательного бизнеса. В последнее время произошли значительные сдвиги в усилении защиты прав миноритарных акционеров. Вследствие этого банкротство еще длительное время будет оставаться инструментом решения различных корпоративных проблем: от обеспечения защиты менеджеров от собственников до осуществления враждебного поглощения. По этой причине нельзя исключить возможность дальнейшего расширения практики банкротства крупных, потенциально привлекательных предприятий. Скорее всего, в ближайшие годы неоднозначность влияния банкротства на экономическое развитие станет еще более очевидной.

5. Новации международного регулирования стандартов корпоративного управления

Движущими силами современной реформы корпоративного законодательства, охватившей многие страны мира, объективно являются интернационализация и конкуренция, быстрый рост числа акционеров и изменения в их структуре[104], появление новых отраслей, развитие финансовых рынков и новых технологий. На изменения в корпоративном законодательстве и нормах добровольного регулирования не могли не повлиять происходящие в мире процессы создания новых коммуникационных и дистрибутивных технологий, смещения торговых и инвестиционных барьеров, которые воздействовали на развитие глобальных рынков и глобальной конкуренции в области производства товаров и услуг (доказательством этому является бум смешанных слияний и поглощений). Также углубляются и расширяются деловые отношения между странами, что свидетельствует о значительных переменах во всех аспектах жизни общества – от культуры до рынка труда и политики.

При этом в современных условиях (на рубеже XX–XXI вв.) можно говорить также об определенной конвергенции – сближении национальных моделей корпоративного управления за счет взаимного обогащения отдельными элементами. Такие механизмы, как аудит и раскрытие информации (ключевые в англо-американской модели), рассматриваются в Германии как основа будущего корпоративного управления (акт 1998 г.), тогда как в США в академических кругах усиливается отрицательное отношение к их роли в корпоративном управлении. Среди аргументов в пользу такого отрицательного отношения можно указать гипотезу эффективных рынков капитала, неверие в регулирование и регулирующие агентства, аргументы в терминах теории общественного выбора и др. (*Hopt, 2000*).

---

[104] Как отмечает The Economist (2000. May 20. P. 31–32), хотя общее число акционеров в континентальной Европе остается незначительным, их становится больше, чем государственных служащих во Франции, членов профсоюзов в Германии и безработных в Италии.

Одной из причин реформы является то, что корпоративное законодательство и акты добровольного регулирования перестали отвечать требованиям развивающегося корпоративного управления соответствующих стран. В частности, одной из причин пересмотра европейского законодательства и норм рекомендательного характера явилось то, что соответствующие нормы и законодательство перестали выполнять роль, которую они должны были выполнять в условиях создания общего рынка Европейского союза, а также развития европейского рынка ценных бумаг, современных информационных и коммуникационных технологий, которые могли бы использоваться в целях улучшения корпоративного законодательства, а также стандартов и рекомендаций в области корпоративного управления.

Скандалы, связанные с рядом крупных компаний, инвестиционных банков и аудиторских фирм США, Германии, Франции, Италии, Швеции, Японии, Южной Кореи и других стран, придали новый импульс дискуссии о реформе корпоративного законодательства и актов добровольного регулирования корпоративного управления уже во второй половине 2000-х годов.

Так, среди типичных обвинений в США – нарушения в системе финансовой отчетности компаний, завышение объема операций за счет проведения «круговых сделок», сокрытие реального финансового положения компании, злоупотребления со стороны топ-менеджеров, сокрытие убытков и т.д. Банкротство Enron 2001–2002 гг., а также скандалы, связанные с компаниями Worldcom, Citigroup Tyco, Adelphia, аудиторской компанией «Артур Андерсен» и другими компаниями, выявили недостатки в законодательном регулировании корпоративного управления, системы бухгалтерского учета и рынка ценных бумаг. В связи с этим в июле 2002 г. был принят Закон Сарбейнса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act). Скандал 2003 г. с вознаграждением (около 150 млн долл.) и последующей отставкой главы Нью-Йоркской фондовой биржи Р. Грассо наглядно продемонстрировал слабость контроля за топ-менеджерами.

В декабре 2003 г. разразился один из крупнейших корпоративных скандалов в истории Европы – дело Parmalat в Италии. Предполагаемая недостача (от 9 до 13 млрд евро) маскировалась с помощью облигаций, сложной системы подставных офшорных фон-

дов и компаний, фиктивных сделок и банковских счетов. Бывшие руководители концерна Mannesmann (Германия) в 2004 г. привлекаются к суду за «злоупотребление доверием акционеров» при продаже компании. Известны также перманентные скандалы 2000-х годов в японских компаниях и крупнейших южнокорейских чеболях. Так, в начале 2004 г. руководитель 4-й по размеру компании Южной Кореи SKG был арестован по обвинениям в выводе активов (около 200 млн долл.) и в неуплате налогов (около 30 млн долл.). В 2003 г. он же обвинялся в фальсификации финансовой отчетности (завышение прибыли на сумму 1,2 млрд долл.). В январе 2004 г. одна из крупнейших страховых компаний Швеции Skandia предала гласности отчет о результатах расследования деятельности ее недавних топ-менеджеров, которые фальсифицировали финансовую отчетность, выплачивали себе крупные бонусы, осуществляли ремонт квартир на деньги компании.

Все в большей степени влияют на традиционное законодательство различные национальные и международные кодексы корпоративного управления, появившиеся в 1990-е – начале 2000-х годов. Значимость проблемы подчеркивается тем, что вопросы реформы корпоративного управления вышли за национальные рамки и стали предметом внимания ОЭСР (*Принципы корпоративного управления. 1999 г., с редакцией 2000-х гг.*), ЕС (создание группы экспертов по реформе законодательства о компаниях в 2001 г., разработка Плана действий 2003 г.), встреч «большой восьмерки» в 2000-х годах.

В развитых странах современная дискуссия о совершенствовании корпоративного управления выявила основные перспективные элементы развитого корпоративного управления:

- развитые и урегулированные рынки ценных бумаг;
- законодательство, признающее акционеров в качестве законных владельцев корпорации и требующее равного отношения к миноритарным и иностранным акционерам;
- правоприменительные механизмы, с помощью которых защищаются права акционеров;
- законодательство о ценных бумагах и банкротстве, корпоративное законодательство, которые обеспечивают для компаний эффективные реорганизационные возможности;

- антикоррупционное законодательство, направленное на предотвращение взяточничества и защиту инвесторов от мошенничества;
- высокопрофессиональные суды и регулирующие органы;
- квалифицированное оказание аудиторских и бухгалтерских услуг;
- значительные требования в области раскрытия корпоративной информации.

Кроме того, для развитых стран характерно наличие весьма развитой «вспомогательной» инфраструктуры, которая включает такие институты частного сектора, как:

- организации институциональных инвесторов;
- профессиональные ассоциации директоров, корпоративных секретарей и менеджеров;
- рейтинговые агентства;
- аналитики по рынку ценных бумаг;
- развитая система средств массовой информации, в которых освещаются различные финансовые вопросы.

Очевидно тем не менее, что различные регулятивные и правовые системы, существующие в разных странах, а также индивидуальные институциональные особенности (возможности) отдельных стран заметно различаются. Фундаментальные различия присущи даже похожим системам, действующим в США и Великобритании.

В рамках ЕС различие в подходах связано прежде всего с объективно сохраняющимися национальными особенностями в формах и методах функционирования корпораций. Модель Великобритании традиционно связана с рыночным подходом. Модель «рейнского капитализма», предусматривающая финансирование за счет стратегических партнеров (банков, страховых компаний), отнюдь не утратила своего значения в Германии. В Италии доминируют ресурсы олигархических финансовых групп, в Испании – ведущих финансово-промышленных корпораций. Во Франции важнейшим кредитором сравнительно часто выступает государство. В Скандинавских странах модель «государства всеобщего благоденствия» прямо предполагает сильное государственное воздействие. С точки зрения функционирования корпораций принципиальное значение тем не менее имеет одна общая черта «континентальной» мо-

дели – отсутствие серьезного финансирования через фондовый рынок (т.е. через посредников) и доминирование стратегических партнеров[105].

Более того, на уровне реформы законодательства о компаниях доминирующие подходы зависят от социального статуса авторов: реформа советов директоров (традиционная англосаксонская доктрина); усиление роли частных и институциональных акционеров (как ответ на глобализацию рынков и современные технологии); разработка законов и правил для «групп компаний» (прежде всего со стороны судей и регуляторов ряда стран континентальной Европы); сотрудничество с наемными работниками «на заводе и в совете директоров»; защита прав акционеров и инвесторов как абсолютный приоритет в интересах экономического роста и преобразований; главенство рынка над негибкими национальными законами и доктринами (представители современной экономической теории).

При этом достаточно распространенным остается мнение, что эффективность функционирования «корпорации XXI века» будет тем выше, чем больше будут учтены принципы национального предпринимательства. Как отмечают, например, Э. Берглоф и Э.-Л. фон Тадден, обобщение чаще бывает вредным, чем полезным, и все международные кодексы должны признавать национальные различия (*Berglof, von Thadden, 1999*). Попытки трансплантации институтов (имитации импорта институтов), связанные с политическими и идеологическими соображениями, но не учитывающие реалии национальных традиций и экономико-правовых особенностей, обычно заканчиваются неудачей.

В качестве примера часто приводится Директива ЕС 1993 г. касательно прозрачности компаний в сфере собственности и контроля, т.е. там, где континентальные страны ЕС не отличаются эффективным регулированием. Ее принятие было вызвано острой критикой со стороны адептов рыночного подхода к корпоративно-

[105] При этом отмечается, что лидирующие позиции в европейском экспорте и импорте прямых инвестиций (и в целом по масштабам интеграции в мировую экономику) занимают 2 страны, которые в наибольшей степени среди стран ЕС являются приверженцами «акционерного капитализма», – Великобритания и Нидерланды (см. (*Юданов, 2001*)).

му управлению, в рамках которого прозрачность информации о собственности и системах контроля является изначально позитивной. Тем не менее эта Директива не дала ощутимого прогресса: большинство компаний и даже стран ЕС нашли пути для обхода ограничений, установленных ЕС. Аналогичная ситуация складывается в России с использованием «англо-американского» инструментария защиты прав миноритарных акционеров в условиях растущей концентрации акционерной собственности.

На практике международное соглашение о единой модели корпоративного управления и едином наборе детализированных правил корпоративного управления вряд ли оправданно. В принципе, с этим можно согласиться лишь при условии, что не должно быть единого размера для всех, однако ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность являются действительно универсальными стандартами для всех режимов корпоративного управления. Тем не менее развитие глобальных рынков, а также другие указанные выше причины привели к некоему международному консенсусу по вопросам эффективного корпоративного управления, в результате чего были приняты некоторые общие акты касательно развития корпоративного управления. Анализ указанных изменений может быть весьма полезен для совершенствования российского Кодекса корпоративного поведения, а также – в перспективе – для учета данных новаций в корпоративном законодательстве России[106].

Одним из важнейших этапов развития корпоративного законодательства в целом и добровольного регулирования корпоративных отношений в частности стал пересмотр Принципов корпоративного управления ОЭСР (The OECD Principles of Corporate Governance)[107]. Указанные принципы были разработаны совместно национальными правительствами, соответствующими международными организациями, а также организациями, относящимися к частному сектору и представляют собой свод стандартов и правил корпоративного управления. Текст Принципов был согласован и утвержден в 1999 г. В 2002 г. Совет ОЭСР на уровне министров

[106] См. также: (*Радыгин, Межераупс, 2005*).
[107] См.: www.oecd.org; www.ecgi.org

принял решение о проведении исследования развития стран ОЭСР и оценке Принципов ОЭСР.

Проведение данного исследования было поручено Ведущей группе по корпоративному управлению (Steering Group on Corporate Governance), в состав которой вошли представители стран ОЭСР. В качестве экспертов также были привлечены представители Всемирного банка (World Bank), Банка международных расчетов (Bank for International Settlements (BIS)) и Международного валютного фонда (IMF). Ряд организаций также были привлечены в качестве специальных наблюдателей и консультантов. После подготовки проекта Принципы ОЭСР были размещены на интернет-сайте ОЭСР для публичных комментариев. По результатам дискуссий, проводимых Группой, подготовленного исследования и комментариев, полученных в результате проведения ряда консультаций, был сделан вывод о том, что Принципы корпоративного управления ОЭСР, принятые в 1999 г., должны быть пересмотрены. В 2004 г. были приняты окончательно пересмотренные Принципы корпоративного управления ОЭСР, причем они были разработаны с учетом опыта стран не только ОЭСР, но и не входящих в ОЭСР.

Фактически пересмотр Принципов ОЭСР был обусловлен несколькими причинами. Во-первых (как было указано выше), корпоративные скандалы в Enron, WorldCom, Parmalat и ряд аналогичных случаев в развивающихся странах давали понять, что необходимо сместить акценты на индивидуальные принципы корпоративного управления (такие как, например, права акционеров, обязанности советов директоров, советов аудиторов). Во-вторых, стало очевидным, что многие развивающиеся рынки, в отличие от экономически развитых стран ОЭСР, не имеют институциональных структур, обеспечивающих верховенство закона. Поэтому государства – нечлены ОЭСР действительно нуждались в дополнительном руководстве по развитию и становлению институтов, необходимых для продвижения основ корпоративного управления. В этом смысле большая часть пересмотренных Принципов ОЭСР – фактически первые несколько страниц – сконцентрирована на том, как они могут быть реализованы на развивающихся рынках, чтобы действие признанных в мире стандартов корпоративного управления рас-

пространялось и за пределами стран – членов ОЭСР[108]. Рассмотрим основные новации, которые вошли в Принципы корпоративного управления ОЭСР в редакции 2004 г.

Обеспечение основ эффективной структуры корпоративного управления.

Структура корпоративного управления должна способствовать повышению прозрачности и эффективности рынков, согласовываться с нормами законодательства и четко разделять обязанности между различными органами наблюдательной, регулятивной и правоприменительной власти.

Структура корпоративного управления должна быть развита с учетом ее влияния на общие экономические результаты, целостность рынка и стимулов, которые она создает для участников рынка и развития прозрачных и эффективных рынков.

Правовые и регулятивные требования, затрагивающие практику корпоративного управления, должны согласовываться с прозрачными и применимыми нормами права.

Разделение обязанностей между различными ветвями власти в разных юрисдикциях должно быть четким и обеспечивать соблюдение публичных интересов.

Наблюдательная, регулятивная и правоприменительная ветви власти должны быть целостными, обладать властными полномочиями и ресурсами, необходимыми для выполнения их полномочий профессионально и объективно. Кроме того, информация об управлении, осуществляемом указанными ветвями власти, должна вовремя и в полной мере раскрываться.

Права акционеров и ключевые функции собственности.

Структура корпоративного управления должна защищать и содействовать осуществлению прав акционеров.

Основные права акционеров, изложенные в Принципах корпоративного управления ОЭСР 2004 г., не отличаются от аналогичных положений, изложенных в тексте Принципов от 1999 г.

При этом в пересмотренные Принципы ОЭСР добавлена рекомендация относительно участия акционеров в общем собрании

[108] Интервью с исполнительным директором Центра по международному частному предпринимательству (CIPE) доктором Дж.Д. Салливэном «Корпоративное управление: необходимость учета уроков кризиса» // Управление компанией. 2004. №12.

акционеров, в соответствии с которой должно обеспечиваться эффективное участие акционеров в принятии ключевых решений по вопросам корпоративного управления, таких как решения о вознаграждениях и назначениях членов правления[109]. Акционерам должна предоставляться возможность извещать компанию о своем мнении относительно политики компании в области вознаграждений членов совета директоров и основных членов органов исполнительной власти в компании. Реализация компенсационных схем, в результате которых члены руководящих органов и работники компании получают акции компании, должна одобряться акционерами.

Если в Принципах ОЭСР от 1999 г. была только сформулирована рекомендация о том, что акционеры, включая институциональных инвесторов, должны учитывать, какие издержки и какие выгоды влечет осуществление ими своего права голоса, в Принципах ОЭСР в редакции от 2004 г. указанная рекомендация была дополнена следующими уточняющими ее положениями:

институциональные инвесторы, осуществляющие свою деятельность в положении доверенного лица (in fiduciary capacity), должны раскрывать полную информацию о корпоративном управлении и своей политике голосования при принятии решений об инвестициях, включая процедуры, используемые для выбора и реализации своих прав на голосование;

институциональные инвесторы, осуществляющие деятельность в положении доверенного лица, должны раскрывать информацию

[109] В оригинальном тексте используется термин «board» как наиболее общий, поэтому, как правило, речь идет не о «правлении» в терминологии российского законодательства (исполнительный орган), а о системе (структуре) правления, так или иначе включающей «наблюдательные» и «управляющие» компоненты руководящих органов компании. Очевидно, что система «правления» различается в разных странах ОЭСР. В некоторых странах система правления является двухуровневой и включает как наблюдательный совет, так и исполнительный (управляющий) орган управления. В системе корпоративного управления других стран создается единый орган управления. В структуре корпоративного управления некоторых стран создается также постоянно действующий орган для осуществления функций по аудиту. Соответственно, здесь и далее термин «правление» используется в указанном выше наиболее общем смысле, а термин «совет директоров» применяется в строгом смысле слова в том случае, если предполагается противопоставление исполнительных и неисполнительных директоров (уровней управления) в компании.

о том, каким образом они предотвращают материальные конфликты интересов, которые могут затронуть исполнение основных прав собственности, касающихся инвестирования.

Также Принципы ОЭСР были дополнены положением следующего содержания: акционерам, включая институциональных акционеров, должно быть предоставлено право консультироваться между собой по вопросам, касающимся реализации основных прав акционеров, определенных в Принципах, при этом должны предотвращаться злоупотребления этим правом.

Равное отношение ко всем акционерам.

В Принципах ОЭСР от 1999 г. рекомендация касательно равного отношения ко всем акционерам была сформулирована следующим образом: «отношение ко всем акционерам одной категории должно быть равным». В новой редакции Принципов ОЭСР от 2004 г. указанный принцип уточнен, а именно: «отношение ко всем акционерам одной серии одной категории должно быть равным». Некоторые уточняющие данный принцип положения были несколько изменены. В частности, положение, в соответствии с которым «любые изменения прав голоса должны утверждаться голосованием акционеров», было изменено следующим образом: «любые изменения прав голоса должны утверждаться голосованием акционеров – владельцев тех категорий акций, на которых изменения скажутся отрицательным образом». Также Принципы были дополнены следующими положениями:

миноритарные акционеры должны быть защищены от злоупотреблений, осуществляемых контролирующим акционером либо в его интересах, прямо или косвенно. Должны быть разработаны эффективные меры восстановления соответствующих прав;

должны быть устранены препятствия, мешающие «трансграничному» голосованию (impediments to cross border voting should be eliminated).

Следующим образом уточнена рекомендация относительно раскрытия информации членами органов управления компании об их заинтересованности в сделках, затрагивающих интересы компании, а именно: в отношении членов совета директоров и ключевых членов органов исполнительной власти компании должна быть установлена обязанность по раскрытию информа-

ции в случае, если они прямо или косвенно, или от имени третьих лиц материально заинтересованы в сделке, которая прямо затрагивает компанию.

Роль заинтересованных лиц в управлении корпорацией.

Данный принцип корпоративного управления был пересмотрен. Согласно Принципам ОЭСР от 1999 г. «структура корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных лиц и поощрять активное сотрудничество между корпорациями и заинтересованными лицами в создании богатства и рабочих мест и обеспечении устойчивости финансово благополучных предприятий». При этом после пересмотра первая часть данного принципа выглядит следующим образом: «Структура корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом или взаимными соглашениями права заинтересованных лиц…».

Уточняющие данный принцип положения были изменены, дополнены и согласно пересмотренным Принципам ОЭСР сформулированы следующим образом:

Права заинтересованных лиц, установленные законом или взаимными соглашениями, должны соблюдаться.

В случае если их интересы защищены законом, заинтересованные лица должны иметь возможность получать эффективную защиту при нарушении их прав.

Необходимо обеспечивать развитие механизмов привлечения работников к управлению компанией.

Если заинтересованные лица участвуют в процессе корпоративного управления, они должны иметь своевременный доступ к необходимой, достаточной и достоверной информации на регулярной основе.

Заинтересованные лица, включая индивидуальных работников и органы, их представляющие, должны иметь возможность свободно обсуждать между собой незаконные и неэтические действия, совершаемые в отношении них правлением, и их права на это не должны нарушаться.

Структура корпоративного управления должна быть дополнена эффективной системой банкротства и эффективной системой защиты прав.

Раскрытие информации и прозрачность.

Перечень существенной информации, подлежащей раскрытию, изложенный в Принципах, был несколько пересмотрен и дополнен. В частности, должна раскрываться информация о:

- политике в области вознаграждений членов совета директоров и основных членов органов исполнительной власти компании, а также информация о членах совета директоров, включая информацию об их квалификации, процедуре избрания, руководящих должностях, занимаемых ими в других компаниях, и о том, рассматриваются ли они в качестве независимых;
- сделках с заинтересованностью;
- прогнозируемых факторах риска;
- вопросах, связанных с работниками и другими заинтересованными лицами;
- структуре и политике управления, в частности, содержании кодекса или политике корпоративного управления и их применении компанией.

Изменены и некоторые другие принципы. Они сформулированы следующим образом:

Необходимо ежегодно проводить аудиторские проверки с использованием независимого, компетентного и квалифицированного аудитора для того, чтобы представить совету директоров и акционерам компании внешнюю и объективную оценку того, что финансовая отчетность реалистично отражает финансовое положение и деятельность компании во всех ее материальных проявлениях.

Внешний аудитор должен быть подотчетен акционерам и проявлять профессиональную осторожность в ходе осуществления аудита.

Структура корпоративного управления должна быть дополнена эффективными положениями, способствующими осуществлению анализа и консультирования аналитиками, брокерами, рейтинговыми агентствами и др., необходимыми для принятия решений инвесторами, независимо от конфликта интересов.

Обязанности правления.

Перечень ключевых функций правления, установленный в п. А Принципов ОЭСР, был несколько изменен, в частности дополнен следующими функциями:

согласование размера вознаграждений основных членов совета директоров и органов исполнительной власти компании с долгосрочными интересами компании и ее акционеров;

обеспечение формального и прозрачного процесса избрания и выплаты вознаграждений членов правления.

Положения, уточняющие принцип, в соответствии с которым правление должно иметь возможность выносить объективное суждение по делам корпорации, были несколько изменены. В частности, они дополнены следующими рекомендациями:

в случае если в совете директоров созданы комитеты, их полномочия, состав и процедуры деятельности должны быть определены должным образом и раскрываться советом. Члены правления должны быть способны эффективно выполнять свои обязанности.

В связи с пересмотром в 2004 г. Принципов ОЭСР были пересмотрены также другие акты добровольного регулирования корпоративного управления. В частности, в июле 2005 г. была принята новая редакция Положения о глобальных принципах корпоративного управления, разработанных Международной организацией корпоративного управления (ICGN – The International Corporate Governance Network) (Statement on global corporate governance principles).

Следует отметить, что многие положения указанных принципов дублируют Принципы ОЭСР. Также немаловажным отличием пересмотренных Принципов ICGN от предыдущих является то, что Принципы в новой редакции определяют факторы, рассматриваемые инвесторами при принятии ими инвестиционных решений, включая решения относительно вложения их капитала в акции той или иной компании. Принципы также уделяют особое внимание таким вопросам, связанным с защитой прав инвесторов на рынке ценных бумаг, как раскрытие информации и инсайдерская торговля. Принципы в основном обращены к компаниям, акции которых торгуются на рынке, но во многих случаях они могут быть приме-

нимы и в отношении частных компаний. Рассмотрим некоторые положения, изложенные в указанном документе.

Цель деятельности компании – приносить доход акционерам.

Основная цель компании – оптимизация доходов акционеров. Практика корпоративного управления должна быть нацелена на достижение указанной цели. В случае если что-либо мешает достижению этой цели, должны быть приведены четкие объяснения и соответствующая информация должна быть раскрыта. Для того чтобы достичь указанной цели, правление должно разработать и применять стратегию по увеличению стоимости акций в долгосрочном периоде.

Раскрытие информации и прозрачность.

Компания должна раскрывать соответствующую информацию на регулярной основе, в частности, в соответствии с принципами, установленными на рынке, в случае их наличия с тем, чтобы инвесторы могли принять взвешенное решение относительно приобретения, владения правами и обязанностями и продажи акций. В дополнение к информации о финансовых и операционных результатах, целях компании, факторах риска, вопросах, связанных с заинтересованными лицами и структурами управления, должны раскрываться информация об отношениях компании с другими компаниями, входящими в группу, сведения об основном акционере и о других акционерах, в том числе контролирующих или которые могут в будущем контролировать компанию, включая информацию о специальных правах голоса, соглашениях акционеров, бенефициарной собственности на осуществление контроля над большим процентом акций, значительных перекрестных отношениях и перекрестных гарантиях, также как информация о различных правах голоса и сделках со связанными сторонами.

Аудит.

Для того чтобы снизить риск возможного конфликта интересов, все неаудиторские услуги и вознаграждения, выплачиваемые аудитору за оказание неаудиторских услуг, должны одобряться дополнительно комитетом по аудиту, и информация о них должна раскрываться в годовом отчете.

Право собственности акционеров, обязанности и права на голосование и их защита.

Право и возможность голосовать на общем собрании акционеров основаны на адекватности системы голосования. ICGN поддерживает инициативу относительно расширения возможностей для голосования с помощью безопасного использования телекоммуникационных средств связи и других электронных каналов.

Реализация компенсационных схем, в результате которых вознаграждения членам правления и работникам компании выплачиваются в форме акций, должна одобряться акционерами.

Институциональные инвесторы должны выполнять свои обязанности как обычные акционеры. Посредники должны голосовать исключительно в соответствии с инструкциями бенефициарных собственников либо их уполномоченных агентов.

Все компании должны вести запись зарегистрированных владельцев их акций и требовать от таких зарегистрированных владельцев предоставления компании информации о личностях бенефициарных собственников в случае, если соответствующие зарегистрированные владельцы не являются бенефициарными собственниками. Юрисдикции, в которых компаниям не предоставлено право требовать от зарегистрированных владельцев раскрытия информации о личности бенефициарных собственников, должны способствовать принятию соответствующего законодательства, предоставляющего компаниям указанное право. Компаниям также должно быть предоставлено право знать личность лиц, голосующих вместо зарегистрированных владельцев акций.

Акционеры должны иметь право подавать иски против компании и требовать возмещения убытков, причиненных неадекватным отношением к ним компании. Также миноритарные акционеры должны быть надлежащим образом защищены и наделены правом требовать возмещения убытков, причиненных в результате совершения притесняющих их действий и злоупотреблений. В юрисдикциях, системы судопроизводства в которых не предоставляют акционерам возможности эффективно защищать свои права, должны быть разработаны механизмы альтернативного разрешения споров, включая споры о неадекватном отношении к акционерам, а

также о притеснении акционеров и совершении в отношении них злоупотреблений.

Правление компании.

Одной из принципиальных особенностей компании, управление которой осуществляется надлежащим образом, является независимость суждений совета директоров компании. Независимость суждений означает, что позиция, занимаемая членами совета директоров, соответствует интересам компании и независима от внешнего воздействия, которое может оказать давление как на отдельных директоров, так и на совет директоров в целом. На независимость директора может повлиять соглашение об оказании консультационных услуг, заключенное между директором и компанией. Также основной акционер может попытаться повлиять на соответствующего директора таким образом, чтобы соответствующий директор действовал в интересах основного акционера, а не в интересах компании в целом. Директора, связанные какими-либо отношениями с менеджментом компании или основным акционером компании, не считаются независимыми, тем не менее отсутствие указанных отношений также не гарантирует независимости суждений соответствующих директоров.

Компании должны раскрывать информацию об определении независимости директора, которое должно строго соответствовать требованиям применимого закона, и должны раскрывать применимость данного определения к членам совета директоров, которые считаются независимыми.

Компании должны раскрывать при избрании правления и впоследствии в годовом отчете или других документах информацию о личностных характеристиках, компетентности, профессиональной или иной подготовке, о занимаемых в недавнем прошлом или в настоящее время руководящих должностях в других компаниях, о факторах, влияющих на независимость директоров, о посещаемости заседаний правления и заседаний комитетов и общей квалификации членов правления и кандидатов в члены правления с тем, чтобы инвесторы могли оценить пользу, которую они приносят компании.

Председатель правления не должен являться или ранее занимать должность главного исполнительного директора компании и

должен быть независимым на дату назначения его председателем, а также не должен участвовать в компенсационных схемах. В случае несоблюдения указанных условий компания должна объяснить причины и утвердить соответствующую альтернативную структуру, обеспечивающую эффективное выполнение правлением его обязанностей, к примеру, путем утверждения независимого заместителя председателя правления.

Неисполнительные директора должны регулярно по мере необходимости организовывать встречи в отсутствиие исполнительных директоров компании.

Компании должны утвердить политику относительно владения акциями компании ее главными менеджерами и директорами и раскрывать информацию об указанной политике. Целью названной политики является выравнивание интересов менеджмента и директоров компании и интересов акционеров.

В последние годы акты добровольного регулирования в области корпоративного управления были приняты также рядом европейских организаций. В частности, Европейской ассоциацией дилеров ценных бумаг в 2000 г. были приняты Принципы и рекомендации корпоративного управления (EASD Corporate Governance Principles and Recommendations)[110]. В данном документе установлены следующие основные принципы корпоративного управления:

Основные права акционеров должны быть защищены. У них должно быть право получать вовремя адекватную информацию, а также в соответствующих формах участвовать в принятии решений, затрагивающих деятельность компании и их самих.

Должно поощряться голосование акционеров (shareholder voting should be encouraged), и общие проблемы должны решаться с помощью соответствующих механизмов.

Необходимо избегать отклонения от принципа «одна акция – один голос», а в случае наличия таких отклонений информация о них должна раскрываться.

Контролирующие акционеры должны соблюдать интересы миноритарных акционеров. Миноритарные акционеры не должны не-

[110] Утверждены советом директоров EASD 3 марта 2000 г., размещены на интернет-сайте www.ecgi.org.

обоснованно воздерживаться от осуществления каких-либо действий в отношении соответствующей компании.

Преследуя долгосрочные интересы компании, совет директоров является агентом, который осуществляет функции по координации и мониторингу деятельности компании, за что несет ответственность перед акционерами. Процедуры принятия решений и осуществления деятельности советом директоров должны содействовать выполнению советом директоров этих функций.

Менеджмент должен обладать достаточной свободой действия для того, чтобы предлагать и применять корпоративную стратегию. Система стимулирования менеджмента компании должна быть выровнена с учетом единой системы стимулирования, принятой в компании и утвержденной акционерами.

Для правильной оценки состояния компании необходимо адекватное, своевременное, точное и ясное раскрытие информации. Необходим внутренний контроль за полнотой корпоративной информации. Должны осуществляться полный независимый контроль и удостоверение полноты контроля и информации о компании, особенно раскрываемой информации.

Должен предотвращаться конфликт интересов, а в случае его возникновения необходимо должным образом сглаживать соответствующий конфликт и раскрывать информацию о нем.

Рынок корпоративного контроля должен быть эффективным и прозрачным. Барьеры, установленные при осуществлении поглощения, не должны защищать менеджмент, совет директоров и влиятельных акционеров от подотчетности.

Также в Принципах и рекомендациях корпоративного управления EASD приводится ряд рекомендаций в области корпоративного управления. Рассмотрим наиболее интересные из них.

Поощряется предоставление акционерам информации в электронном виде и с помощью электронных средств связи при условии установления соответствующих юридических ограничений. Кроме того, поощряется проведение видеоконференций, а также электронного голосования при условии установления юридических ограничений и ограничений в отношении безопасности, а также гарантированности адекватной конфиденциальности данных процедур.

Отклонения от принципа «одна акция – один голос», вызванные механизмами, которые приводят к диспропорции между правом голоса и правом на доходы (cash flow right), как, например, акции, предоставляющие несколько голосов (voting caps), использование различных правовых механизмов, перекрестное владение акциями, как и излишне сложные законодательные требования, не поощряются. В случае если указанные отклонения от принципа «одна акция – один голос» все же существуют, они: не должны применяться в рамках одного вида акций; должны быть простыми и легкими для понимания; должны раскрываться и разъясняться.

Ряд рекомендаций установлен и в отношении деятельности совета директоров. В частности, необходимо раскрывать информацию о количестве проводимых заседаний совета директоров.

Также достаточно интересно требование, в соответствии с которым общему собранию акционеров должна раскрываться информация о лицах, посетивших менее 75% заседаний совета директоров.

Уведомление о заседании совета директоров должно быть сделано не менее чем за 8 дней до заседания, исключая чрезвычайные ситуации.

Также в документе закреплены рекомендации относительно внутренних взаимоотношений в совете директоров. Так, совет директоров должен принять «положение о практике» с целью регулирования внутренних отношений в совете директоров и отношений с различными людьми и структурами как внутри, так и вне компании. Кроме того, члены совета директоров должны соблюдать конфиденциальность в отношении деятельности совета директоров, а также связанной с ней информации.

Должен быть установлен порядок оценки и обзора эффективности осуществления процедур в отношении совета директоров и его членов и раскрытия информации об этом.

Также в данном документе определены рекомендации относительно вознаграждений членов совета директоров. В частности, вознаграждения неисполнительных членов совета директоров должны начисляться в соответствии с принципами и политикой, установленной советом директоров и соответствующим комите-

том, причем информация об этих вознаграждениях должна раскрываться.

Информация о материальных элементах вознаграждения неисполнительных членов совета директоров, включая их участие в пенсионных и опционных программах либо иных стимулирующих схемах, должна раскрываться в совокупности.

Независимые директора могут владеть некоторым количеством акций компании, но они не должны участвовать в опционных и пенсионных программах компании. Тем не менее опционные планы могут применяться в отношении независимых директоров на ранних стадиях развития компании до получения листинга.

Ряд рекомендаций установлен также в отношении деятельности менеджмента компаний.

В частности, совет директоров должен определять полномочия, делегированные менеджменту, а также порядок принятия решений менеджментом компании, учитывая законодательные ограничения.

В частности, четкие процедуры должны быть установлены для:

- принятия «зависимых решений» (dependent decision making) (решений, для которых необходимо их последующее или предыдущее одобрение либо уведомление об их принятии).
- отчетности о независимых решениях, принятых менеджментом.

Что касается рекомендаций относительно раскрытия информации – выделим следующие. Раскрываемая информация должна быть доступна по минимальной цене и одновременно всем акционерам. При этом там, где это практически и юридически возможно, предпочтение должно отдаваться электронным средствам распространения информации.

Информация, которая может оказать влияние на цену акций, может не раскрываться компанией, но только до тех пор, пока это необходимо для соблюдения ее интересов и при условии сохранения конфиденциальности такой информации перед ее публичным раскрытием. При этом в случае если указанная информация раскрывается третьему лицу, в соответствующем письме необходимо уведомить указанное лицо о том, что оно автоматически становится обладателем инсайдерской информации со всеми вытекающи-

ми последствиями, связанными с торговлей финансовыми инструментами самой компании, а также компаний, входящих в соответствующую группу до тех пор, пока соответствующая информация не будет раскрыта публично. Если подобные случаи будут повторяться в отношении определенных акционеров, компания должна определить свою политику в этом вопросе и раскрыть информацию о ней.

Достаточно подробно изложены в Принципах и рекомендациях корпоративного управления EASD и рекомендации относительно предотвращения конфликта интересов и раскрытия информации о конфликте интересов. А именно, самостоятельная деятельность, противоречащая интересам компании, запрещена. Инсайдерская торговля запрещена.

Компанией должен быть принят документ, устанавливающий порядок совершения сделок с финансовыми инструментами компании, а также компаниями и лицами, которые рассматриваются в качестве инсайдеров.

В случае появления конфликта интересов он должен раскрываться, по крайней мере, совету директоров, а в случае если это важно – и акционерам (через отчет, предоставляемый акционерам (shareholder statement)).

Что касается конфликта интересов членов совета директоров, то в данном случае необходимо различать постоянно существующий и эпизодический конфликты интересов (ongoing and incidental conflicts of interest). При этом в обоих случаях член совета директоров должен не допускаться к голосованию и, если это необходимо, не присутствовать при принятии соответствующего решения.

При конфликте интересов членов исполнительных органов общества необходимо избегать ситуации, когда у указанных лиц будет постоянный конфликт интересов. Информация о деловой деятельности членов исполнительных органов общества за пределами соответствующей компании должна раскрываться и в случае необходимости одобрения советом директоров.

Приняты также рекомендации по соблюдению принципов, связанных с установлением корпоративного контроля и защитой от поглощения. В частности, должны быть четко установлены правила и процедуры по проведению крупных сделок с другим юридиче-

ским лицом (например, о слиянии или поглощении). Информация о таких сделках должна быть открытой, включая данные о ценах, которые необходимо устанавливать с учетом мнения всех акционеров – владельцев акций соответствующего вида.

Группой европейских акционеров, которая представляет собой конфедерацию ассоциаций европейских акционеров, в 2000 г. были разработаны Руководящие принципы корпоративного управления европейских акционеров, 2000 (Eurosharehoiders Corporate Governance Guidelines, 2000). Приведем принципы корпоративного управления, установленные в этом документе, а также некоторые положения, расшифровывающие указанные принципы.

1. Основной целью компании должна быть максимизация стоимости акций компании на долгосрочный период. Компании должны четко определить стратегию и долгосрочные финансовые цели. Информация о них должна присутствовать в годовом отчете.

При этом основное внимание должно уделяться долгосрочному росту доходов на акцию с указанием степени риска. Акционеры должны быть проинформированы о:

а) финансовых целях;

б) стратегии;

в) перспективах компании;

г) восприимчивости к внешним факторам.

Кроме того, компании должны определять сроки достижения поставленных целей.

2. Основные решения, оказывающие существенное влияние на направление деятельности, размер, структуру и риски компании, а также решения, которые имеют существенные последствия для акционеров, должны одобряться на общем собрании акционеров.

Акционеры должны иметь возможность влиять на политику компании. Европейские акционеры высказываются за использование электронных средств для более эффективной реализации ими своих прав на голосование. Кроме того, должна быть предусмотрена эффективная система голосования по доверенности, что особенно важно в свете увеличения доли иностранных акционеров. Компании, имеющие листинг, должны нести бремя расходов на функционирование соответствующей системы.

Акционерами должно быть одобрено принятие решений о:

- слияниях и поглощениях;
- распределении доходов;
- опционных схемах;
- программах выкупа компанией собственных акций (share buy-back programmes);
- освобождении акционеров от преимущественного права на покупку акций своих компаний.

3. Меры, направленные на защиту от поглощения, не должны существенным образом ограничивать права акционеров.

4а. Процесс слияний и поглощений должен надлежащим образом регулироваться, а также необходим контроль за соблюдением соответствующих регулятивных норм.

4б. В случае если доля акционера в уставном капитале компании превысит установленный порог, акционер обязан сделать предложение другим акционерам о приобретении их акций по справедливой цене, т.е. по последней цене, которая была уплачена за приобретение контроля над компанией. Указанный порог, после превышения которого акционер считается контролирующим, должен быть не ниже 25%.

5. Компании должны немедленно раскрывать информацию, которая может повлиять на цену акций, а также информацию об акционерах, порог владения акций которых изменился (уменьшился или увеличился) на 5%. Должна быть установлена серьезная ответственность за нарушение указанного требования.

6. Аудиторы должны быть независимыми и избираться общим собранием акционеров.

7. Акционеры должны иметь возможность вносить предложения в повестку дня общего собрания акционеров.

Информация относительно повестки дня общего собрания акционеров, а также других вопросов, связанных с проведением общего собрания акционеров, должна публиковаться в разумные сроки. На общем собрании акционеров руководство компании обязано отвечать на все задаваемые вопросы, за исключением случаев, когда это может навредить интересам компании.

Отчеты о проведении общего собрания акционеров должны:

а) утверждаться секретарем;

б) проверяться независимым экспертом или организацией.

Отчеты должны быть доступны акционерам так скоро, насколько это возможно, и предоставляться акционерам до следующего общего собрания акционеров. Должна вестись запись дискуссии, проводимой на общем собрании акционеров, на магнитофонную пленку, и запись должна быть доступна акционерам в случае каких-либо разногласий.

8. В дополнение к обычным средствам информирования акционеров компанией должны использоваться электронные средства, для того чтобы обеспечивать акционеров информацией, которая может повлиять на цену акций.

9. Акционеры должны иметь право выбирать членов хотя бы одного органа управления компании и принимать решение об отставке соответствующего органа. Перед выборами в соответствующий орган управления акционеры должны иметь возможность предложить кандидатов в члены данного органа.

10а. Участие неисполнительных членов в соответствующем органе управления независимо от того, какая система управления применяется в компании – одно- или двухуровневая, должно быть ограничено максимум 12 годами.

10б. В исполнительный орган управления компании должно входить не более одного неисполнительного члена совета директоров.

Совет директоров является ответственным за осуществление управления компанией, а следовательно, и за установление целей компании, определение ее стратегии и политики, а также за будущие результаты ее деятельности. Исполнительные члены совета директоров должны отчитываться неисполнительным членам контролирующего органа (supervisory board) по вопросам целей и стратегии компании и связанных с этим рисков. Члены совета директоров также несут ответственность за адекватное раскрытие информации компании ее акционерам. Основная ответственность исполнительных членов органов за эффективность системы внутреннего контроля, естественно, вытекает из их ответственности за стратегию компании и достижение деловых целей компании.

В компетенцию неисполнительных членов совета директоров, а в случае с компаниями с двухуровневой структурой управления – членов наблюдательного совета (supervisory board) входят вопросы

по надзору за политикой управления в компании, а также за общим состоянием дел (general state of affairs) в компании. Основными задачами (в порядке их важности) являются:

– осуществление контроля и наблюдения за деятельностью исполнительных членов совета директоров;
– обеспечение надлежащего качества работы исполнительного органа управления;
– консультирование исполнительного органа управления.

В компании должен действовать специальный комитет по вознаграждениям директоров. Принципы определения вознаграждений директоров должны раскрываться в ежегодном отчете. Система вознаграждений, выплачиваемых исполнительным членам совета директоров, должна быть гибкой и должна зависеть от прибыльности компании.

Особое значение при этом имеет инфорсмент кодексов. Очевидно, что техника и эффективность инфорсмента прямо зависят от правовой природы кодексов (подробно см. (*Wymeersch, 2005*)). В некоторых европейских юрисдикциях кодексы имеют статус простых рекомендаций, подготовленных профессиональными ассоциациями, академическими организациями, чаще всего без поддержки органов власти. Это – саморегулируемые кодексы: их внедрение осуществляется добровольно, их исполнение осуществляется за счет рыночных сил (механизмов), правил ассоциации, поддерживающей кодекс, контрактных инструментов.

Второй вариант имеет место в случае, если кодекс непосредственно связан с функционированием фондовой биржи (в силу явного интереса последней представить имеющие листинг компании как имеющие «хорошее» корпоративное управление). Формы кодекса в этом случае следующие: рекомендации биржи, часть листингового соглашения, условия листинга. Только в первом варианте может идти речь о саморегулируемом варианте кодекса.

Третий вариант – кодекс, подготовленный частной структурой, однако при поддержке органов государственной власти. В Голландии, например, кодекс был подготовлен по запросу министерств финансов и юстиции, хотя при этом неясно, что это означает с точки зрения правовых последствий. В Германии кодекс был предложен Baums Commission, созданной по предложению канцлера. Ко-

декс Швеции был подготовлен при заметном участии правительства. В двух случаях (Голландия и Германия) закон (т.е. акт о компаниях) содержит четкую отсылку к кодексу, тем самым исполнению кодекса придается явно выраженные правовые последствия (*табл. 5.1*).

Таблица 5.1

Варианты инфорсмента кодексов

Авторство	Инициация	Тип инфорсмента	Инструменты инфорсмента
Профессиональные ассоциации, академические организации (Италия, Франция, Бельгия, Швеция, Швейцария)	Кодекс представлен на добровольной основе	Саморегулирование	Специальных инструментов нет. Репутация и положение компании на финансовых рынках. «Рыночные силы» (их влияние на цены, а также инвестбанки, рейтинговые агентства, СМИ, общественное мнение)
Фондовая биржа (Великобритания, попытка в Германии)	Акт биржи: 1) рекомендации; 2) часть листингового соглашения; 3) условия листинга	Саморегулирование для (1), частичная «легализация» – для (2) и (3). Подход «comply or explain»	Частично отсутствуют, частично – в сфере «внешних» правовых инструментов (контракты с топ-менеджерами, подход «comply or explain»)
Частная структура, на кодекс которой имеется отсылка в законе (Голландия, Германия)	Кодекс разработан добровольно или по инициативе госоргана	«Псевдоправовой»	Отсылка в законе придает исполнению кодекса явно выраженные правовые последствия, которые тем не менее в законе четко не прописаны, поэтому инструменты инфорсмента обусловлены общей правовой системой
Госорган или часть законодательства (США, попытка в Испании, частично во Франции, а также различные элементы во многих странах Европы)	Государство	Государственный	Согласно законодательству

Хотя в большинство национальных законов о компаниях уже включены конкретные правила для компаний по корпоративному управлению, ни одна европейская юрисдикция не пошла по пути включения («накладывания») детальных норм корпоративного управления в сами законы, как это произошло при принятии закона Сарбейнса-Оксли (SOX) в США. Возможным исключением является Испания (The Almade Report 2003 ходатайствовал о включении некоторых положений о прозрачности и других в закон). Это не означает, что в европейских актах о компаниях или о финансовом регулировании отсутствуют нормы в сфере корпоративного управления. Они многочисленны, однако содержат специфические национальные нормы, относящиеся к структуре правления в широком смысле, обязательствам по созданию системы внутреннего контроля, комитета по аудиту (Франция, Испания), детальным правилам касательно конфликта интересов, в том числе в контексте групп компаний. Тем не менее растущее заимствование идей SOX европейскими законодателями имеет место (Франция – Французский закон о внутреннем контроле, аналогичные нормы в акте о компаниях Испании – весьма близки к s. 440 SOX). В итоге во всех европейских правовых системах присутствует смесь разных типов регулирования, и водораздел между саморегулированием и государственным регулированием весьма размыт. В долгосрочном же плане идет процесс постепенного включения оправдавших свою эффективность правил корпоративного управления в законодательство о компаниях. Например, можно ожидать включения во все законы о компаниях требования создавать комитет по аудиту (как следствие применения Директивы ЕС). Кроме того, положения кодексов могут абсорбироваться на уровне правовой системы в целом (не только акты о компаниях, но контрактное, трудовое, уголовное и т.д. право).

Таким образом, можно предположить, что оптимальный подход к улучшению кодексов корпоративного управления (поведения) состоит в соблюдении следующих принципов:

– он должен быть более жестким по сравнению с требованиями законодательства, но при этом:
– добровольным для всех заинтересованных субъектов;

– частично исполняемым при листинге (собственные требования торговых систем, вариант – законодательное требование для публичных компаний);
– по мере апробации часть требований может включаться в законодательство (хотя есть и обратный путь, который зависит от «культуры контрактов», – сужение законодательства и расширение саморегулируемых стандартов, или принципа «исполняй или объясняй»);
– предпочтение должно быть отдано инфорсменту, осуществляемому рынком, однако лишь одновременно с усилением механизмов внутреннего мониторинга в компании соблюдение прав миноритариев, улучшение системы голосования, раскрытие информации ведут к лучшему менеджменту и отчетности правления. С установлением жесткой взаимосвязи между рыночным инфорсментом и этими внутренними инструментами корпоративного управления система корпоративного управления в целом будет усилена лучше, чем на основе введения формальных законодательных требований (*Wymeersch, 2005*).

6. Особенности наднационального регулирования стандартов корпоративного управления (ЕС)

Римский договор от 27 марта 1957 г. о создании ЕЭС, предусматривающий создание единого рынка товаров, капиталов, рабочей силы и услуг, в качестве одного из основных средств предполагает «сближение законодательства стран-членов в той мере, в какой это необходимо для функционирования Общего рынка» (ст. 3(h))[111].

Сфера действия Римского договора была расширена за счет подписания в 1986 г. Акта о единой Европе (Single European Act – SEA). SEA ввел ряд важных процедурных изменений, в частности, разрешил Совету министров принимать большее число решений путем мажоритарного голосования. С подписанием Маастрихтского договора 1 ноября 1993 г. текст первого договора, с уже внесенными изменениями из SEA, также подвергся значительным дополнениям и изменениям.

Применительно к корпоративному праву проблема состоит в том, что сами заинтересованные стороны (компании) подпадают под действие различных национальных правовых систем. Соответственно, требуются сложные правовые «предохранительные устройства» в заключаемых ими контрактах, которые приходится составлять с учетом норм различных национальных систем права. Именно в связи с этим ЕС предпринимает попытки гармонизировать ряд корпоративных правовых процедур.

Еще одна проблема связана с тем, что гармонизация корпоративного права направлена на реализацию полной свободы создания предприятий, которая, в свою очередь, позволяет избежать искажений на рынке. Вместе с тем страны – члены ЕС, чье законо-

---

[111] Здесь и далее обзор правовых норм ЕС в области соответствующего законодательства базируется на следующих основных источниках: официальные издания (OJ) и сайты ЕС (http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company и EUR-Lex Community Legislation), а также: (*Асосков, 1998; Кулагин, 1997; Радыгин, 2003; Bermann et al., 1997; Buxbaum, Hopt, 1988; Dine, 1998, p. 321–349; Evans, 1998; Dorresteijn et al.; Ferrarini, Hopt, Winter, Wymeersch, 2004*).

дательство в данной области высокоразвито, будут поставлены в заведомо проигрышное положение. До тех пор пока не будет хотя бы минимального уровня такой гармонизации, есть опасения получить «делавэрский эффект», т.е. компании будут регистрироваться в том государстве – члене ЕС, где корпоративное право наиболее либерально. Очевидно также, что эффективная гармонизация законодательства о компаниях (корпоративного права) тесно связана со всем комплексом мер в сфере регулирования компаний. Одним из препятствий, в частности, являются неудачные попытки гармонизировать налоговые режимы, хотя в последнее время в этой сфере наблюдался известный прогресс.

Директивы ЕС, с точки зрения ряда исследователей, представляют собой источник «права Сообщества» как автономной правовой системы, действующей параллельно с национальными системами и с международным публичным правом. Директивы (по сути – законы, принятые Советом ЕС) обязательны для государства в том, что касается результата, сохраняя за национальными властями свободу в выборе форм и методов его достижения. Важно также отметить, что, согласно постановлениям Европейского суда, многие директивы носят «прямой» характер (прямое действие или прямое правоприменение по отношению к закону страны – члена ЕС), и в случае наличия разногласий между их положениями и положениями законов государства – члена ЕС первые имеют приоритет. Директивы могут быть приняты почти по всем областям торгового права, хотя формально они издаются для гармонизации законодательства или устранения различий между национальными актами, влекущих за собой нарушение условий конкуренции. Государства-члены обязаны привести свое законодательство в соответствие с требованиями Директив. Обычно это происходит путем издания специальных законов.

Несмотря на значительный прогресс, исследователи отмечают, что режим гармонизации, реализуемый посредством Директив, не создаст полностью универсальный свод законодательства и полностью «ровное поле игры». Для того чтобы обеспечить гармонизирующий эффект (т.е. после их реализации в странах – членах ЕС различия в законодательных нормах будут небольшими), Директива сама по себе должна быть подробной и негибкой. В то же время

чрезмерная детализация ведет к увеличению бремени регулирования, а негибкость – к «закостенению» корпоративного права. Детализированные нормы могут привести к эффекту «блокировки», так как процедуры по внесению изменений в принятую Директиву громоздки, и, следовательно, реальна опасность того, что законы не будут соответствовать практике ведения бизнеса. Несмотря на детали в содержании директив, в корпоративных режимах в различных странах – членах ЕС остаются значительные различия.

Как свидетельствует исторический опыт ЕС (применительно к становлению наднациональных норм акционерного права), наиболее быстрыми темпами унификация в данной сфере происходила в 1960–1970-е годы, тогда как в 1980-е годы отмечено явное замедление процесса. В 1960–1970-е годы унификации подверглись прежде всего те нормы, которые и так уже получили близкое правовое регулирование на национальном уровне (участие АО в имущественном обороте, гарантии акционеров и кредиторов и др.). Последнее обстоятельство позволило принять Директивы (Первая и Вторая) сравнительно жесткого содержания.

В 1980–1990-е годы органы ЕС предприняли попытку унифицировать сферу внутренних отношений в АО (это прежде всего структура органов управления и участие наемных работников), т.е. области, где национальные различия существенны. Проблема унификации в значительной степени перешла в политическую плоскость. Соответственно, заметно изменился и характер Директив ЕС, которые стали предусматривать возможность выбора из нескольких вариантов (по сути, фиксируя разнообразие национальных подходов). Целый ряд принципиальных вопросов регулирования компаний (органы управления, ликвидация компаний) изначально остается за пределами регулирования ЕС. Некоторые вопросы (например, группы компаний) имеют различную степень урегулированности в разных странах ЕС. В целом различия в правовых подходах к регулированию компаний в разных странах ЕС остаются существенными, хотя для унификации сделано немало.

Наиболее явно эта проблема прослеживается в 30-летней дискуссии о так называемой «Европейской компании» (в латинской версии – Societas Europeae – SE), завершившейся в 2001 г. приня-

тием многовариантных документов[112]. Почти 30-летняя задержка принятия данных документов официально объясняется процедурными вопросами (необходимость Регламента Совета, который принимается на основе консенсуса среди всех стран – членов ЕС). Среди серьезных содержательных проблем при согласовании подходов отмечается необходимость поиска компромисса по вопросу об участии работников. Страны с сильными традициями участия работников были озабочены тем, чтобы не допустить обхода национальных требований (норм) участия работников с помощью Европейской компании. Напротив, страны, для которых такое участие не является характерным, опасались, что Европейская компания может навязать дополнительные обязательства по участию работников.

Среди преимуществ данного правового института выделяются следующие:

- компании, создаваемые в более чем одной стране ЕС, смогут сливаться и действовать на основе единого набора правил, единой правовой структуры, унифицированных менеджмента и системы отчетности;
- исчезает необходимость создания высокозатратной (с точки зрения финансов, административных и юридических усилий) сети дочерних компаний, функционирующих в рамках национальных правовых систем[113];
- в рамках данного института обеспечивается легкое и быстрое реструктурирование бизнеса для извлечения наибольших преимуществ единого внутреннего рынка.

По оценкам, до сих пор программа гармонизации не смогла создать «общеевропейские перспективы» для компаний. Это объясняется тем, что направляемая Директивами гармонизация не способна достичь такого результата, так как ее реализация предусматривает встраивание ее в национальное законодательство. Напротив, Устав Европейской компании, введенный в действие Рег-

[112] Регламент Совета 2001/2157/ЕС от 8 октября 2001 г. об Уставе для Европейской компании (Statute for a European Company) и Директива Совета 2001/86/ЕС о дополнении Устава для Европейской компании с учетом вовлечения работников (OJ 2001 L294/1 and OJ 2001 294/22).

[113] Компании, действующие в нескольких странах ЕС, не обязаны принимать статус Европейской компании, однако стимулом должна стать экономия издержек.

ламентом, дает шанс достичь гармонизации в том смысле, что у всех стран появилась возможность установить одинаковую базовую структуру компании. Тем не менее, поскольку законодательные системы стран – членов ЕС в значительной степени сами заполнят «пробелы» в Уставе (как и в случае с EEIG), существует риск получить 15 различных типов «Европейских компаний».

При этом общий подход к стратегии унификации законодательства о компаниях в рамках ЕС остается дискуссионным. В частности, существует точка зрения, согласно которой не требуется унификация всех областей законодательства о компаниях. По мнению некоторых исследователей (см. (*Harm-Jan de Kluiver, 1996, p. 86*)), достаточно ограничиться процессом гармонизации в области защиты прав акционеров и «соучастников» (stakeholders) в целом, что изначально зафиксировано в Римском договоре.

В целом гармонизация законодательства о компаниях, правил бухгалтерского учета и аудита рассматривается как важнейшее направление создания единого рынка финансовых услуг и товаров. В рамках гармонизации собственно законодательства о компаниях предусматриваются следующие ключевые задачи:

- обеспечение равной защиты для акционеров и всех других связанных с компанией лиц (сторон);
- обеспечение свободы создания компаний в рамках ЕС и стимулирование межнационального сотрудничества между компаниями различных стран – членов ЕС;
- стимулирование обсуждения странами – членами ЕС вопросов реформы законодательства о компаниях и корпоративного управления.

Актуальными остаются и дискуссии в ЕС о роли частных и институциональных инвесторов, роли аутсайдеров в рамках группы компаний, приемлемости для ЕС тех или иных внутренних (совет директоров, участие наемных работников, роль банков) и внешних (рынок капиталов, поглощения, аудит, раскрытие информации) механизмов корпоративного управления, роли и эффективности государственных регуляторов и системы саморегулирования, роли тяжбы (Litigation) и судов в исполнении законодательства о компаниях, о соотношении конвергенции и гармонизации законодатель-

ства о компаниях, приоритетах реформы законодательства о компаниях на уровне ЕС.

Существующие проблемы и стремление органов ЕС продолжить процесс унификации обусловили формирование в 2001 г. Группы экспертов высокого уровня по законодательству о компаниях (High Level Group of Company Law Experts). Член Комиссии ЕС Frits Bolkestein сформулировал ее задачи следующим образом: «Группа была создана потому, что Комиссия хочет получить высококачественные независимые рекомендации от ведущих европейских экспертов прежде всего по панъевропейским правилам для поглощений и впоследствии по ключевым приоритетам модернизации законодательства о компаниях в ЕС. Ясный набор панъевропейских правил по осуществлению поглощений должен принести пользу европейским компаниям и акционерам, особенно миноритарным, посредством прояснения их прав и обязанностей. Это должно также облегчить достижение цели, поставленной Лиссабонским саммитом: реструктурирование европейской экономики для того, чтобы она стала наиболее конкурентоспособной к 2010 г.»[114].

В отношении модернизации законодательства о компаниях наиболее общей задачей является выработка такого рамочного законодательства о компаниях ЕС, которое было бы одновременно достаточно гибким, отвечающим современным нуждам компаний и учитывающим влияние информационных технологий. В частности, предусматривалось изучение следующих вопросов:

- создание и функционирование компаний и групп компаний, кооперативов и совместных предприятий (mutual enterprises), включая вопросы корпоративного управления;
- права акционеров, включая голосование в других странах (cross-border voting) и «виртуальные» общие собрания акционеров;
- корпоративное реструктурирование и мобильность (прежде всего перевод официального местоположения компании);
- потенциальная потребность в новых правовых формах компаний (прежде всего закрытая Европейская компания (European Private Company), имеющая особое значение для мелких и средних предприятий ЕС);

[114] http://europa.eu.int/comm/internal_market/en/company.

– возможное упрощение корпоративных правил в свете доклада о Второй Директиве от 13 декабря 1976 г. (SLIM report) касательно создания и поддержания капитала публичных компаний.

По результатам работы Группы был подготовлен соответствующий доклад[115]. Следует отметить, что часть рекомендаций, указанных в Докладе, разработаны с учетом специфики Европейского союза. Тем не менее в Докладе содержится и много универсальных рекомендаций. Рассмотрим основные из них:

1. В отношении компаний, имеющих листинг, должны быть установлены требования касательно создания и постоянного обновления на их интернет-сайтах информационного раздела, а также поддержания связи с публичными регистраторами и другими компетентными органами.

2. В отношении компаний, имеющих листинг, необходимо установить требования по включению в их годовые отчеты логически последовательного описательного отчета относительно ключевых правил корпоративного управления в компании, а также практики их применения. Указанный отчет должен быть в то же время отдельно размещен на интернет-сайтах компаний. Данные отчеты должны содержать ссылки на соответствующий национальный кодекс корпоративного управления и/или на положения корпоративного законодательства (company law), которым следует компания, либо объяснения, почему она не следует соответствующим положениям. Ответственность за годовой отчет о корпоративном управлении несет совет директоров.

3. К компаниям, имеющим листинг, должны предъявляться требования по ведению специального раздела на их интернет-сайте, в котором размещалась бы информация, важная для акционеров. Кроме того, данный раздел должен предлагать специальные возможности для предоставления on-line консультаций касательно голосования и оформления доверенностей (facilities for giving proxies or voting instructions on line) либо по скачиванию и пересылке по электронной почте формы доверенности и соответствующих инструкций. Также необходимо установить требования по предос-

[115] Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe. Brussels 4 November 2002.

тавлению акционерам по их специальным запросам копий материалов и форм для голосования.

4. Компании, имеющие листинг, должны подробно раскрывать информацию о том, каким образом акционеры могут задавать им вопросы, а также о том, как и в каком объеме компания будет отвечать на них, и об условиях внесения акционерами предложений в повестку дня общих собраний акционеров. Указанная информация должна стать частью обязательного отчета о корпоративном управлении.

5. К компаниям, имеющим листинг, должны предъявляться требования по предоставлению акционерам права голосовать заочно, либо путем прямого голосования, либо посредством электронных средств связи с использованием бюллетеней для голосования, а также инструкций по голосованию и форм доверенностей, полученных по запросу.

6. Компаниям, имеющим листинг, должна быть предоставлена возможность разрешать акционерам, отсутствующим на общем собрании акционеров, участвовать в нем посредством электронных средств связи (Интернета или спутниковой связи). При этом решение о возможности участвовать в общих собраниях акционеров посредством электронных средств связи должно быть принято общим собранием акционеров квалифицированным большинством голосов (strong qualified majority).

7. Регулирование деятельности институциональных инвесторов должно включать установление по отношению к ним обязанности по раскрытию информации об их инвестиционной политике и их политике в отношении реализации их прав на голосование в компаниях, в которые они инвестируют.

8. Акционерам на общем собрании акционеров, владеющим от 5 до 10% акционерного капитала компании, должно быть предоставлено право обращаться в суд либо соответствующий административный орган с требованием о проведении специального расследования.

9. Как компании, имеющие листинг, так и другие открытые компании должны иметь право выбора между двумя типами системы управления (одно- или двухуровневая) с тем, чтобы выбрать систему управления, которая будет лучше всего соответствовать осо-

бенностям и потребностям корпоративного управления соответствующей компании.

10. Компании, имеющие листинг, должны раскрывать в ежегодном отчете по корпоративному управлению, каких директоров они считают независимыми и по каким основаниям. Аналогичная информация должна раскрываться, когда в состав совета директоров предлагается избрать нового директора.

11. Компании, имеющие листинг, должны включать в ежегодный отчет о корпоративном управлении сведения о составе совета директоров, а также объяснения относительно того, почему соответствующий неисполнительный (non-executive) либо «надзирающий» (supervisory) член совета директоров выполняет в совете директоров те или иные функции. Аналогичные разъяснения должны быть предоставлены в предложениях по избранию соответствующих кандидатур в совет директоров в случае их первоначального избрания. В отношении компаний, имеющих листинг, также должна раскрываться информация о том, какие позиции в советах директоров других компаний занимают их неисполнительные директора.

12. Политика установления вознаграждений членов совета директоров должна раскрываться в финансовых отчетах компании и быть предметом обсуждения на общем собрании акционеров. Информация об индивидуальных вознаграждениях членов совета директоров (как исполнительных, так и неисполнительных или «надзирающих» членов совета директоров) должна подробно раскрываться в финансовых отчетах компании. Опционные схемы, схемы, в соответствии с которыми членам совета директоров передаются акции, а также другие аналогичные формы вознаграждения членов совета директоров должны предварительно одобряться на общем собрании акционеров. При этом комитет по вознаграждениям предварительно должен разъяснить акционерам правила реализации указанных схем, а также стоимость их реализации. Стоимость реализации поощрительных схем, связанных с передачей членам совета директоров акций, должна быть в надлежащем виде отражена в ежегодных финансовых отчетах.

13. Члены совета директоров должны нести коллективную ответственность за достоверность информации, содержащейся в финансовых отчетах компании. При этом указанная ответствен-

ность должна распространяться как на все отчеты относительно финансового состояния компании, так и на основные нефинансовые данные (включая ежегодный отчет о корпоративном управлении в компании).

14. Необходимо повысить требования в части раскрытия информации о структуре групп компаний, а также отношений внутри групп компаний. При этом основная компания в группе должна нести ответственность за надлежащее раскрытие соответствующей информации. Раскрытие финансовой информации (особенно это касается компаний, имеющих листинг) должно обеспечивать предоставление ясной картины относительно структуры корпоративного управления, включая информацию о перекрестном владении акциями, а также о соглашениях между акционерами, участникам рынка ценных бумаг и др. Кроме того, компаниям может быть предписана необходимость специально раскрывать информацию в случаях, когда они вступают или выходят из группы компаний.

15. Европейский союз должен потребовать от национальных властей, ответственных за допуск компаний к торговле на регулируемых рынках, не допускать образование холдинговых компаний, единственным или основным активом которых являются акции другой компании, имеющей листинг, кроме случаев, когда будет ясно доказана экономическая польза от таких компаний.

16. Аудит финансовой отчетности, осуществленный надлежащим образом, является фундаментальным элементом системы корпоративного управления. Ответственность за аудит финансовой отчетности компаний должны нести неисполнительные или «надзирающие» директора, входящие в Совет директоров, большинство которых являются независимыми. При этом комитет по аудиту должен играть ключевую роль в отношениях между менеджментом компании и ее внешним аудитором. При этом комитет по аудиту должен:

– нести ответственность за назначение внешнего аудитора на общем собрании акционеров или советом директоров и за условия его назначения;
– осуществлять мониторинг отношений между внешним аудитором компании и его менеджментом и, в частности, обеспечивать независимость внешнего аудитора;

– осуществлять мониторинг неаудиторских услуг, оказываемых аудиторской компанией. При этом Группа экспертов считает, что оказание указанных услуг должно быть вообще запрещено. Тем не менее до того, как это будет запрещено, комитету по аудиту необходимо осуществлять контроль за оказанием данных услуг;
– организовывать встречи с внешним аудитором не реже чем раз в квартал и раз в год без участия менеджеров;
– обеспечивать предоставление внешнему аудитору всей необходимой информации для выполнения его функций;
– получить письмо, предоставляемое аудитором менеджменту, с комментариями по поводу финансовой отчетности и определять необходимость раскрытия указанных комментариев в финансовой отчетности.

Комитет по аудиту также является центральным органом, отвечающим за осуществление внутреннего аудита. В связи с этим комитет по аудиту должен:

– нести ответственность за осуществление контроля за ведением учетной политики компании и ее изменением;
– осуществлять мониторинг процедур внутреннего аудита и их рисков для системы управления компании;
– регулярно встречаться с лицами, ответственными за проведение процедур внутреннего аудита и за осуществление системы риск-менеджмента;
– определять, какие сведения, полученные в ходе работы системы риск-менеджмента, должны быть раскрыты в финансовых отчетах компании;
– иметь доступ ко всей внутренней информации компании, необходимой для выполнения его функций.

Проблема регулирования поглощений[116] с разной степенью интенсивности обсуждается в ЕС более 30 лет (проект Пеннингтона 1974 г., прямое указание о необходимости специальной Директи-

[116] Здесь и далее используемый термин «поглощение» синонимичен английскому термину «takeover», который по своему экономическому содержанию в наибольшей степени близок к сделке по приобретению акционерного общества. В Великобритании термин «takeover-bid» соответствует понятию «предложение установить контроль». В англоязычной версии официальных документов ЕС используются именно эти термины – «takeover» и «takeover-bid».

вы в Белой книге Комиссии ЕС 1985 г. и др.). Изначально предложение по проекту так называемой Тринадцатой Директивы «О приобретении значительной части акций компании» (Directive on Takeover Bids) было принято Комиссией ЕС в 1988 г. В феврале 1996 г. Комиссия выпустила новое предложение, которое охарактеризовали как «рамочную» директиву. Проекты Директивы рассматривались в ЕС неоднократно в 1989–2001 гг.[117] С 2001 г. этот вопрос как один из наиболее значимых вошел в повестку «Группы экспертов высокого уровня по реформе законодательства о компаниях».

Общий подход к регулированию поглощений на уровне ЕС имеет некоторые объективные особенности. К ним относятся:

- использование принципа субсидиарности: ЕС действует в соответствии с критерием «сравнительной эффективности», т.е. в случае, если национальное регулирование представляется недостаточным и возможные мероприятия с точки зрения их объема и результата могут быть наилучшим образом осуществлены на общеевропейском уровне;
- отсутствие «единого игрового поля» (как следствие сохранения национальных правовых барьеров) в данной области обусловило дополнительные цели регулирования (помимо традиционных, таких как защита инвесторов и функционирование рынков капиталов): утверждение нового порядка предпринимательской деятельности в качестве одного из условий свободной рыночной конкуренции;
- большинство положений Директивы устанавливают лишь общие (рамочные) принципы регулирования и минимальные стандарты гармонизации, а детализация остается в компетенции национального законодателя (государства – члены ЕС могут сохранить или ввести более жесткое национальное регулирование поглощений).

[117] OJ 32 C64/8 and COM (95) 655 final. В отличие от слияний, возможность прямого наднационального регулирования которых обоснована решениями Евросуда, Комиссия ЕС не обладает исключительной компетенцией в области регулирования поглощений. Соответственно, применительно к поглощениям в качестве европейского правового акта может применяться не Регламент, а Директива.

Проекты Директивы ЕС 1988–1996 гг. Среди основных положений обсуждавшихся в 1990-х – начале 2000-х годов проектов[118] следует выделить:

- взаимоотношения оферента и возможного акцептанта на условиях равноправия, т.е. в наиболее распространенной интерпретации национального права – равноправность оферты по отношению ко всем лицам, владеющим акциями одного вида;
- запрет манипулирования на рынке ценных бумаг (с учетом инсайдерской деятельности): оферта не должна привести к структурным изменениям в торговле ценными бумагами оферента и акцептанта;
- прозрачность оферты о приобретении акций: акционеры, получившие соответствующую оферту, должны принять решение, обладая полной информацией.
- установлены две обязанности общества, акционерам которого направляется предложение о покупке акций: нейтральность органа управления общества и обязанность общества предоставить обоснованное заключение относительно такого предложения;
- защита миноритарных акционеров общества.

Последний вопрос стал, по сути, основным и представлял собой компромисс между подходами Великобритании и стран континентального права.

Прежде всего это касается обязанности выставлять оферту на приобретение акций «меньшинства». Такое требование характерно для стран общего права и впервые закреплено в 1972 г. в английском City Code on Takeovers and Mergers, а с 1974 г. для оферента и его аффилированных лиц установлен предел в 30% акций с правом голоса. В настоящее время большинство стран ЕС (Германия, Австрия, Франция, Бельгия, Дания, Италия, Испания, Ирландия) закрепили данную норму в антимонопольных законах, самостоятельных кодексах (например, кодекс поглощений Германии 1995 г.) или в биржевых регламентах (см. п. 2 ст. 80 Закона РФ «Об акционерных обществах»). Тем не менее в ряде стран (Швеция, отчасти

[118] Процедура приобретения общества (выставление оферты, ее изменение и порядок отзыва, допуск конкурирующих предложений и пр.) не устанавливались проектами Директивы и относились к компетенции национального законодателя.

Бельгия и Германия) высказываются сомнения касательно результативности обязательной оферты

В итоге (согласно проекту Директивы) страны ЕС должны доказать наличие действующих положений или иных правил и процедур, которые либо обязывают лиц, приобретших установленный процент акций общества, сделать предложение (оферту), либо предусматривают иные равнозначные способы защиты миноритарных акционеров общества. Соответственно обязанность выставления оферты на приобретение ценных бумаг «меньшинства» в рамках проекта теряет свой абсолютный характер. Выбор должен быть сделан в рамках национальных правовых традиций.

При этом оферент обязан сделать акционерам предложение о приобретении принадлежащих им акций по цене, «соответствующей защите их интересов». Соответственно и вопрос о цене приобретения должен устанавливаться национальными законодательствами.

Компромиссный вариант (проект Директивы 1996 г.) предусмотрен также для установления размера процентного барьера, при котором возникает обязательность выставления оферты. Этот вопрос также отнесен на усмотрение права страны местонахождения общества, на приобретение акций которого направлена оферта.

Еще одна проблема связана с различиями в национальном регулировании поглощений. Для Германии и Нидерландов характерны усиленный государственный надзор за приобретением предприятий, развитое картельное законодательство и процедуры согласования поглощений с работниками предприятия. Система регулирования Великобритании и Ирландии предполагает принцип саморегулирования и неправовое оформление поглощений (так, в Великобритании применяются законодательно не оформленный City Code on Takeovers and Mergers и внесудебный Panel on Takeovers and Mergers, при добровольности исполнения, что позволяет сократить количество правовых споров, поступающих в английские суды)[119]. Смешанное регулирование типично для Франции, Бельгии, Испании.

[119] Проект Директивы содержал ряд правил, которые можно найти и в Кодексе Сити о слияниях и поглощениях. Однако многие британские комментаторы полагают, что

Существенно также, что в Великобритании саморегулирование имеет иное значение, нежели в странах континентального права. В последних саморегулирование и самоконтроль потеряли свой первоначально автономный характер и получили закрепление в законодательных положениях. Наиболее показательный пример – кодификация положений об инсайдерской деятельности в рамках ЕС. Аналогичной позиции придерживается и современное регулирование поглощений в Швейцарии, где добровольный кодекс поглощений бирж 1989 г. был трансформирован в положения Закона о биржах и фондовой торговле 1995 г.

Проект Директивы в итоге предусматривал наличие национальных контрольных органов и необходимость координации их деятельности. Тем не менее эти функции могут выполнять и частные организации. Одновременно устанавливается, что в целях избежания участия административных и судебных органов в вопросах поглощений следует использовать метод добровольного самоконтроля.

Как видно из приведенных выше основных положений проекта, его относительно общий характер фактически оставляет в силе национальные особенности регулирования поглощений в странах ЕС. Как и в отношении Европейской компании, конфликт национальных подходов ведет к затяжному характеру дискуссий и поиску компромиссных решений, выхолащивающих возможности наднационального регулирования.

Необходимо также принять во внимание проблему, связанную с сопротивлением новациям в данной сфере. Так, в 1993 г. 5 из 12 стран ЕС выступили против принятия Директивы Комиссии ЕС о регулировании сделок по слияниям и поглощениям компаний. Как показал анализ, именно на эти страны приходилось 70% всех подобных операций и 94% всех попыток враждебного поглощения. Заметное место среди этих стран принадлежало Германии, традиционно считающейся страной «корректной» корпоративной культуры. Очередной проект Тринадцатой Директивы о поглощениях был отклонен 4 июля 2001 г. по итогам голосования в Европарламенте.

это увеличит число судебных процессов и снизит уровень гибкости действий органа, который будет следить за поглощениями, по сравнению с существующим Комитетом по слияниям.

В 2001 г. Группа экспертов высокого уровня по законодательству о компаниях представила доклад, в котором основное внимание уделено следующим вопросам:

- обеспечение существования «единого игрового поля» в странах ЕС для гарантирования равных прав акционеров (equal treatment of shareholders);
- определение понятия справедливой цены («equitable price»), которая платится миноритарным акционерам;
- право мажоритарного акционера выкупать миноритарные доли («squeeze-out procedure»).

Среди ключевых предложений Группы следует выделить:

- в том случае, если предложение о покупке компании увенчалось успехом, по меньшей мере приведя к покупке 75% или более акционерного капитала[120] приобретаемой компании, оферент должен иметь право контролировать состав совета директоров и содержание устава компании пропорционально своему участию в ее капитале, невзирая ни на какие положения устава или других внутренних документов компании, которые препятствовали бы установлению такого контроля («a level playing field for takeover bids»);
- в том случае, если оферент приобретает контроль над компанией, то цена, которую в соответствии с Директивой должен предложить оферент за остающиеся акции, должна, как правило, быть высшей из цен, которые оферент заплатил за акции в период от 6 до 12 месяцев до того, как он приобрел контроль, включая период приобретения контроля («equitable price»);
- в том случае, если оферент приобретает более установленного процента акций компании (процент должен быть установлен на уровне от 90 до 95%), или же – альтернативно – когда его предложение о покупке акций принимается владельцами 90% и более акций компании, у оферента должно быть право принудительного выкупа остающейся миноритарной доли по справедливой цене (справедливой считается цена, по которой было сделано первоначальное предложение). При этом в случае ес-

[120] В англоязычной версии доклада Группы используется термин «risk-bearing share capital», более строгое значение которого – «ценные бумаги, владельцы которых принимают участие в разделе прибыли компании».

ли оферент приобретает более определенного процента акций компании (аналогично устанавливаемого на уровне 90–95% от всех акций), у остающихся миноритарных акционеров должно быть симметричное право требовать выкупа своих акций оферентом по справедливой цене («squeeze-out procedure»).

Группа полагает, что акционеры в разных странах ЕС должны иметь близкие возможности и права в рамках процедуры поглощения (предложения по покупке компании), т.е. «единое игровое поле». Любое европейское законодательство о компаниях в этой связи должно ориентироваться на два принципа:

- только сами акционеры (а не совет директоров) должны оценить предложение о покупке и принять решение, продавать ли свои акции оференту и по какой цене;
- должна быть пропорциональность между акционерным капиталом и контролем: только держатели акций, дающих неограниченное право на участие в прибыли или на решение о ликвидации, должны осуществлять контрольные права пропорционально своей доле (соответственно риску).

Рекомендации Группы в данной связи следующие:

- полное раскрытие компанией, акции которой имеют листинг, информации о ее капитале и структуре контроля (с постоянным обновлением);
- после объявления предложения о покупке совет директоров компании может принять меры по срыву поглощения только с разрешения общего собрания акционеров (большинством голосов);
- когда оферент приобретает определенный процент акционерного капитала компании (не выше 75% для всех стран ЕС), он имеет право незамедлительно отменить все защитные механизмы (в уставе и структуре управления), препятствующие осуществлению контроля;
- правило разрушения защитных механизмов должно быть применимо и к «золотой акции», дающей специальные контрольные права государствам ЕС (в той мере, в какой это допустимо законодательством ЕС; страны, желающие сохранить контроль в компании, должны сделать это законодательным актом в рамках принципов публичного права);

- положения устава компании, ограничивающие возможность передачи акций, не должны действовать против оферента, который сделал предложение о покупке акций компании;
- Комиссия ЕС должна рассмотреть случаи, когда пирамидальные структуры и кросс- и циркулярные холдинги должны регулироваться на общих основаниях и какие меры по защите миноритарных акционеров должны быть приняты странами ЕС.

В конечном счете, только в апреле 2004 г. Европейским парламентом и Европейским советом была принята Директива, регулирующая предложения о поглощении (Directive on takeover bids[121]). Рассмотрим некоторые положения, закрепленные в Директиве:

1. Владельцы ценных бумаг компании, поглощение которой осуществляется, должны иметь достаточное количество времени и информации для решения о принятии предложения о продаже их ценных бумаг. Совет директоров должен высказать свою точку зрения по поводу соблюдения интересов компании в результате реализации предложения, особенно интересов ее работников, условий труда и др.

2. Оферент должен сделать предложение о продаже ему ценных бумаг только после того, как он убедится в том, что сможет полностью выполнить обязательства по оплате соответствующих ценных бумаг наличными, если такое условие содержится в предложении и после принятия всех необходимых мер для реализации других условий, указанных в предложении.

3. Деятельность компании, владельцам акций которой делается предложения, не должна быть заблокирована на бо́льший срок, чем это необходимо для реализации предложения по продаже ценных бумаг.

4. Члены ЕС должны принять необходимые меры для защиты владельцев акций в ходе проведения поглощения, особенно владельцев миноритарных пакетов акций, когда контроль над компанией уже приобретен. Члены ЕС должны обеспечивать такую защиту, установив в отношении лица, которое приобрело контроль над компанией, обязанность сделать владельцам акций компании предложение по продаже всех принадлежащих им акций по спра-

[121] Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids.

ведливой цене в ее обычном понимании. Страны, входящие в ЕС, должны быть свободны в установлении других механизмов защиты интересов владельцев акций.

5. Обязанность покупателя акций компании по предложению владельцам акций продать их акции не должна устанавливаться в случае, если соответствующее лицо не приобретает акции общества, по которым предоставляется право голосовать на общем собрании акционеров.

6. Для того чтобы уменьшить возможность инсайдерской торговли в отношении оферента, должны устанавливаться требования об объявлении о своем решении сделать предложение по продаже акций настолько быстро, насколько это возможно, и об информировании о данном решении соответствующего надзорного органа.

7. Владельцы ценных бумаг должны быть надлежащим образом проинформированы об условиях предложения о продаже в соответствующем документе, содержащем оферту. Необходимая информация также должна предоставляться представителям работников компании либо при отсутствии таких представителей – непосредственно работникам. Должно быть установлено время для принятия предложения о продаже ценных бумаг.

8. Для того чтобы реализация предложения по продаже акций не была сорвана, полномочия совета директоров компании, которой делается предложение о поглощении, по совершению операций, выходящих за рамки обычной хозяйственной деятельности, должны быть ограничены, при этом нормальная деятельность компании не должна быть заблокирована.

Заключение

Многочисленные проявления неэффективных имущественных отношений, обнаруживающиеся в посткоммунистических странах после массовой приватизации, были порождены отнюдь не особой приверженностью реформаторов каким-либо теоретическим воззрениям, а скорее *специфическими проблемами самой переходной экономики*. Речь прежде всего идет о глубоком расхождении между формальными правами собственности и реальными возможностями контроля, об отсутствии серьезных санкций, которые неизбежно следовали бы за нарушением контрактных прав и прав собственности, о неэффективности процедур банкротства, существовании легальных и полулегальных форм перераспределения собственности в пользу лиц, принимающих политические решения, и др.

Рассмотренные в работе критерии устойчивости (зрелости), сформулированные применительно к институциональному окружению в целом, могут быть оптимальными и при попытке той или иной этапизации трансформационных процессов. Практически ни один из указанных критериев не позволяет пока говорить о достижении относительной зрелости созданных институтов, однако первый этап институционального развития пройден. Тем не менее, хотя сохраняется немало «белых пятен» в сфере формальных институтов (прежде всего право и инфорсмент), задачи радикальных нововведений в сфере корпоративного права уже отошли на второй план. *Ключевой долгосрочной задачей является обеспечение устойчивости созданного институционального окружения*. Другой принципиальной задачей является обеспечение *адаптивности созданных институтов*, т.е. по сути «точная настройка» в соответствии с меняющимися экономическими реалиями. Устойчивая модель корпоративного управления в таком контексте имеет принципиальное значение.

В целом следует указать на наметившийся *качественный сдвиг в хозяйственном законодательстве*. Для конца 1990-х – начала 2000-х годов была характерна ситуация, когда в стране сформировалось относительно развитое хозяйственное законодательство, а наиболее критичной сферой являлось состояние правоприменe-

ния (инфорсмент). В середине 2000-х годов, по всей видимости, акценты сменились: хотя болезни российской системы правоприменения сохраняют свою остроту, происходит определенный сдвиг в рамках хозяйственного законодательства (и его интерпретаций), с одной стороны, значимо повышающий неопределенность последствий тех или иных хозяйственных решений для бизнеса с точки зрения ответных действий государства, с другой – заметно ужесточающий режим взаимоотношений государства и частного бизнеса.

Проблемы правоприменительной системы России, дополненные тенденцией к восстановлению жестких законодательных норм, заметно расширяют зону риска в сфере прав собственности. Соответственно, ревизия законодательства РФ на предмет удаления двойственных толкований в сфере прав частной собственности, неприемлемость восстановления карательных норм, изъятых уже в посткоммунистический период, отказ от подмены цивилизованного правоприменения силовыми решениями – это и единственный нетупиковый путь, и внятный сигнал о намерениях государственной власти.

В более фундаментальной постановке данная проблема, тесно связанная с особенностями имущественных отношений в переходной экономике, состоит в том, что формируются *«двойной стандарт» и различные правила рыночной игры для разных классов участников*. Культивирование «двойного стандарта» (о чем свидетельствует весь опыт 1990–2000-х годов) создает непреодолимые препятствия как для формирования благоприятного институционального окружения в целом (в рамках критериев, описанных выше), так и для локальных институциональных изменений в сфере защиты прав собственности, корпоративного управления, финансовых рынков и т.д. Другими словами, наличие «двойного стандарта» приводит к тому, что рыночные механизмы эффективно выполняют свои функции на весьма ограниченном пространстве, которое (в контексте тезиса о формировании в России модели «государственного капитализма») имеет тенденцию к сокращению. Хотя долгосрочные задачи обеспечения устойчивости и адаптивности институционального окружения (безусловно, в тех аспектах, которые имеют отношение к рыночным механизмам) в соответствии с

меняющимися экономическими реалиями остаются высокоактуальными, бесспорным приоритетом является формирование базовых предпосылок для их реализации – законодательного, процессуального, судебного и регулятивного обеспечения единых рыночных правил.

Соответственно перспектива развития хозяйственных институтов, стимулирующих экономический рост в России, в значительной степени обусловлена современными проблемами функционирования политических институтов. В этой связи необходимо принимать во внимание эндогенность как экономических институтов, так и институтов в более широком смысле, которые, по крайней мере частично, детерминированы обществом или его сегментами. Экономические институты, стимулирующие экономический рост, возникают тогда, когда, во-первых, политические институты предоставляют власть тем группам, которые заинтересованы в наличии широкоразветвленной системы инфорсмента прав собственности, когда, во-вторых, политические институты предусматривают эффективные ограничители для действий властей предержащих, и когда, в-третьих, не существует возможностей для извлечения значимой ренты от пребывания у власти. Указанные ограничения бесспорны и для соответствующих оценок институциональных изменений в России 1990–2000-х годов.

Указанные процессы так или иначе воздействуют и на специфику развития норм и стандартов корпоративного управления. В целом, основываясь на анализе объективных экономических процессов и складывающейся системы правового регулирования, можно предположить, что современная модель корпоративного управления для современной России должна опираться на следующие ключевые компоненты:

- высокий уровень концентрации акционерной собственности (в различных формах, включая альянсы и соглашения);
- эффективное законодательство о компаниях (либерализация и ужесточение одновременно – в зависимости от конкретной сферы);
- многоуровневый инфорсмент, где эффективный государственный (централизованный) инфорсмент в системе независимого

судопроизводства составляет только часть (хотя и сущностную) правоприменительной системы;
- многоуровневый частный мониторинг: внутри компании (акционеры, инвесторы, аудиторы и др.), профессиональное сообщество (СРО, конкуренты, профессиональные участники рынка ценных бумаг и др.), общественный контроль (СМИ и др.).

Переход к политике «точной настройки» модели корпоративного управления, помимо обеспечения эффективности всей системы имущественных отношений, предполагает:
- эволюционное развитие корпоративного права (по мере необходимости и в зависимости от адекватного спроса – поправки в базовое законодательство, технически совершенствующие те или иные корпоративные процедуры, перманентная ликвидация в законодательстве способов дискриминации различных групп акционеров, селекция и узаконение «прижившихся» добровольных норм);
- принятие актов в областях, где требуется серьезное улучшение законодательства (реорганизация, прозрачность и раскрытие информации, банкротства и др.);
- ликвидацию значимых абсолютных пробелов (враждебные поглощения, корпоративные группы, бенефициарная собственность, связанные стороны, инсайд и др.);
- процессуальные вопросы (подведомственность корпоративных споров, иски в защиту неопределенного круга лиц, публикация решений судов, подведомственность судов и ответственность судей, третейские суды и др.);
- прозрачность процедур государственного (ведомственного) контроля и правоприменения;
- стимулы для самостоятельной деятельности субъектов рынка (развитие институтов саморегулирования, создание стимулов для сокращения числа псевдопубличных компаний, добровольность кодексов, снижение административных барьеров, ревизия нормативных актов на предмет условий для коррупции и др.).

Проведенный в работе анализ внешних механизмов корпоративного управления в контексте их особенностей в условиях России позволяет сделать целый ряд более прикладных выводов.

Бурный рост *фондового рынка* в России за последние годы пока не привел к превращению его в действенный инструмент решения задач социально-экономического развития страны. Более того, он создал новые проблемы для поддержания устойчивости российской финансовой системы. Основой роста рынка являются не внутренние факторы в области сбережений и инвестиций, а избыточная ликвидность, генерируемая глобальными финансовыми рынками. Зависимость рынка от ликвидности и поведения международных инвестиционных фондов создает новые риски для внутренних инвесторов и эмитентов, не поддающиеся регулированию органами власти России. Главный риск в том, что приток ликвидности не может быть долгосрочным. Перемена тенденций в стоимости денег в США и Японии, падение темпов роста мировой экономики, снижение цен на сырьевые ресурсы неизбежно приведет к столь же стремительному оттоку «горячих» инвестиций из России и к падению фондового рынка.

Фондовый рынок не оказывает заметного влияния на экономический рост, инвестиции и сбережения. Большая часть средств, привлекаемых в виде размещений облигаций и IPO, пока не материализуется в виде роста реальных инвестиций, обслуживая лишь сделки по перераспределению финансовых и материальных активов между различными группами собственников. Острой проблемой рынка в 2005 г. стала переориентация модели корпоративного управления в направлении прямого участия государства в управлении крупнейшими компаниями. Основными бенефициарами выгод от роста рынка являются иностранные инвесторы и крупные российские собственники, роль сбережений населения на фондовом рынке остается весьма скромной.

Необходима переориентация рынка на внутренние источники роста. Это предполагает создание на внутреннем фондовом рынке конкурентоспособного института финансового посредничества, ориентированного на эффективную работу со сбережениями населения с позитивной реальной ставкой процента. Внутренний рост фондового рынка должен опираться на развитие банковской сис-

темы, способной обеспечивать необходимыми кредитными ресурсами потребности растущей экономики. Это предполагает проведение реформы банковской сферы и системы рефинансирования банков, позволяющих существенно увеличить объемы и эффективность кредитования реальной экономики. Целесообразно создать систему мониторинга эффективности использования эмитентами средств, привлекаемых с помощью эмиссии ценных бумаг, а также иностранных инвестиций в акции и облигации российских эмитентов.

Необходима разработка под скоординированным руководством заинтересованных ведомств (ФСФР, МЭРТ) внятной стратегии корпоративного управления, определяющей для различных категорий российских компаний оптимальную модель корпоративного управления, меру участия государства, российских и иностранных инсайдеров в собственности и управлении бизнесом. Нужны заметные шаги в области улучшения инвестиционного климата, принятие закона об инсайдерской информации на фондовом и валютном рынках, пересмотр гражданского законодательства в области защиты прав миноритарных акционеров и добросовестных приобретателей акций.

В последние годы отмечается тенденция к снижению числа сделок, относимых к категории *враждебных поглощений*. Среди основных причин данной тенденции можно указать ужесточение фактического администрирования сферы корпоративных захватов органами исполнительной государственной власти независимо от того, насколько популистский характер носят подобные действия, ужесточение фактического администрирования процессов перехода прав собственности на активы органами антимонопольного регулирования, частичное изменение законодательства в области регулирования в исполнительных органах официальных изменений, касающихся юридических лиц, применение компаниями эффективных (в том числе превентивных) противозахватных тактик.

Одновременно в качестве значимого фактора следует указать на *активизацию деятельности государства на рынке корпоративного контроля.* Специфика деятельности государства на рынке корпоративного контроля обусловлена осуществлением трех ключевых функций: приватизационные продажи, приобретение (адми-

нистративными или рыночными методами) тех или иных активов, регулирование (законодательство, ведомственный контроль, правоприменение). Если та или иная модель регулирования рынка корпоративного контроля (при всех национальных особенностях) является непременным атрибутом любой относительно развитой правовой системы, то реализация первых двух функций (не в качестве разовых актов, а как компонент экономической политики) может быть связана только с относительно коротким историческим периодом. Как правило, их реализация возможна лишь на альтернативной основе (в силу, например, идеологических предпочтений правящей партии), а выбор зависит от широкого комплекса экономических, правовых, исторических и этических традиций в конкретном обществе. Особенностью России середины 2000-х годов стало параллельное развитие обоих процессов.

Масштабы и характер прямого государственного участия в экономике, тем более если принять во внимание вариант «частной ренты» как жизнеспособный, прямо влияют на состояние дел в сфере *гарантий и защиты прав собственности*. Именно государство как инициатор имущественной экспансии становится наиболее заинтересованным в отсутствии четких правил игры в сфере имущественных отношений. Здесь вполне уместна аналогия со второй половиной 1990-х годов, когда интересы субъектов постприватизационного передела собственности в частном секторе и бурного становления частных корпоративных групп эффективно препятствовали введению адекватных ограничительных норм в сфере корпоративного права, банкротств, рынка ценных бумаг, оптимизации реорганизационных процедур, государственных предприятий и т.д. В середине 2000-х годов им на смену приходят государственные компании и предприятия, выполняющие интервенционистские функции.

Одновременно происходит заметное сужение возможностей полноценной реализации частным собственником его основополагающих прав – распоряжения (в терминологии «классической триады») или права отчуждения всей совокупности других прав (в терминологии теории прав собственности). Необходимость политического согласования сделок с теми или иными значимыми активами, тем более за рубежом, не только подтверждает системный

характер вмешательства государства в сферу рыночных отношений, но и обесценивает понятие частной собственности в принципе. Хорошо известно, что история эволюции форм частной собственности – это прежде всего разделение феномена политической власти и собственности. Современные ее формы предполагают, что причастность к (верховной) власти не является больше необходимым условием реализации прав собственности. Хотя тезисы о нестабильности и защите прав собственности в современной России в последние годы стали звучать как популистская риторика или ритуальное заклинание, проблема тем не менее не становится менее острой. Расширение госсектора в описанном выше формате при современном состоянии политических институтов консервирует нестабильность прав собственности на неопределенный срок.

Вместе с тем на законодательном уровне регулирование всего комплекса вопросов, связанных с рынком корпоративного контроля, находится в начальной стадии. Весьма показательны в этом смысле новации, которые готовились в 2005–2006 гг., по итогам рассмотрения которых можно сделать следующие выводы:

1. Концепция развития корпоративного законодательства на период до 2008 г. в случае ее принятия и реализации заложенных в ней положений стала бы позитивным шагом по упорядочению и регламентации существующей на современном этапе развития сферы корпоративного контроля ситуации. Положения Концепции с учетом изложенных замечаний могут быть основой для модификации действующего законодательства.

2. Важнейшими и назревшими на практике инициативами Концепции являются вопросы пресечения возможностей незаконных «захватов» хозяйствующих субъектов, законодательное закрепление необходимости информационной открытости компаний, а также повышение ответственности исполнительных органов. Механизмы реализации данных инициатив, изложенные в Концепции, в общем и целом представляются эффективными и исполнимыми с точки зрения практической реализации (с учетом приведенных замечаний).

3. В Концепции есть ряд спорных вопросов, а именно:

– установление процедуры судебного контроля созыва внеочередного общего собрания акционеров собственником, владеющим не менее 10% акций;
– запрет на голосование члена совета директоров, связанного с лицом, имеющим материальную заинтересованность в вопросе, вынесенном на голосование. В случае принятия данной нормы необходимо конкретно определить «степень» взаимосвязи директора с заинтересованным лицом, а также четкие критерии определения этой связи;
– дополнительное (помимо разделительного баланса и передаточного акта) утверждение качественных и количественных параметров реорганизации компаний;
– судебный порядок востребования кредиторами задолженности реорганизуемой компании.

4. В Концепции не затронуты два важных вопроса:
– преемственность лицензионных прав хозяйствующих субъектов, появившихся в результате реорганизации компаний, имеющих такую лицензию;
– отсутствие четкого перечня аффилированных лиц, устанавливаемых на законодательном уровне.

5. Некоторые вопросы, предложенные в Концепции для предварительного судебного рассмотрения, могут быть вынесены на решение саморегулируемой организации. В этом случае принципы деятельности этой организации должны быть прописаны в Концепции (без законодательного закрепления ее создания), а инициатива создания должна исходить от исполнительных органов власти государства.

5 января 2006 г. президентом РФ был подписан Федеральный закон «О внесении изменений в Федеральный закон “Об акционерных обществах” и некоторые другие законодательные акты Российской Федерации» (далее – Закон). Закон направлен на пресечение «гринмейла» – корпоративного шантажа со стороны миноритарного акционера, обладающего незначительным пакетом акций и использующего законное право подавать иски о возмещении ущерба, принесенного ему действиями руководства компании. В принятой версии Закона собственник, имеющий 95% и более акций, может выкупить у миноритарных собственников их акции по

справедливой рыночной цене. Закон предусматривает государственный контроль правильности определения цены выкупа: ФСФР имеет право приостановить выкуп, если у нее возникли подозрения о занижении стоимости выкупа при рассмотрении проспекта выкупа, который направляется в ФСФР. Акционеры компании знают о появлении нового крупного акционера, так как, если в результате приобретения пакета акций физическое или юридическое лицо становится собственником 30% и более акций компании, оно обязано направить предложение о выкупе прочим акционерам компании. При этом, если инициатор предложения – юридическое лицо, в этом предложении должна содержаться информация и о его собственниках. Нужно отметить, что это изменение оценивается нами как крайне положительно влияющее на рынок «недружественных поглощений», существенно его ограничивая. Вместе с принятием изменений в Закон «Об акционерных обществах» предусмотрена материальная ответственность граждан, должностных лиц и юридических лиц за нарушение положений, вводимых Законом. Также оговаривается ответственность и для оценщиков в случае необъективной оценки справедливой цены выкупа акций у миноритариев.

В целом, оценивая принятый Закон положительно, на наш взгляд, стоит отметить такой недостаток корпоративного законодательства России, как отсутствие закона об аффилированных лицах. Эта ситуация дает возможность для манипулирования положениями Закона о принудительном выкупе акций крупным собственником, формально владеющим менее 95% акций.

Одной из значимых инициатив стала подготовка и последующее принятие в 2006 г. новой версии Федерального закона «О защите конкуренции», которая вызвала весьма неоднозначную реакцию. Можно выделить 3 основных блока изменений действующего законодательства:

- расширение и унификация регулируемых действующим законодательством о конкуренции и монополистической деятельности объектов гражданских прав (сделок, предоставления государственной и муниципальной помощи и пр.);
- уточнение дефиниций, используемых в области защиты конкуренции (по сравнению с действующими в настоящий мо-

мент законодательными нормами), а также определение некоторых процедурных вопросов, связанных с возможностью злоупотреблений в регулируемой области;

– изменение пороговых норм и значений некоторых показателей, являющихся ключевыми для определения доминирующего положения на товарных и финансовых рынках, требующих согласия регулирующего исполнительного органа власти или его уведомления, а также сроков обжалования решений антимонопольных органов.

Одним из главных системообразующих новшеств Закона является то, что он призван объединить в один регламентирующий документ два действующих в настоящее время Федеральных закона: Закон РСФСР от 22 марта 1991 г. № 948-I «О конкуренции и ограничении монополистической деятельности на товарных рынках» (с многочисленными изменениями и поправками) и Федеральный закон от 23 июня 1999 г. № 117-ФЗ «О защите конкуренции на рынке финансовых услуг». Данное нововведение имеет экономический смысл, так как несет в себе, с нашей точки зрения, совершенно правильный и обоснованный подход: применение единых стандартов регулирования ко всем субъектам гражданско-правовых отношений независимо от отрасли и характера отношений, в которые вступают все субъекты гражданских прав на территории Российской Федерации.

Другим безусловным положительным нововведением, по нашему мнению, содержащимся в Законе, является регламентация процедуры предоставления государственной и муниципальной помощи. Выведение регламентирующих данную сферу гражданско-правовых отношений норм на уровень Федерального закона с достаточно подробным прописыванием правил предоставления такой помощи, на наш взгляд, приводит к большей прозрачности и облегчению контроля за целевым расходованием предоставленных федеральных и муниципальных средств. Единственный вопрос по этому разделу Закона, который требует дополнительных разъяснений, – это установление порога предоставления такой помощи в размере не более 5% выручки хозяйствующего субъекта за предшествующий год (в случае ес-

ли помощь предоставляется не для НИОКР, не сельхозпроизводителям и т.д.). К сожалению, в определении государственной и муниципальной помощи, приведенном в Законе, общая цель предоставления этой помощи четко не определена. Между тем представляется по-настоящему значимой лишь одна цель – содействие развитию социально значимых предпринимательских инициатив и проектов. В то же время инвестиционные потребности бизнеса, ориентированного помимо чисто экономических целей и на социальный результат, могут в значительной степени перекрывать порог 5% выручки за последний год, а значимость реализуемого проекта для государства может быть высокой. Вместе с тем для унификации и сохранения принципа равенства всех получателей помощи такой порог должен быть установлен. *В связи с этим предлагается увеличить данный порог как минимум до 10–15% выручки – минимальной налоговой нагрузки на коммерческую организацию* (например, ставка единого налога на вмененный доход в Москве составляет 15% вмененной выручки).

В Законе четко определены такие виды монополистической деятельности, как согласованные действия хозяйствующих субъектов и координация экономической деятельности третьим лицом. Если в действовавшем ранее законодательстве (ст. 6 ФЗ № 948-I) определение «согласованные действия хозяйствующего субъекта» по существу раскрывалось (хотя было вынесено «за скобки»), «координация экономической деятельности» является новым определением и, по существу, обеспечивает и регламентирует действия регулирующего органа по выявлению и пресечению таких действий. Данная норма представляется необходимой, так как пресекает действия неформализованных холдингов в осуществлении монополистической деятельности. Кроме того, несмотря на то что определение координации экономической деятельности является довольно общим, оно представляется достаточным для выявления любых форм злоупотреблений в этой сфере, а следовательно, эффективным с точки зрения практического применения.

Некоторой модификации в Законе подверглось и понимание группы лиц: список условий, классифицирующих взаимный эко-

номический интерес нескольких хозяйствующих субъектов, был расширен. Помимо существовавших ранее, к перечню таких условий добавлено следующее: несколько лиц заключили между собой соглашение или осуществляют согласованные действия, дающие его участникам значительные технологические или торговые преимущества перед другими хозяйствующими субъектами на соответствующем товарном рынке, что также расширяет понимание согласованных действий лиц.

Некоторые инициативы, отраженные в Законе, представляются достаточно спорными.

Во-первых, нарушение пункта о координации экономической деятельности является основанием для ликвидации хозяйствующего субъекта в судебном порядке. Эта мера пресечения представляется излишне жесткой. Целесообразно заменить указанную меру пресечения в случае первого раза на штрафные санкции, а ликвидацию допускать только в случае систематических нарушений (т.е. 2 раза и более в течение 3 лет).

Во-вторых, антимонопольный орган полномочен вносить в лицензирующие органы предложения об отзыве лицензий у нарушителей законодательства в сфере монополистической деятельности. По нашему мнению, отзыв лицензии является также излишне жесткой формой регулирования, так как экономический смысл лицензирования не связан с наличием или отсутствием у лицензиата монопольного положения на рынке.

В-третьих, это отнесение к монополистической деятельности необоснованного сокращения или прекращения производства товаров, на которые имеются спрос или заказы потребителей, при наличии безубыточной возможности их производства. Необходимо обеспечение свободы действий хозяйствующего субъекта по производству того или иного товара. Разумно было бы отказаться от такого определения нарушения.

В-четвертых, получение в собственность, пользование или владение одним хозяйствующим субъектом (группой лиц) основных производственных средств или нематериальных активов другого хозяйствующего субъекта, если балансовая стоимость имущества, составляющего предмет сделки (взаимосвязанных сделок), пре-

вышает 10% балансовой стоимости основных производственных средств и нематериальных активов хозяйствующего субъекта, отчуждающего или передающего имущество. При этом, если мы склонны согласиться с общим смыслом данного пункта Закона, то нельзя согласиться с его всеохватностью. На наш взгляд, помимо относительной величины (процент от стоимости имущества организации), необходимо установить минимальную стоимость такого имущества, сделки с которым подлежат предварительному согласованию с антимонопольным органом. Кроме того, предлагается исключить из списка сделок, подлежащих регулированию, реализацию зданий и сооружений, не относящихся непосредственно к производственной деятельности юридических лиц, участвующих в сделке, так как такие сделки, по нашему мнению, не могут каким-либо образом ограничить конкуренцию как на товарном, так и на финансовом рынке.

Представляются крайне важными нормы Закона, касающиеся изменений некоторых пороговых значений, существовавших в российском законодательстве до принятия Закона, а также введение новых пороговых значений (доминирующее положение хозяйствующего субъекта, доминирующее положение по совокупной доле нескольких хозяйствующих субъектов на рынке, сужение круга сделок по реорганизации юридических лиц, требующих согласования или уведомления антимонопольного органа, приобретение прав на акции (доли) в хозяйственных обществах и др.).

Подводя итог всему вышесказанному, можно отметить, что Закон в целом соответствует современным потребностям в регулировании экономической деятельности хозяйствующих субъектов Российской Федерации, так как облегчает необоснованные административные барьеры при осуществлении предпринимательской деятельности, регламентирует ряд хозяйственных ситуаций, дает четкое определение ранее не определенным законодательно процессов. Это, помимо прочего, также упрощает возможность администрирования в сфере защиты конкуренции и монополистической деятельности. Между тем, на наш взгляд, существует ряд указанных выше недостатков, подлежащих более детальной проработке.

Определение прав собственности в условиях существования финансовых рынков не может быть завершенным и даже просто достаточно четким без решения проблем, связанных с неплатежеспособностью фирмы. Хозяйственно-правовое урегулирование проблем, порождаемых неплатежеспособностью фирмы, относится к числу ключевых вопросов функционирования частной собственности и рыночных отношений. От эффективности такого регулирования существенно зависят, в частности, бесперебойное функционирование системы расчетов и платежей, а также интенсивность и глубина развития финансовых рынков. Задавая определенные стандарты в сфере обеспечения прав собственности в случае неплатежеспособности фирмы и тем самым определяя «степень надежности» обязательств различного рода, законодательство о банкротстве служит исходным пунктом в расчетах участников хозяйственного процесса. Так, определение условий и процедур банкротства существенно влияет на выбор собственников (менеджеров) фирмы-должника – выбор между продажей компании, заключением частного соглашения с кредиторами или официальным объявлением фирмы банкротом. Степень защиты интересов собственника, определяемая процедурами банкротства, непосредственно учитывается кредиторами при оценках своих инвестиционных рисков. По мере нарастания финансовых трудностей компании выявляется острое противостояние, за которым стоит конфликт интересов основных участников – собственников фирмы-заемщика, высших менеджеров, управляющих указанной фирмой, и кредиторов.

Недостаточно эффективная защита прав собственности, проявляющаяся, в частности, в неоптимальных процедурах банкротства, может оказывать неблагоприятное воздействие на процессы экономического роста. Некоторые направления такого воздействия уже отмечались в предшествовавшем изложении. В заключение просто перечислим «каналы» влияния, представляющиеся наиболее существенными.

Неопределенность прав собственности, непременно обнаруживающаяся в условиях, когда компания-заемщик оказывается неплатежеспособной, превращает банкротство в действенное средство перераспределения собственного и акционерного контроля.

Все дело в том, что при неоптимальной практике банкротства такое перераспределение может приводить, и действительно приводит, к неэффективным решениям. Свидетельством этого может служить обнаружившаяся в ряде стран тенденция к формированию громоздких, плохо управляемых «хозяйственных империй» (конгломератов), разраставшихся за счет самых различных предприятий, контроль над которыми удавалось получить, обанкротив соответствующие фирмы.

В то же время чрезмерно «мягкие» («щадящие») процедуры банкротства, по существу, подрывают действие механизмов, обеспечивающих рыночную дисциплину, а в условиях переходной экономики тормозят переход от «мягких» к «жестким» бюджетным ограничениям. Возможность накапливать на протяжении длительного времени просроченные обязательства обеспечивает особенно благоприятные условия для разрушения фирмы «изнутри» и вывода значительной части активов за пределы компании, продолжающей существовать, несмотря на обнаружившуюся несостоятельность. Централизованные, единые для всех участников и стабильные правила урегулирования проблем, которые неизбежно возникают в случае неплатежеспособности фирмы, всегда представляли собой один из важнейших компонентов инфраструктуры, обеспечивающей эффективное функционирование финансовых посредников и рынка ценных бумаг. Поэтому неоптимальные процедуры банкротства оказываются серьезным препятствием на пути становления работоспособной банковской системы, а также формирования рынка долговых обязательств, что, в свою очередь, существенно ограничивает возможности финансирования новых капиталовложений.

Проведенный анализ в сфере *несостоятельности (банкротства)* позволяет сделать вывод о том, что, несмотря на позитивные новации нового (третьего) закона о банкротстве, до сих пор не решен целый *ряд принципиальных проблем, лежащих за рамками технических процедур.*

Во-первых, наделение государства равными с другими кредиторами правами потребует соответствующей инфраструктуры для представления его интересов. Маловероятно, что для этого будут выделены соответствующие ресурсы. По этой причине лишь на

нескольких сотнях предприятий будут действительно улучшены прохождение и контроль за процедурами банкротства, но на большинстве других это скорее породит дополнительную коррупцию и интерес к скупке «административного ресурса». Последнее весьма вероятно и по той причине, что легче всего будет возбудить процедуру банкротства государству – ему не требуется подтверждать свои требования в суде.

Во-вторых, ужесточение условий, при которых могут возбуждаться процедуры банкротства, не приведет к существенному ограничению процессов передела собственности. Это объективный процесс, и если он не нашел своего разрешения в рамках закона об акционерных обществах, то все равно он будет иметь место, только теперь в ходе исполнительного производства.

В-третьих, при установлении особенностей несостоятельности в отношении определенных секторов создаются предпосылки к сбрасыванию долгов на эти сектора. Если же этого не сделать, то велики социальные издержки. Помимо этого, весьма неоднозначен вопрос об отнесении тех или иных предприятий к сфере «естественных монополий», к градообразующим или стратегическим предприятиям.

В-четвертых, существенная часть предложений по реформированию законодательства стала следствием не столько несовершенства действующего регулирования, сколько недостаточно развитой инфраструктуры его применения. Одна из главных проблем в этой сфере – зависимость арбитражных судов от местных органов власти, недостаточный уровень квалификации судей для рассмотрения сложных хозяйственных споров.

В-пятых, многие изменения в законодательстве о несостоятельности стали следствием переоценки определенных проблем, поэтому некоторые нормы нового закона о банкротстве оказались пока маловостребованными.

Значительные – хотя, видимо, весьма отдаленные – перспективы связаны с совершенствованием судебной практики в целом. Например, в интересах защиты предприятий от недобросовестного перехвата контроля над ними (над частью их активов) посредством процедур банкротства необходимо расширять практику применения ст. 10 Гражданского кодекса РФ («злоупотребление пра-

вом») и предусматривать как прозрачность судебной процедуры, так и ответственность судебного корпуса. Дополнительные усилия необходимы для развития саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и негосударственных институтов правоприменения, в том числе в сфере банкротства.

Соответственно потребуется время для формирования адекватной инфраструктуры и ее адаптации к новым законодательным нормам. Институт несостоятельности оказался востребованным как инструмент перераспределения собственности. В связи с этим, если говорить о крупных предприятиях, он чаще применяется в отношении потенциально привлекательного бизнеса. В последнее время произошли значительные сдвиги в усилении защиты прав миноритарных акционеров. Вследствие этого банкротство еще длительное время будет оставаться инструментом решения различных корпоративных проблем: от обеспечения защиты менеджеров от собственников до осуществления враждебного поглощения. По этой причине нельзя исключить возможность дальнейшего расширения практики банкротства крупных, потенциально привлекательных предприятий. Скорее всего, в ближайшие годы неоднозначность влияния банкротства на экономическое развитие станет еще более очевидной.

Существующие в настоящее время *международные кодексы и принципы корпоративного управления* объективно представляют собой дипломатичное обобщение позитивных новаций развития весьма различающихся национальных моделей. Соответственно на практике некое универсальное международное соглашение о единой модели корпоративного управления и едином наборе детализированных правил корпоративного управления вряд ли оправданно. В принципе, можно согласиться лишь с подходом, что ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность являются действительно универсальными стандартами для всех режимов корпоративного управления.

Своя специфика имеется в анализе возможностей использования опыта *наднационального регулирования* корпоративного управления (законодательства о компаниях) на уровне ЕС. Если обратиться к актуальным задачам реформы законодательства о компаниях, которые стоят на повестке дня в России, то здесь, бес-

спорно, существует много общего с текущими задачами соответствующей реформы в ЕС. Среди наиболее приоритетных прикладных задач для России целесообразно выделить такие области, как слияния и поглощения, контроль крупных сделок, аффилированные структуры, бенефициарные владения и ответственность собственников, группы компаний, банкротства, сохраняющиеся объемы участия государства в корпорациях. На наш взгляд, применительно к использованию опыта ЕС для России целесообразно обсуждение ряда позитивных новаций, так или иначе присутствующих в актах ЕС, в частности:

- утверждение новых норм законодательства о компаниях публично всеми сторонами (исходя из процедуры, принятой для разработки Директив ЕС);
- зависимость уровня раскрытия информации (прозрачности) от экономических условий: размер компании, организационно-правовая форма компании, концентрация владения (Четвертая Директива и другие);
- защита прав кредиторов и требование независимой оценки при слиянии и разделении компаний (Третья и Шестая Директивы);
- регулирование прав работников компании при реорганизации (Директива 77/197);
- разработка условий, при которых компании с дочерними обществами должны составлять консолидированную отчетность (Седьмая Директива), хотя трудности очевидны (Директива не реализована даже во всех странах ЕС);
- прозрачные и понятные требования к физическим и юридическим лицам, которые осуществляют функции аудита (Восьмая Директива), хотя очевидны проблемы эффективного аудита при слиянии собственности и управления (Россия) или «марионеточном» совете директоров (некоторые страны ЕС);
- принципы функционирования компаний с ограниченной ответственностью, включающих одного акционера (Двенадцатая Директива), что особенно важно в условиях России с учетом тенденции к закрытости компаний и проблемы ответственности владельцев;

- использование предложений в области сотрудничества с наемными работниками как рекомендательных для компаний, хотя по данному вопросу более приемлема позиция стран со слабыми традициями сотрудничества (в частности, подход Великобритании: такие положения неуместны в рамках корпоративного права);
- предложения Группы экспертов высокого уровня и Директива 2004 г. о регулировании поглощений;
- опыт обеспечения прозрачности судопроизводства на уровне ЕС и контроля Евросуда за реализацией требований Директив и других актов ЕС.

Наиболее эффективный путь совершенствования стандартов корпоративного управления (добровольных на уровне Кодекса, а впоследствии – законодательно закрепленных) – эволюционное внедрение «технологичных» новаций, которые не противоречат экономико-правовым особенностям национальной модели, формирующейся в России. Иными словами, оптимальный подход к улучшению кодексов корпоративного управления (поведения) состоит в соблюдении следующих принципов: кодекс должен быть более жестким по сравнению с требованиями законодательства, но при этом добровольным для всех заинтересованных субъектов; частично исполняемым при листинге (собственные требования торговых систем, вариант – законодательное требование для публичных компаний). При этом по мере апробации часть требований может включаться в законодательство, хотя есть и обратный путь, который зависит от «культуры контрактов», – сужение законодательства и расширение саморегулируемых стандартов или принципа «исполняй или объясняй».

В этой связи в российский Кодекс корпоративного поведения (далее – Кодекс) целесообразно внести следующие новации, уже нашедшие свое отражение в 2000-е годы в актах добровольного регулирования как в мире, так и в Европе:

<u>В сфере раскрытия информации:</u>

1) дополнить рекомендациями о наличии в годовом отчете компании отдельного раздела, посвященного корпоративному управлению, поскольку это позволит акционерам и инвесторам получить четкую картину того, каким образом осуществляется корпоратив-

ное управление в компании и соблюдаются нормы законодательного и добровольного регулирования корпоративного управления. Указанный отчет должен быть отдельно размещен на интернет-сайте компании. Ответственность за годовой отчет о корпоративном управлении должен нести совет директоров;

2) включить более подробные рекомендации относительно раскрытия информации о совете директоров в годовом отчете компании;

3) рекомендовать российским компаниям раскрывать в годовом отчете либо в отдельном отчете информацию об индивидуальном посещении директорами заседаний совета директоров, о деятельности его комитетов и о деятельности каждого члена совета директоров индивидуально. При этом оценку деятельности председателя совета директоров должны осуществлять независимые директора. Годовой отчет также, согласно рекомендациям некоторых кодексов, должен содержать информацию о заседаниях совета директоров, в том числе о тех, на которых совет директоров обсуждает свою работу, а также работу правления. Целесообразно рекомендовать раскрывать в годовом отчете информацию об основаниях, по которым те или иные директора признаются независимыми;

4) более детально изложить рекомендации относительно содержания интернет-сайта компании. В частности, целесообразно рекомендовать, чтобы раздел интернет-сайта компании, предназначенный для акционеров, содержал возможности для предоставления on-line консультаций касательно голосования и оформления доверенностей либо по скачиванию и пересылке по электронной почте формы доверенности и соответствующих инструкций. Также целесообразно рекомендовать размещать на интернет-сайте компании информацию относительно роли и полномочий, делегированных советом директоров комитетам; об условиях назначения неисполнительных директоров; в случае если компания привлекала консультантов по вознаграждениям, информацию о том, связаны ли они каким-либо иным образом с компанией;

5) закрепить рекомендации относительно раскрытия информации институциональными инвесторами.

В сфере выплаты вознаграждений членам органов управления и работникам:

1) рассмотреть вопрос об изменении общего подхода, установленного кодексом, к определению размера вознаграждений членов совета директоров, а именно о применении дифференцированных принципов для определения размеров вознаграждений каждого члена совета директоров индивидуально. Целесообразно также включить рекомендацию, в соответствии с которой директора не должны участвовать в определении собственного вознаграждения;

2) обратить внимание на рекомендацию, изложенную в Принципах корпоративного управления ОЭСР, а также в некоторых других кодексах, в соответствии с которой часть компенсационных схем, выплачиваемая в форме акций, реализуемая в отношении членов правления и работников компании, должна одобряться акционерами;

3) включить рекомендацию, в соответствии с которой комитет по вознаграждениям предварительно должен разъяснить акционерам правила реализации опционных схем, схем, по которым членам совета директоров передаются акции, а также правила выплаты иных вознаграждений и стоимость их реализации;

4) закрепить рекомендацию, в соответствии с которой независимые директора не могут участвовать в опционных и пенсионных программах компании;

5) рассмотреть рекомендации, в соответствии с которыми акции, переданные в ходе реализации опционных, а также иных аналогичных схем, не должны передаваться получившими их лицами другим лицам в течение определенного периода времени;

6) рассмотреть вопрос о включении в Кодекс корпоративного поведения рекомендации об участии аудитора в разработке и оценке схем, направленных на стимулирование должностных лиц компании;

7) закрепить более подробные рекомендации относительно раскрытия информации о выплачиваемых компанией вознаграждениях. В частности, следует рекомендовать компаниям раскрывать информацию о политике и принципах установления вознаграждений членов органов управления, а также о ее применении,

включая подробную информацию о фиксированной и гибкой частях вознаграждения членов органов управления; критерии, в соответствии с которыми у членов того или иного органа управления возникает право на участие в стимулирующих программах, и объяснение на предмет соответствия указанным критериям члена органа управления; пенсионные схемы и связанные с их реализацией расходы компании и др. Также следует рекомендовать российским компаниям раскрывать информацию не только об общем размере вознаграждений членов соответствующих органов управления, но и о размерах индивидуальных вознаграждений как членов органов управления, так и должностных лиц, относящихся к главному менеджменту, включая вознаграждения, выплачиваемые соответствующим должностным лицам в связи с должностями, занимаемыми в аффилированных компаниях.

В сфере проведения общего собрания акционеров:

1) дополнить рекомендацией относительно трансляции общих собраний акционеров через Интернет. При этом целесообразно указать, что решение о трансляции собрания акционеров через Интернет должно быть принято непосредственно на общем собрании акционеров;

2) дополнить рекомендацией, в соответствии с которой должна вестись запись общего собрания акционеров на магнитофонную пленку и запись должна быть доступна акционерам в случае каких-либо разногласий;

3) включить рекомендацию, в соответствии с которой собранию акционеров может быть предоставлено право принимать решение об утверждении списка гостей, которые не являются акционерами компании и хотели бы присутствовать на общем собрании акционеров. При этом указанное решение по вопросу о допуске лиц, не являющихся акционерами компании, может быть принято простым большинством голосов;

4) дополнить более подробными рекомендациями относительно взаимоотношений компании с аналитиками, инвесторами и институциональными инвесторами.

В сфере деятельности совета директоров:

1) дополнить подробными рекомендациями относительно оценки деятельности совета директоров. В частности, следует реко-

мендовать компаниям установить порядок оценки и обзора эффективности деятельности совета директоров и раскрывать информацию об этом. Оцениваться должна не только деятельность совета директоров в целом, но также деятельность комитетов совета директоров и индивидуальная деятельность каждого члена совета директоров. Оценку индивидуальной деятельности директоров рекомендовать осуществлять независимыми директорами с учетом мнения исполнительных директоров. Информация об оценке деятельности совета директоров должна раскрываться в годовом отчете компании. При этом в случае необходимости также должна быть раскрыта информация о том, какие действия были предприняты по результатам такой оценки;

2) включить рекомендацию о том, что неисполнительные директора должны регулярно проводить заседания в отсутствие исполнительных директоров, а также заседания без участия председателя совета директоров с целью оценки его деятельности;

3) рассмотреть вопрос о включении рекомендации, в соответствии с которой председатель совета директоров должен отвечать критериям независимости;

4) дополнить рекомендацией, в соответствии с которой председатель совета директоров, в случае если он является председателем комитета по назначениям, не должен возглавлять комитет по назначениям при решении вопроса о выборе преемника на должность председателя совета директоров. Также целесообразно закрепить рекомендацию, в соответствии с которой члены комитета по назначениям должны отражать интересы различных категорий собственников. При этом по крайней мере один член комитета должен быть связан с миноритарными акционерами;

5) дополнить рекомендации относительно состава и деятельности комитета по аудиту совета директоров, в частности, расширить компетенцию комитета по аудиту;

6) дополнить рекомендацией, в соответствии с которой комитет по аудиту должен нести основную ответственность за разработку рекомендаций по назначению, повторному назначению и отстранению от должности внешних аудиторов. В случае если совет директоров не примет рекомендации комитета по аудиту, соответствующая информация должна включаться в годовой отчет, а также в

другие документы, в которых содержатся рекомендации относительно назначения либо повторного назначения внешнего аудитора, либо в отчет комитета по аудиту, в котором должны также содержаться разъяснения относительно представленных рекомендаций и причины, по которым совет директоров принял другую позицию;

7) изменить порядок уведомления членами совета директоров о конфликте интересов и установить, что о любом конфликте интересов следует уведомлять председателя совета директоров.

В отношении инфорсмента предпочтение должно быть отдано «рыночному» варианту, однако лишь одновременно с усилением механизмов внутреннего мониторинга в компании (права миноритариев, улучшение системы голосования, раскрытие информации, которые обеспечивают лучший менеджмент и отчетность правления). С установлением жесткой взаимосвязи между рыночным инфорсментом и этими внутренними инструментами корпоративного управления система корпоративного управления в целом может быть «усилена» лучше, чем на основе введения (ужесточения) формальных законодательных требований.

Библиография

Алексеев Н.С. (2000). Теория управления «Эпохи без закономерностей» // Менеджмент в России и за рубежом. № 3.

Асосков А. (1998). Акционерное законодательство Европейского союза // Право и экономика. 1998. № 4. С. 99–104.

Витрянский В.В. (1998). Новое законодательство о несостоятельности (банкротстве) // Хозяйство и право. № 3.

Волков А.А., Привалов А.Н. (2001). А ну-ка, отними! // Эксперт. № 1–2.

Вышегородцев И. (2005). Что будет с банкротствами // Слияния и поглощения. № 1

Гайдар Е.Т. (2005). Долгое время. Россия в мире: Очерки экономической истории. М.: Дело.

Гайдар Е.Т. (2003). Современный экономический рост и стратегические перспективы социально-экономического развития России. М.: ИЭПП.

Гайдар Е.Т. (2002). Экономика переходного периода // Финансово-кредитный энциклопедический словарь. М.: Финансы и статистика, 2002. С. 1090–1092.

Глотова С.В. Прямая применимость (эффект) директив европейских сообществ во внутреннем праве государств – членов ЕС // Московский журнал международного права. М., 1999. № 3. С. 175–188.

Голикова В.В., Долгопятова Т.Г., Кузнецов Б.В., Симачев Ю.В. (2003). Спрос на право в области корпоративного управления: эмпирические свидетельства. В сб.: Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе. № 148. М.: МОНФ. С. 229–339.

Дмитриев М.Э. В защиту национализации // Коммерсант. 2006. 30 января. С. 1, 8.

Зеккер Ф.Ю. (2001). Основы единообразного толкования права Европейского союза // Проблемы гражданского и предпринимательского права Германии. М.: БЕК, 2001. С. 28–31.

Илларионов А.Н. Другая страна // Коммерсантъ. 2006. 23 января. С. 1, 8.

Интервью с исполнительным директором Центра по международному частному предпринимательству (CIPE) доктором Дж.Д. Салливэном: Корпоративное управление: необходимость учета уроков кризиса // Управление компанией. 2004. № 12.

Интервью с руководителем Федерального агентства по управлению федеральным имуществом В. Назаровым // Ведомости. 2004. 18 мая.

Интервью Т. Трефиловой // 2004. Коммерсантъ. 13 февраля.

ИЭПП (2003) Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1998–2002. М.: Дело.

Коуз Р. (1993). Фирма, рынок и право. М.: Дело.

Кулагин М.И. (1997). Избранные труды. М.: Статут.

Маршалл А. (1983). Принципы политической экономии. Вып. 1. М.: Прогресс.

Материалы «круглых столов» (по странам) по корпоративному управлению OECD и World Bank 1999–2004 (www.oecd.org).

Мау В.А. Новый НЭП //Коммерсантъ. 2006. 9 февраля. С. 1, 8.

Межераупс И.В., Радыгин А.Д. Новации корпоративного законодательства в США и России. Доклад, представленный на «круглом столе» по корпоративному управлению в переходной экономике. ИЭПП. 16 января 2004 г. (www.iet.ru).

Мошкович Б. Призрачная прозрачность или управляемая стоимость бизнеса? // Управление компанией. 2002. № 12. С. 69–72.

Норт Д. (1991). Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М.: Начала.

Обзор основных положений закона Сарбейнса–Оксли от 2002 г. Ernst and Young. Сентябрь 2002 г., www.lin.ru.

От разрушения к созиданию. Путь России XXI в. Основные положения социально-экономической программы Г.А. Зюганова, кандидата в президенты России от народно-патриотических сил. Москва. 25 мая 1996 г.

ОЭСР (1999, 2004). Принципы корпоративного управления ОЭСР.

ОЭСР (2002). Белая книга по вопросам корпоративного управления в России. Париж, 2002.

Первый год действия нового закона о банкротстве: результаты и перспективы. (2004). Материалы конференции Торгово-промышленной палаты РФ, ВАС РФ и Государственной Думы ФС РФ. 24 февраля 2004 г.

Политика национальной безопасности Российской Федерации (1996–2000) (проект) // НГ-Сценарии. 1996. № 2.

Попадюк Н. Частная ли частная собственность в России? // Вопросы экономики. 2006. № 1.

Радыгин А. (2002(а)). Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. 2002. № 1. С. 101–124.

Радыгин А.Д. (2002(б)). Сопротивление корпоративному агрессору. Банкротства в России // Журнал для акционеровъ. № 4. С. 26–28.

Радыгин А. (2003). Регулирование норм корпоративного управления в России и ЕС: ограничения, возможности и перспективы унификации // Экономика переходного периода. Сборник избранных работ 1999–2002. М.: Дело. С. 829–856.

Радыгин А. Россия в 2000–2004 годах: на пути к государственному капитализму? // Вопросы экономики. 2004. № 4. С. 42–65.

Радыгин А., Мальгинов Г. Рынок корпоративного контроля и государство // Вопросы экономики. 2006. № 3. С. 65.

Радыгин А.Д., Симачев Ю.В. (2003). Банкротства // Гайдар Е.Т. (ред.). Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1998–2002. М.: Дело. С. 498–512.

Радыгин А., Межераупс И. Реформирование стандартов корпоративного управления в 2000-е гг.: международный опыт и рекомендации для России. М.: ТАСИС, 2005.

Радыгин А., Энтов Р. (1999). Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП.

Радыгин А., Энтов Р., Гонтмахер А. и др. (2004). Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. Научные труды № 73Р. М.: ИЭПП.

Радыгин А., Энтов Р., Межераупс И. (2002). Проблемы правоприменения (инфорсмента) в сфере защиты прав акционеров. М.: ИЭПП.

Радыгин А., Энтов Р., Межераупс И. (2003). Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: ИЭПП.

Радыгин А., Энтов Р., Шмелева Н. (2002). Проблемы слияний и поглощений в корпоративном секторе. М.: ИЭПП.

Радыгин А., Энтов Р., Симачев Ю., Свейн Х. и др. (2005). Институт банкротства: становление, проблемы, направления реформирования. М.: ИЭПП–CEPRA.

Радыгин А., Энтов Р. (2003). Инфорсмент прав собствености и контрактных обязательств: теоретические подходы и опыт России. В кн.: Экономика переходного периода. Сборник избранных работ 1999–2002. М.: Дело. С. 794–828.

Розанов В.В. Уединенное (1912 г.). М.: Правда, 1990. Т. 2.

Рудык Н.Б., Семенкова Е.В. (2000). Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием. М.: Финансы и статистика.

Самуэльсон П.Э., Нордхаус В.Д. Экономика: Пер. с англ. 16-е изд. Издательский дом «Вильямс», 2005. С. 389.

Симачев Ю. (2003). Институт несостоятельности в России: спрос, основные тенденции и проблемы развития // Вопросы экономики. 2003. № 4.

Сонин К., Журавская Е. (2000). Банкротство в России: ни защиты кредиторов, ни реструктурирования // Обзор экономики России. Основные тенденции развития. М.: РЕЦЭП.

Степанов В.В. (1999). Несостоятельность (банкротство) в России, Франции, Англии, Германии. М.: Статут.

Телюкина М.В. (2004). Основы конкурсного права. М.: Волтерс Клувер.

Фуруботн Э.Г., Рихтер Р. (2005). Институты и экономическая теория. Спб.

Чечелева Т.В. (ред.) (2003). Эффективный экономический рост: теория и практика. М.

Шмелев Н.П. (отв. ред.) (2002). Европа: вчера, сегодня, завтра. Монография коллектива ведущих ученых Института Европы РАН. М.: Экономика.

Энтов Р., Радыгин А., Межераупс И., Швецов П. (2006). Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. Научные труды № 101. М.: ИЭПП.

Юданов Ю. (2001). Европейские корпорации в условиях глобализации // Мировая экономика и международные отношения. 2001. № 11. С. 66–74.

Яковлев В.Ф. (2004). Стенограмма совещания председателей арбитражных судов Российской Федерации 11 февраля 2004 г. http://www.arbitr.ru/news/press/2004/20040322/index.htm.

Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth. In: Aghion Ph., Durlauf St. (eds.). Handbook of Economic Growth, North Holland, 2004.

Aghion P., O. Hart, J. Moore Insolvency Reform in the UK: A Revised Proposal // Insolvency Law and Practice. 1995. Vol. 11. P. 67–74.

Aghion Ph., Howitt P., Mayer-Foylkes D. The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence // The Quaterly Journal of Economics. Vol. CXX. February 2005, pp. 173–222.

Allen F. (1993). Stock Markets and Resource Allocation" in "Capital Markets and Financial Intermediation" ed. by C. Mayer, X. Vives Cambridge University Press 1993.

Allen F., D. Gale A Welfare Comparison of the German and U.S. Systems. – "European Economic Review", 1995. Vol. 39, pp. 179–209.

Allen F., D. Gale "Comparing Financial Systems" MIT Press: Cambridge, 2000.

Almazan A., J. Suarez, S. Titman (2003) "Stakeholders, Transparency and Capital Structure". NBER Working Paper 10101. Cambridge Mass. November 2003.

Andersen (1990): European Economic Interest Groupings. Butterworth.

Andrade G., Mitchell M., Stafford E. New Evidence and Perspectives on Mergers. – Journal of Economic Perspectives, 2001), Vol. 15, May.

Baird D. The Uneasy Case for Corporate Reorganizations. – "The Journal of Legal Studies", 1986. Vol. 15, pp. 127–147.

Bebchuk L. “Using Options to Divide Value in Corporate Bankruptcy”. NBER Working Paper № 7614, Cambridge, Mass, 2000.

Bebchuk L. A New Approach to Corporate Reorganizations. – “Harvard Law Review”, 1988 . Vol. 101, pp. 775–804.

Beck T., A. Demirgus-Kunt, R. Levine Law, Endowments and Finance. – “Journal of Financial Economics”, 2003. Vol. 58.

Beck T., Demirgus-Kunt A., Levine R., Maximovic V. Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. In: Financial Structure and Economic Growth, 2001, pp. 207–208.

Berglof E., Bolton P. The Great Divide and Beyond: Financial Architecture in Transition. – Journal of Economic Perspectives, 2002, Vol. 16, №1, pp. 77–100.

Berglof E., E.-L. von Thadden (1999): The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. June 1999.

Berglof E., von Thadden E.-L. The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Developing and Transition Economics. In: Annual World Bank Conference on Development Economics, 1999, Washington.

Berkovich E., R. Israel Optimal Bankruptcy Laws Across Different Economic Systems. – “The Review of Financial Studies”, 1999 Vol. 12, pp. 347–377.

Berkovich E., R. Israel, J. Zender The Design of Bankruptcy Law: a Case for Management Bias in Bankruptcy Reorganizations. – “Journal of Financial and Quantitative Analysis”, 1998. Vol. 33, pp. 441–464.

Berkovich E., R. Israel, J. Zender Optimal Bankruptcy Law and Firm Specific Investments. – “European Economic Review”, 1997. Vol. 41, pp. 487–497.

Bermann G.A., R.J.Goebel, W.J.Davey, E.M.Fox, eds. (1997): European Community Law Selected Documents (Including European Union Materials) 1998 Ed.St.Paul, Minn.

Bhagat S., A. Shleifer, R. Vishny (1990) Hostile Takeovers in the 1980's: the Return to Corporate Specialization. – «Brooking Papers on Economic Activity: Microeconomics», 1990 pp.1–72.

Boardman A.E., A.R. Vining (1989) Ownership and Performance in Competitive Environments: a Comparison of the Performance of

Private, Mixed and State-Owned Enterprises. — Journal of Law and Economics. Vol. 32, p. 1-32

Bolton P., von Thadden E.-L. (1998) Block, Liquidity and Corporate Governance. Journal of Finance, 1998, Vol. 53, pp. 1–25.

Boot A., A. Thakor (1997) Financial System Architecture. – "Review of Financial Studies" Vol. 10, pp. 693–733.

Bradley M., Desai A., Kim E. Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. Journal of Financial Economics, 1988, Vol. 21, pp.3–40.

Bradley M., Desai A., Kim E. The Rationale Behind Interfirm Tender Offers Information or Synergy? Journal of Financial Economics, 1983, Vol. 10, pp. 183–206.

Brooks R., Del Negro M. The Rise in Comovement across National Stock Markets: Market Integration or IT Bubble. Federal Reserve Bank of Atlanta. – Working Paper 2002-17a, September, 2002.

Bushee B., C. Noe (2000). Corporate Disclosure Practices, Institutional Investors, and Stock Return Volatility. – "Journal of Accounting Research" Vol. 38, Supplement, pp. 171–202.

Bushman R., Q. Chen, E. Engel, A. Smith (2000) "The Sensitivity of Corporate Governance Systems to Timeliness of Accounting Earnings". University of Chicago Working Paper 2000.

Buxbaum, Hopt (1988): Legal Harmonisation and the Business Enterprise. Walter de Gruyter.

Chalmers D. (1998): European Union Law. Vol. 1. Law and EU Government. Dartmouth.

Chalmers D., E.Szyszczak (1998): European Union Law. Vol.2. Towards a European Policy? Dartmouth.

Charkham J. (1994): "Keeping Good Company". Oxford, Clarendon Press.

Charkham J., Simpson A. (1999): Fair Shares: The Future of Shareholder Power and Responsibility, Oxford Univ Press, 1999.

CIFAR, Center for International Financial Analysis and Research (1993) International Accounting and Auditing Trends. Vol. I, 3-rd Edition. Princeton, NJ.

Claessens S., Djankov S., Klapper L. Resolution of Corporate Distress in East Asia. – Journal of Empirical Finance, 2003, Vol. 10, pp. 199–216.

Claessens S., S. Djankov, D. Klingebiel "Financial Restructuring in East Asia: Halfway There?" in: "Resolution of Financial Distress: An International Perspective on the Design of Bankruptcy Laws" ed. by S. Claessens, S. Djankov, A. Mody. World Bank: Washington, 2000.

Coase R. (1960), The problem of social costs. – In: Journal of Law and Economics, 1960, Vol. 3, № 1, pp. 1–44.

Coffee J.C. (1988): "Shareholders Versus Managers". Oxford University Press.

Coricelli F., G.-M. Milesi-Ferreti On the Credibility of "Big Bang" Programs: A Note on Wage Claims and Soft Budget Constraints in Economy in Transition. – "European Economic Review", 1993. Vol. 37, pp. 387–395.

Corporate governance policy – guidelines for better control and transparency for owners of companies quoted on the Swedish stockmarket, 2001.

De Angelo A., De Angelo L., Rice E. Going Private: Minority Freezeouts and Stockholder Wealth. Journal of Law and Economics, 1984, pp. 367–401.

Demsetz H. Towards a Theory of Property Rights. – American Economic Review, 1967, Vol. 57.

Diermeier D., Ericson J., Frye T., Lewis S. Credible Commitment and Property Rights: The Role of Strategic Interaction Between Political and Economics Actors. In.: The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economies. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press, 1997. P. 20–42.

Dine J. (1998): Company law. 3d edition. Macmillan.

Directive 2004/25/EC of the European Parliament and of the Council of 21 April 2004 on takeover bids.

Djankov S., La Porta R., Lopes de Silanes F., Shleifer A. Courts: the Lex Mundi Project. NBER Working Paper № 8890, 2002, Cambridge, Mass.

Dorresteijn F., I.Kuiper, G.Morse (1994): European Corporate Law. Boston.

Dubey P., Genakoplos, M. Shubik (1982) “Revelation of Information in Strategic Market Games: a Critique of Rational Expectations” Discussion Paper 643. Cowles Foundation 1982.

EASD (2000): Corporate Governance Principles and Recommendations. European Association of Securities Dealers, May 2000.

EASD (European Association of Securities Dealers) Principles and Recommendations, May 2000 (www.ecgi.org).

EASD Corporate Governance Principles and Recommendations, 2000.

EBRD Transition Reports, 1995–2005. EBRD.

ECGN (1998): Corporate Governance and Disclosure in a Transatlantic Perspective. Centre for Economic Policy Research and European Corporate Governance Network, Brussels.

Eurosharehoiders (2000): Corporate Governance Guidelines 2000. The European Shareholders Group. Brussels, February 2000.

Eurosharehoiders Corporate Governance Guidelines 2000.

Evans A. (1998): A Textbook on EU Law. Oxford.

Fama E. (1970) Efficient Capital Markets: a Review of Theory and Empirical Work. Journal of Finance, 1970, Vol.25, pp.383–417.

Fama E. (1980) Agency Problem and the Theory of Firm. – “Journal of Political Economy” Vol. 88, pp. 288–307.

Fama E. (1985) What Is Different About Banks? – “Journal of Monetary Economics” Vol. 17, pp. 239–249.

Fama E. (1991) Efficient Capital Markets II. Journal of Finance, 1991, Vol. 46, pp. 1575–1617.

Fama, E. (1998) Market Efficiency, Long-term Returns, and Behavioral Finance, Journal of Financial Economics, 1998, 49, pp. 283—306.

Ferrarini G., Hopt K.J., Winter J., Wymeersch E., Eds. Reforming Company and Takeover Law in Europe. Oxford University Press, 2004.

Fremond O., M.Capaul (2002): Corporate Governance: One Size Fits All? – http://rru.worldbank.org/Hot_Topics_Fremond_Capaul.asp.

Goldin I., Reinert K. Globalization for Development: Trade, Finance, Aid, Migration, and Policy. A copublication of the World Bank and Palgrave Macmillan. – 2006. – c.85.

Gregory H.J. (2001), The globalization of corporate governance, Weil, Gotshal and Manges LLP.

Gregory H.J. (2002): Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, Weil Gotshal and Manges LLP.

Grossman S., Hart O. (1986), The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. Journal of Political Economy, 1986, 94, 691–719.

Grossman S., J. Stiglitz (1980) On the Impossibility of Informationally Efficient Markets. – "American Economic Review" Vol. 70 №3, pp. 393–408.

Hall B., Liebman J.The Taxation of Executive Compensation. NBER Working Paper, 2000.

Harm-Jan de Kluiver (1996): Disparities and Similarities in European and American Company Law. – In: Current Issues of Cross-Border Establishment of Companies in the European Union. Hauge

Hart O. Firms, Contracts, and Financial Structure. Clarendon Press. Oxford. 1995.

Hart O., R. La Porta Drago, F. Lopez-de-Silanes, J. Moore A New Bankruptcy Procedure That Uses Multiple Auctions // European Economic Review. 1997. Vol. 41, pp. 461–473.

Hart O., Moore J. Property Rights and the Nature of Firm // Journal of Political Economy. 1990. Vol. 98, pp. 1119–1158.

Healey P., Q. Hutton, K. Palepu (1999) Stock Performance and Intermediation Changes Surrounding Increases in Disclosure // Contemporary Accounting Research. Vol. 16, pp. 485–520.

Holmstrцm B. Agency Costs and Innovation // Journal of Economic Behavior and Organization. 1989. Vol. 12.

Holmstrцm B., Kaplan S. Corporate Governance and Merger Activity in the U.S.: Making Sense of the 1980's and 1990's. NBER Working Paper № 8220, 2001,Cambridge, Mass.

Holmstrom B., S. Kaplan (2003) "The State of the U.S. Corporate Governance: What's Right and What's Wrong?" NBER Working Paper 9613 April 2003.

Holmstrцm B., Tirole J. Market Liquidity and Performance Monitoring. Journal of Political Economy, 1993, Vol. 101, pp.678–709.

Hopt K. (2000): Modern Company Law Problems: A European Perspective. – In: Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends. Stockholm, Sweden, 7–8 December 2000.

Hopt K.J., H.Kanda, M.J.Roe, E.Wymeersch, S.Prigge, eds. (1998): Comparative Corporate Governance – The State of the Art and Emerging Research. Oxford.

Hume D. (1739–1740) 1969. A Treatise of Human Nature. Ed. by Mossner E.C. London.

ICGN (The International Corporate Governance Network) statement on global corporate governance principles, 2005.

Jensen M. Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // American Economic Review, 1986, p. 323–329.

Jensen M. Takeovers: Their Causes and Consequences. Journal of Economic Perspectives, 1988, pp.21–48.

Jensen M., K. Murphy (1990) Performance Pay and Top Management Incentives // Journal of Political Economy, 1990. Vol. 98, p. 225–264.

Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Financial Economics. 1976. Vol. 3, p. 305–360.

Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E. Corporate Governance in the Asian Financial Crisis // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58, p. 141–186.

Johnson S., Mitton T. Cronyism and Capital Controls: Evidence from Malaysia // Journal of Financial Economics. 2003. Vol. 67, p. 351–382.

Kane E. (2003) 'Continuing Dangers of Disinformation in Corporate Accounting Reports". NBER Working Paper 9634 April 2003.

Kaplan S. The Effects of Management Buyouts on Operations and Value // Journal of Financial Economics. 1989. Vol. 24, p. 217–254.

Klapper L., Love I. Corporate Governance, Investor Protection, and Performance in Emerging Markets. World Bank. Policy Research Working Paper 2818, 2002, Washington.

Klein B., Crawford R., Alchian A. Vertical Integration, Appropriable Rents, and the Competitive Contracting Process // Journal of Law and Economics. 1978. Vol. 21, p. 297–326.

Knight J., North D. Explaining the Complexity of Institutional Change // The Political Economy of Property Rights. Institutional Change and Credibility in the Reform of Centrally Planned Economics. Ed. by D. Weimer. Cambridge University Press 1997, p. 349 – 354.

Korajczyk R., D. Lucas, R. McDonald (1991) The Effect of Information Releases on the Pricing and Timing of Equity Issues // Review of Financial Studies. Vol. 4, p. 685–708.

Kozarzewski P. (2001), Changes in Corporate Governance Structures in Polish Privatised Companies. Early Results from the Survey. Warsaw,CASE, 2001.

Kozarzewski P. (2002), Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. CASE Working Paper. Warsaw, 2002.

Kozarzewski P. Corporate Governance and Secondary Privatization in Poland: Legal Framework and Changes in Ownership Structure. Working Paper. Warsaw, 2002.

La Porta R., F. Lopes-de-Silanes "Creditor Protection and Bankruptcy Law Reform" in: "Resolution of Financial Distress: An International Perspective of the Design of Bankruptcy Laws" Ed. by S. Claessens, S. Djankov, A. Mody. World Bank Washington, 2001.

La Porta R., F. Lopes-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny Investor Protection: Origins, Consequences, and Reform // Journal of Financial Economics. 2003.

La Porta R., F. Lopes-de-Silanes, A. Shleifer, R. Vishny Law and Finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106, p. 1113–1155.

La Porta R., F. Lopes-de-Silanes, A. Shleifer, R. Visny Legal Determinants of External Finance // The Journal of Finance. 1997. Vol. 52, p. 1131–1150.

Libecap G. Comments // Journal of Institutional and Theoretical Economics. 1993. Vol. 149. № 1. P. 29–35.

Lichtenberg F. Corporate Takeovers and Productivity. MIT Press, 1992.

Lin J.Y., Nugent J.B. Institutions and economic development. In: Handbook of Development Economics. 1995. Vol. III, ch. 38.

Manne H. Mergers and the Market for Corporate Control // Journal of Political Economy. 1965. Vol. 73, p. 110–120.

Manne H. Our Two Corporate Systems: Law and Economics // Virginia Law Review, 1967. Vol. 53. p. 259–285.

Mayer C. (1998) Financial Systems and Corporate Governance: a Review of the International Evidence // Journal of Institutional and Theoretical Economics. Vol. 154, p. 144–165.

Merton R. (1987) On the Current State of the Stock Market Rationality Hypothesis. In: "Macroeconomics and Finance: Essays in Honor of F. Modigliani" Ed. by R. Dornbush, S. Fisher and J. Bossons, Cambridge, Mass: MIT Press 1987.

Mill, John Stuart. Principles of Political Economy. Ed. by. W. Ashley. New York: A. M. Keller Publishers, 1965 [1848]. Book II.

Minier J. Are Small Stock Markets Different? // Journal of Monetary Economics. 2003. Vol. 50, p. 1593–1602.

Moody J. The Truth about the Trusts. New York: Moody Publishing Company, 1904.

Morris S., N. Majluf (1984) Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have // Journal of Financial Economics. Vol. 13, p. 187–221

Morris S., H.S.Shin (2002) Global Games: Theory and Applications. CARESS Working Papers, Yale University, 2002.

Mьller J., Hochreiter R. Stand und Entwicklungstendenzen der Undternehmenskonzentration in der Bundesrepublick. Gцttingen: Schwartz, 1976.

Murphy K. Corporate Performance and Managerial Remuneration: An Empirical Analysis // Journal of Accounting and Economics. 1985. Vol. 11, p. 11–42.

NASDAQ corporate governance summary of rules changes. November 2003. Источник – www.nasdaq.com.

North D. (1981), Structure and Change in Economic History, W.W. Norton.

North D.C (1990): Institutions, Institutional Change and Economic Performance. Cambridge, Cambridge University Press.

North D. Institutions and Credible Commitment // Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 11–23.

OECD (1999): OECD Principles of Corporate Governance. Paris.

OECD (1999, 2004), Principles of Corporate Governance, Paris, OECD.

OECD (1999–2004), Round Table on Corporate Governance in Russia", OECD in co-operation with USAID and the World Bank, Moscow, Working papers.

OECD (2002): White Paper On Corporate Governance In Russia. Paris, 2002.

Pettis M. The Volatility Machine: Emerging Economies and The Treat of Collapse. – Oxford University. – 2001. – cc. 35–36.

Pistor K., Raiser M., Gelfer S. Law and Finance in Transition Economics // Economics of Transition. July 2000. Vol. 8. № 2, p. 325–368.

Povel P. "Optimal "Soft" and "Tough" Bankruptcy Procedures" Financial Markets Group. Discussion Paper № 240. London School of Economics: London, 1996.

Radygin A., Shmeleva N. (2003) Main Corporate Governance Mechanisms and Their Specific Features in Russia. In: The Economics of Russian Transition. Ed. by Y.Gaidar. Foreword by S.Fischer. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2003. Chapter 15, p. 461-510.

Ramakrishnan R., A. Thakor (1984) Information Reliability and a Theory of Financial Intermediation // Review of Economic Studies. Vol. 51, p. 415–432.

Rapaczynski A. The Roles of the State and the Market in the Establishing Property Rights // Journal of Economic Perspectives. 1996, p. 87–103.

Report of the high level group of company law experts on a modern regulatory framework for company law in Europe. Brussels 4 November 2002.

Roland G. Transition and Economics: Politics, Markets, and Firms. The MIT Press: Cambridge, Mass 2000. Chapter 9.

Roll R. The Hubris Hypothesis of Corporate Takeovers // Journal of Business. 1986. Vol. 59, p. 197–216.

Ross S. The Determination of Financial Structure: The Incentive-Sygnalling Approach. Bell Journal of Economics. 1977. Vol. 8, p. 23–40.

Section 303A Corporate governance rules as of November 3 2004 adopted by New York Stock Exchange. www.nyse.com.

Shleifer A. (2000). Inefficient Markets. An Introduction to Behavioral Finance. Oxford: Oxford University Press 2000.

Shleifer A. (2004). Does Competition Destroy Ethical Behavior? NBER Working Paper 10269 January 2004.

Shleifer A., Summers L. Breach of Trust in Hostile Takeovers. Corporate Takeovers: Causes and Consequence. Ed. by A. Auerbach. Chicago: Chicago University Press, 1988.

Stigler G. Monopoly and Oligopoly by Merger // American Economic Review. 1950. pp. 68–96.

Stiglitz J.E. (2002). Globalization and Its Discontents. NY, London.

The Combined Code on Corporate Governance, 2003.

The Corporate Governance of Listed Corporations. Principles for corporate governance based on consolidation of the 1995, 1999 and 2002 AFEP and MEDEF reports, 2003.

The Cromme Code, 2002, 2003.

The Dutch corporate governance code. Principles of good corporate governance and best practice provisions, 2003.

The OECD Principles of Corporate Governance, 2004.

Tirole J. Corporate Governance. CEPR Discussion Paper № 2086, 1999, London.

Usher J.A. (1998): General Principles of EC Law. London.

Van Gervan, Aalders (1990): European Economic Interest Groupings. Kluwer.

Wachter, van Hulle, Lanau, Schaafsma, Raaijmakers (1989): Harmonisation of Company and Securities Law. Tilbury University Press.

Weil, Gotshal and Manges LLP (2002): Comparative Study Of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union And Its Member States. Final Report and Annexes I–III. On behalf of the European Commission/In consultations with EASD and ECGN, January 2002.

Weingast B. (1993), Constitutions as Governance Structures: the Political Foundations of Secure Markets. – Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. P. 286–311.

Williamson O. (1993), The Evolving Science of Organization.– Journal of Institutional and Theoretical Economics, 1993. Vol. 149. № 1. P. 36–63.

World Bank (1996), From plan to market, World Development Report 1996. Oxford University Press.

Wruck K. Financial Distress, Reorganization, and Organizational Efficiency. – “Journal of Financial Economics”, 1990, Vol. 27, pp. 419–444.

Wymeersch E. Enforcement of Corporate Governance Codes. ECGI, Law Working paper № 46/2005, June 2005.

Институтом экономики переходного периода с 1996 года издается серия "Научные труды". К настоящему времени в этой серии вышло в свет более 100 работ.

Последние опубликованные работы в серии "Научные труды"

№ 103Р *Дробышевский С.М., Трунин П.В., Палий А.А., Кнобель А.Ю.* ***Некоторые подходы к разработке системы индикаторов монито-ринга финансовой стабильности.*** *2006.*

№ 102Р *Шевский В.И., Шишкин С.В.* ***Реформирование первичной медицинской помощи: препятствия и перспективы.*** *2006.*

№ 101Р *Р. Энтов, А. Радыгин, И. Межераупс, П. Швецов.* К***орпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений.*** *2006.*

№ 100Р *Ю.Н. Бобылев, Д.Н. Четвериков.* ***Факторы развития рынка нефти.*** *2006.*

№ 99Р *Дежина И.Г.* ***Механизмы государственного финансирования науки в России.*** *2006.*

№ 98Р *Лазарева О., Денисова И., Цухло С.* ***Наем или переобучение: опыт российских предприятий.*** *2006.*

№ 97Р *В.А. Бессонов, И.Б. Воскобойников.* ***Динамика основных фондов и инвестиций в российской переходной экономике.*** *2006.*

№ 96Р *С. Дробышевский, С. Пащенко.* ***Анализ конкуренции в российском банковском секторе.*** *2006.*

№ 95Р *П. Кадочников.* ***Анализ импортозамещения в России после кризиса 1998 года.*** *2006.*

Радыгин Александр Дмитриевич
Энтов Револьд Михайлович
Абрамов Александр Евгеньевич
Межераупс Ирина Владимировна
Мальгинов Георгий Николаевич
Сизов Андрей Вячеславович
Шмелева Наталия Анатольевна

Внешние механизмы корпоративного управления: некоторые прикладные проблемы

Редакторы: Н. Главацкая, К. Мезенцева
Корректор: Н. Андрианова
Компьютерный дизайн: В. Юдичев

Подписано в печать 28.12.2006.
Тираж 300 экз.

125993, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (495) 629–6736
Fax (495) 203–8816
www.iet.ru
E-mail: info@iet.ru