

# БЭА

Фонд “Бюро экономического анализа”  
103009 Москва, Малый Гнезниковский переулок, 4,  
тел. (095) 937-67-50 факс (095) 937-67-53  
e-mail: [bureau@beap.dol.ru](mailto:bureau@beap.dol.ru)  
Интернет: [www.beafnd.org](http://www.beafnd.org)

---

## Информационно-аналитический бюллетень

**№ 56**

*март 2004 г.*

## **Проблемы корпоративного управления и особенности перераспределения прав контроля в России**

Автор:

Шаститко А.Е.

### **Аннотация**

На основе описания проблем корпоративного управления через призму инструментария новой институциональной экономической теории обозначена сопряженность с другими аспектами экономической организации. Рассматриваются специфические проблемы корпоративного управления, возникающие в переходной экономике (с учетом особенностей режима осуществления перехода в форме приватизации в России), в том числе недобросовестные корпоративные захваты. Показано, что в начале XXI века в России сформировалась модель корпоративного управления, в которой в той или иной форме доминирует собственник-инсайдер со сравнительно коротким временным горизонтом принятия решений. Это создает существенные ограничения для ориентированного на нововведения экономического развития. Если внешние формы контроля действий исполнителя (менеджера) – прежде всего, фондовый рынок и недружественные захваты – работают плохо, а также существует проблема коллективных действия разрозненных акционеров, то прямой контроль через концентрацию блокирующего (или более значительного) пакета акций создает условия для решения проблемы управления поведением исполнителя. Однако ввиду слабой защиты абсолютных (в отличие от относительных) прав собственности модель корпоративного управления включает в качестве компонента формально скрытого собственника и подстраховочные схемы, связанные с использованием зарубежных банков для расчетов, а также инвестиции в персональные отношения с представителями власти. Формулируются основные выводы по направлениям экономической политики, которые могут быть выбраны с тем, чтобы обеспечить более весомый вклад корпоративного управления в обеспечение устойчивости экономического развития

© Бюро экономического анализа, 2004  
© Шаститко А.Е., 2004

## Содержание

Введение .....	2
1. Корпоративное управление: теоретические рамки .....	2
1.1. Суть проблемы корпоративного управления.....	2
1.2. Значение корпоративного управления .....	2
2. Корпоративное управление в условиях переходной экономики. ....	2
3. Недобросовестные корпоративные захваты как выражение специфики корпоративного управления в России. ....	2
3.1. Недобросовестные корпоративные захваты: содержание, формы, значение.....	2
3.2. Влияние институциональной среды на возможности осуществления недобросовестных корпоративных захватов .....	2
4. Заключение: уроки формирования корпоративного управления в России. ....	2
Приложение 1. Недобросовестные захваты в терминах игры “дилемма заключенных” .....	2
Литература .....	2

## Введение\*

Проблемы корпоративного управления в России попали в поле зрения исследователей практически одновременно с началом приватизации, формированием корпоративного сектора. В течение более чем десяти лет данная тема разрабатывается многими российскими и зарубежными исследователями.

Актуальность проблемы поиска эффективной модели корпоративного управления стала еще более значительной после волны корпоративных скандалов в развитых странах, особенно в США (Энрон, Уорлдком и др.), а также вопросов, связанных с перераспределением прав контроля над корпорациями в России, особенно после кризиса 1998 года.

По вопросам корпоративного управления проведено очень большое количество эмпирических исследований, в рамках которых были выявлены факторы, влияющие на формирование модели корпоративного управления в России, а также последствия функционирования и развития данной модели<sup>1</sup>. В этой работе мы не претендуем на то, чтобы на основе новой модели, а также собственного полевого исследования еще раз подтвердить или фальсифицировать гипотезы, выдвинутые другими исследователями.

Основная задача состоит в том, чтобы попытаться понять взаимосвязи между различными аспектами корпоративного управления с учетом уже имеющихся результатов некоторых эмпирических исследований и на этой основе идентифицировать ключевые проблемы корпоративного управления в контексте создания условий для устойчивого экономического развития.

Данная работа состоит из четырех разделов. В **первом разделе** раскрывается суть проблем корпоративного управления через призму инструментария новой институциональной экономической теории и обозначается сопряженность с другими аспектами экономической организации<sup>2</sup>. Во **втором разделе** рассматриваются специфические проблемы корпоративного управления, возникающие в переходной экономике (с учетом особенностей выбранного режима осуществления трансформации в России). В **третьем разделе** в качестве специального вопроса рассматриваются недобросовестные корпоративные захваты, в которых нашли отражение не только особенности существующего законодательства, но и практика его применения. Иными словами, в данном разделе особенности корпоративного управления в России рассматриваются через призму форм и механизмов перераспределения прав контроля. В **четвертом разделе** формулируются основные выводы по направлениям экономической политики, которые могут быть выбраны с тем, чтобы обеспечить более весомый вклад корпоративного управления в обеспечение устойчивости экономического роста (в том числе за счет его инновационности).

---

\* Автор выражает признательность Светлане Авдашевой, Татьяне Долгопятовой, Ростиславу Кокореву за ценные замечания, сделанные во время написания данной работы.

<sup>1</sup> Отметим работы таких исследователей как С. Авдашева, Л. Григорьев, С. Гуриев, Т. Долгопятова, Е. Журавская, Б. Кузнецов, П. Кузнецов, А. Муравьев, А. Радыгин, Ю. Симачев, К. Сонин, Р. Энтов, А. Яковлев и многих других. Среди исследовательских центров, активно занимавшихся проблематикой корпоративного управления, следует выделить Государственный университет - Высшую школу экономики, Институт экономических проблем переходного периода, Фонд «Бюро экономического анализа», Центр экономических и финансовых разработок.

<sup>2</sup> Такую постановку вопроса можно, в частности, найти в [Williamson, 1996]

Работа базируется на идее, сформулированной во многих работах, в которых используется понятийный аппарат новой институциональной экономической теории: институты как правила и механизмы, обеспечивающие их соблюдение, имеют значение с точки зрения эффективного использования ресурсов и устойчивости экономического развития [North, 1991; Норт, 1997, Шализи З. (рук). 2003 и многие др.]. Расшифровывая данный тезис, можно отметить следующее. Институты определяют характеристики прав собственности – как абсолютных (то есть распространяющихся на неопределенный круг лиц), так и относительных (то есть распространяющихся на участников контрактов, содержащих обещания)<sup>3</sup>. Данные характеристики включают такие важные компоненты, как степень защищенности (исключительности) права (в том числе с точки зрения устранения негативных последствий асимметричного распределения информации), бессрочность права (временной аспект), а также механизмы, связанные с возможностями передачи прав другим лицам<sup>4</sup>.

## **1. Корпоративное управление: теоретические рамки**

В данном разделе будет кратко сформулирована суть проблемы корпоративного управления с учетом результатов исследований, проведенных в экономической теории во второй половине XX века. Кроме того, будет раскрыто в общем виде значение корпоративного управления в контексте проблемы эффективного размещения ресурсов и устойчивого экономического развития.

### **1.1. Суть проблемы корпоративного управления.**

Как правило, проблемы корпоративного управления в явной форме или имплицитно связывают с обособлением прав собственности от прав управления в условиях распыленности между множеством акционеров титулов прав собственности [Berle, Means, 1932; Григорьев, 2003; Долгопятова (ред), 2002; Долгопятова, 2003; Лазарева, 2004; Радыгин, Энтов, 2003; Радыгин, Энтов, Межераупс, 2003; Хаши, 2004; Шаститко, 1996], что является основополагающей характеристикой акционерных обществ (корпораций), в которых применяется принцип ограниченной ответственности и обеспечивается возможность продажи (покупки) титулов прав собственности<sup>5</sup>.

Корпоративное управление – частный случай внутрифирменной формы координации деятельности, причем формальные (правовые) характеристики организации (как корпорации) могут значительно отличаться от фактических характеристик<sup>6</sup>. Однако в данной работе мы будем исходить из наличия формальных признаков, если специально не оговаривается иное. Таким образом, учитывая особенности российского законодательства, можно говорить о трех группах, входящих

---

<sup>3</sup> В первом приближении абсолютные и относительные права собственности как аналитическая конструкция, используемая в новой институциональной экономической теории, можно поставить в соответствие абсолютным и относительным правам, которые определены в гражданском праве [Белов, 2003, с.21, Сергеев, Толстой (ред), 1996, с.83-84].

<sup>4</sup> Более подробно см. [Шаститко, 2002а].

<sup>5</sup> Строго говоря, факт распыленности прав собственности между множеством акционеров характерен для «аутсайдерской» модели корпоративного управления [Третьяков, 2004], которая в наиболее отчетливой форме позволяет обозначить особенности данной формы экономической организации относительно других.

<sup>6</sup> Достаточно отметить, что корпорации могут быть на сто процентов государственными или на сто процентов принадлежать одному или нескольким лицам, непосредственно принимающим участие в управлении. В этом случае, по сути дела, речь идет о классической фирме (концентрация прав собственности у одного лица). Данная форма также была предметом исследования в экономической литературе [Alchian, Demsetz, 1972; Eggertsson, 1990].

в корпоративный сектор, предприятий с точки зрения организационно-правовой формы: открытые акционерные общества, закрытые акционерные общества и народные предприятия<sup>7</sup>.

В дальнейшем мы также будем следовать сформировавшейся конвенции, основываясь вместе с тем на том, что корпоративное управление – форма институциональных соглашений, основанная на разграничении де-юре прав собственности и прав управления и связанная с распределением (а также перераспределением) между вовлеченными сторонами пучков правомочий, определяющих множество допустимых видов решений<sup>8</sup> по поводу использования объединенных в пул ограниченных ресурсов в рамках иерархически организованных отношений. Иными словами, корпоративное управление – набор механизмов поиска баланса интересов между заинтересованными сторонами в связи с использованием ограниченных ресурсов и в условиях распределенности прав собственности на фирму между различными группами действующих субъектов. Охват отношений, являющихся объектом исследования в контексте проблем корпоративного управления, во многом зависит как от сформировавшихся исследовательских традиций, так и от особенностей институциональной среды. Существует три варианта определения проблемы корпоративного управления в терминах отношений<sup>9</sup>.

В самом простом виде проблема корпоративного управления сводится к созданию механизмов, которые обеспечивали бы соблюдение интересов акционеров, являющихся де-юре собственниками компании в условиях, когда значимая для принятия решений (как текущих, так и стратегических) информация распределена асимметрично в пользу преследующих собственные интересы менеджеров. В то же время предполагается, что менеджеры обладают сравнительными преимуществами в принятии профессиональных решений. Базовая модель взаимоотношений между менеджерами как исполнителями (агентами) и собственниками как поручателями (принципалами) представлена в [Jensen, Meckling, 1976]. Если акционеры заинтересованы в максимизации стоимости фирмы (соответственно, стоимости тех долей, которыми каждый из них обладает), то управляющие помимо стоимости компаний заинтересованы в максимизации своей полезности, аргументом которой являются частные выгоды, в том числе в неденежной форме. Данные выгоды негативно связаны (корреляционно) с величиной стоимости фирмы. Более точно их можно было бы назвать частными выигрышами, оценка которых может быть выражена в денежном эквиваленте. Формы их разнообразны, начиная от использования функционально избыточных офисов, до найма на работу родственников, друзей, использование средств компании в интересах аффилированных структур [Tirole, 2001, p.8], и заканчивая такими формами недобросовестного поведения как вывод активов из компании, заключение обескровливающих контрактов с поставщиками или потребителями, подконтрольными исполнителю (менеджеру данной компании), инвестиции в неприбыльные проекты [Чиркова, 1999, с.35].

---

<sup>7</sup> В [Долгопятова (ред.), 2002, с.40-41] показано, что народное предприятие является особой организационно-правовой формой и не может быть сведено ни к ОАО, ни к ЗАО, а также к модификациям открытого общества с использованием известной схемы ESOP.

<sup>8</sup> Отметим, что в некоторых работах отмечается принципиальное различие между американской и европейской моделями корпоративного управления в плане учета интересов внешних стейкхолдеров. В данном материале будет использован более широкий европейский подход, позволяющий учитывать вопросы, связанные с интернализацией экстерналий от принимаемых в рамках корпораций решений.

<sup>9</sup> В зависимости от того, каким образом определяется множество стейкхолдеров, термин «корпоративное управление» получает различное содержание. Варианты определения корпоративного управления представлены в [Долгопятова (ред.), 2002, 37; Долгопятова, 2003, с.3]

Вот почему в качестве самостоятельных следует рассматривать такие вопросы корпоративного управления, как распределение прав между менеджерами и акционерами, представительства интересов последних, информированности акционеров о действиях менеджеров, а также применения механизмов контроля, включая систему санкций. С этой целью используется два вида механизмов: внешнего и внутреннего контроля. В числе механизмов внешнего контроля можно выделить (1) фондовый рынок, (2) рынок корпоративного контроля (прежде всего недружественные поглощения, а также банкротства), (3) рынок услуг менеджеров высшего звена. К внутренним методам контроля относится аудит, с помощью которого оцениваются результаты принимаемых в компании решений, а также привлечение неисполнительных директоров, оценка соответствия стандартам практики корпоративного управления в рамках механизма саморегулирования или со-регулирувания)<sup>10</sup>.

Практика развитых стран и тем более стран с развивающейся рыночной экономикой существенно обогатили представления о проблемах корпоративного управления, выявив множество вторичных, хотя от этого ничуть не менее важных, проблем. В их числе отношения: (1) между крупными и миноритарными акционерами; (2) между акционерами, менеджерами, с одной стороны, и внешними стэкхолдерами (поставщики, потребители, кредиторы, государство, население территории, на которой размещено производство соответствующей компании) с другой; (3) между акционерами и менеджерами компании, с одной стороны, и работниками компании, с другой; (4) по поводу враждебных поглощений как способа перераспределения пучков правомочий и соответствующие им механизмы защиты (как санкционируемые акционерами компании-цели, так и предпринимаемые по инициативе менеджмента); (5) характеризующиеся двухъярусностью (легальные и теневые), дополняемые приемами недобросовестных корпоративных захватов (а также недобросовестными приемами защиты от захватов) в условиях незащищенности прав собственности и неразвитости рыночной инфраструктуры перераспределения прав контроля [Бюро экономического анализа, 2004; Долгопятова, 2003; Радыгин, Энтов, 2003; Хаши, 2004; Tirole, 2001].

Именно последней из выделенных проблем в данном материале уделено особое внимание (см. раздел 3). Однако прежде мы обозначим несколько существенных моментов, связанных с пониманием значения корпоративного управления в контексте эффективности размещения ресурсов, экономического развития и системной трансформации.

## **1.2. Значение корпоративного управления**

Значение корпоративного управления определяется двумя важными обстоятельствами:

(1) применением иерархических (централизованных) способов координации (транзакций управления) в условиях ограниченности рациональности и риска оппортунизма, а также специфичности активов в любой современной экономической системе<sup>11</sup>,

---

<sup>10</sup> См., напри мер, [Грачева, 2004].

<sup>11</sup> Напомним, что в Японии, которая известна широким распространением горизонтальных связей между цехами, вместе с тем существовала достаточно жесткая иерархия рангов, построенная в соответствии со значением специфических для соответствующей корпорации знаний и умений (человеческий капитал), которым обладал тот или иной работник [Аоки, 1994].

(2) широким распространением специализации на реализации отдельных правомочий в условиях крупномасштабного и сложноорганизованного производства (с большим количеством внутрифирменных трансакций) в соответствии со сравнительными преимуществами соответствующих групп экономических субъектов [Wallis, North, 1987]<sup>12</sup>.

Второе обстоятельство как раз и связано с расщеплением прав управления и прав собственности, что является ключевой характеристикой отношений, связанных с корпоративным управлением (см. раздел 1.1.).

Эффективная система корпоративного управления может отражаться в таких показателях как устойчивое увеличение капитализации компаний, рост инвестиций, устойчивость экономического роста, с одной стороны, и, вместе с тем, предполагает решение большого количества вопросов (прежде всего, связанных с защищенностью прав собственности и решением проблемы асимметричного распределения информации), с другой.

Как уже было отмечено выше, эффективная система корпоративного управления, при прочих равных условиях, оказывает благоприятное воздействие на стоимость фирмы<sup>13</sup>. Для нас наибольший интерес представляет тезис, что финансовая структура фирмы имеет значение потому, что посредством использования различных финансовых инструментов выстраивается соответствующая им система контроля принимаемых в корпорации решений. Таким образом, множество аспектов корпоративного управления тесно переплетаются с проблемами корпоративных финансов. Однако в связи с этим следует учитывать, что один и тот же по форме финансовый инструмент на самом деле может означать разный режим контроля в зависимости от прав, которыми обладает его собственник, а также механизма, обеспечивающего его соблюдение (в том числе очередность удовлетворения прав требования в случае банкротства компании).

Эффективная система корпоративного управления в условиях институциональной среды, обеспечивающей защищенность прав собственности и условия для добросовестной конкуренции, позволяет генерировать нововведения, что существенно для обеспечения устойчивости экономического роста во время второй экономической революции<sup>14</sup>. Эффективная система корпоративного управления обеспечивает баланс

---

<sup>12</sup> Отметим, что, строго говоря, существуют фирмы, которые, являясь достаточно крупными в международном масштабе, вместе с тем являются не корпорациями, а товариществами, партнерствами. Речь идет, прежде всего, о фирмах в сфере профессиональных услуг, в которых ключевым ресурсом является специфический человеческий капитал, что накладывает отпечаток как на режим спецификации прав собственности, так и на способ их передачи [Милгром, Робертс, 1999, с.288].

<sup>13</sup> Кратко поясним суть данного тезиса. Известно, что в исходном пункте теория корпоративных финансов базировалась на теореме Модильяни-Миллера, упрощенная формулировка которой выглядит следующим образом: стоимость фирмы не зависит от ее финансовой структуры (структуры капитала) [Hart, 2001, p.1080; Милгром, Робертс, 1999, т.1, с.220; Модильяни, Миллер, 2001, с.44; Чиркова, 1999, с.31-32]. Иными словами, многообразие финансовых инструментов, которые используются для финансирования деятельности фирмы, не имеет существенного значения для определения ее рыночной стоимости. К данному тезису примыкает другой: стоимость фирмы не зависит от дивидендной политики фирмы. Однако многочисленные исследования (в том числе Дженсена, Меклинга, Агийона, Болтона, Харта и др.) показали обратное: рыночная стоимость фирмы зависит от ее финансовой структуры. Причем, данная зависимость раскрывается не только в рамках теории управления поведением исполнителя, но и в экономической теории прав собственности, а также в теории трансакционных издержек.

<sup>14</sup> Вторая экономическая революция — радикальное изменение ресурсообеспеченности населения, основанное на эластичном предложении новых знаний, использовании капиталоемких технологий и соответствующих им форм экономической организации [North, 1981].



жесткости требований к менеджерам со стороны других стэхолдеров при сохранении достаточной степени гибкости в принятии решений<sup>15</sup> для инициирования и продолжения прибыльных проектов, предполагающих значительный уровень риска, а также возможности неудачи некоторых проектов.

В то же время эффективная система корпоративного управления (с точки зрения генерирования нововведений) вряд ли возможна без устойчивой защиты прав собственности, обеспечения достаточного уровня открытости, конкуренции и глубины финансовой инфраструктуры экономики [Зингалес, Раджан, 2003].

В [Burki, Perry, 1998] отмечено, что существует прямая взаимосвязь между степенью защищенности прав инвесторов (акционеров) и масштабами развития рынка капитала (фондового рынка). В то же время враждебные поглощения с использованием фондового рынка являются важнейшим средством дисциплинирования менеджеров компаний. Данный тезис основан на предположении, что компании-рейдеры не будут переплачивать за акции, если после получения контроля прибыльность операций фирмы с учетом дисконтирования не компенсирует вложенные средства. Это означает, что, при прочих равных условиях, компания-рейдер может провести такую реструктуризацию, которая повысит эффективность фирмы<sup>16</sup>.

## **2. Корпоративное управление в условиях переходной экономики.**

Важно отметить, что складывающиеся контуры системы корпоративного управления в российской экономике значительно отличаются от «классических» представлений о наборе ключевых вопросов корпоративного управления (хотя это не значит, что данные черты уникальны при межстрановых сопоставлениях). В частности, в [Радыгин, Энтов, 2003, с.445] указаны такие характеристики системы корпоративного управления, как перманентность перераспределения титулов прав собственности в корпорациях, слабость или «дисфункциональность» таких «внешних» механизмов корпоративного управления как рынок ценных бумаг, банкротства, рынок корпоративного контроля; ориентация стимулов менеджеров и крупных акционеров на контроль финансовых активов и «вывод» активов (что особенно широко было распространено в 90-е годы); значительная роль государства в корпоративном управлении (в том числе региональных властей); выборочность и неэффективность защиты прав акционеров государством.

Становление новой модели корпоративного управления (с соответствующей спецификой) в странах с переходной экономикой было связано, прежде всего, с приватизацией государственных предприятий. Способ приватизации оказал существенное влияние на формирование корпоративного управления (эффект зависимости от траектории предшествующего развития) [Андрефф, 2003, с.130; Григорьев, 2003]. Вот почему для понимания особенностей модели корпоративного управления важно понимание процесса приватизации, который в основном пришелся на период 1992-1995 гг. В теоретическом обосновании выбора в пользу массовой и быстрой приватизации, по сути, были два тезиса:

---

<sup>15</sup> Данный тезис сформулирован в [Tirole, 2001, p.19].

<sup>16</sup> Следует учитывать, что данный тезис имеет силу при условии соблюдения достаточно сильных предпосылок: (1) информированность рейдеров о существующих возможностях реструктуризации, (2) способность решения кадровых вопросов, (3) обладание доступом к финансовым ресурсам. В связи с третьим условием нельзя не отметить такое изобретение восьмидесятых годов прошлого века как бросовые облигации.

(1) Необходимо использовать окно возможностей для того, чтобы процесс реформ был необратимым. Данной идее хорошо соответствует примененная схема приватизации, которая предполагала изначальную распыленность прав собственности де-юре (ваучеризация). Теоретически это означало, что практически каждый гражданин становился участником приватизации, что должно было обеспечить политическую поддержку реформам. Другой аспект аргумента от «ваучеризации» - ограничение возможностей менеджеров по выводу активов с предприятий [Nellis, 2001]. Однако результаты оказались совершенно иными.

(2) Даже если изначально предприятия попадут к неэффективному собственнику, затем посредством перераспределения прав они, в конечном счете, окажутся у наиболее эффективного собственника. По умолчанию как бы предполагалось, что с приватизацией должна достаточно быстро возникнуть инфраструктура, обеспечивающая переход прав собственности от неэффективных собственников к эффективным. Иными словами, по умолчанию делалось допущение: результирующая эффективность корпоративного управления не зависит от первоначальной спецификации прав собственности, что в точности соответствует ядру «теоремы Коуза»<sup>17</sup> с одним только дополнением – предпосылкой о нулевых трансакционных издержках. Отметим, также, что в теореме Коуза фактически предполагается четкая специфицированность изначальных прав собственности как условия последующего добровольного обмена. Однако практика приватизации и в данном аспекте также обнаружила существенные отклонения.

Традиционно используется еще один тезис в пользу приватизации: частные предприятия более эффективны, чем государственные ввиду более сильных стимулов к эффективному использованию ресурсов, которыми обладают собственники данных частных предприятий. По мнению Дж. Стиглица, данный тезис вполне соответствует идее, что приватизация монополистов позволит извлечь большие средства для решения проблемы бюджетного дефицита и стабилизации макроэкономической ситуации [Стиглиц, 2003, 78]. Кстати, данный аргумент вполне соответствует модели приватизации посредством залоговых аукционов. Однако это фактически означает предпосылку, которая сводится к тому, что конкуренция не имеет существенного значения для обеспечения результативности реформ, что де-факто было подтверждено проводившейся политикой (но не ее результатами).

Кроме того, есть еще одна сторона рассматриваемого вопроса. Права собственности де-юре далеко не всегда совпадают с правами собственности де-факто. Причем, речь идет не только о различии по принципу формальное - неформальное. В этой связи следует указать, что наряду с приватизацией могла быть проведена стратегия корпоратизации (а точнее - коммерциализации): создание системы жестких бюджетных ограничений для государственных предприятий<sup>18</sup>. Последнее предполагает фактически изменение механизмов управления транзакциями. Возникает

---

<sup>17</sup> Напомним, что краткая формулировка «теоремы Коуза» звучит следующим образом: если трансакционные издержки равны нулю, то эффективность окончательного размещения ресурсов не зависит от первоначальной спецификации прав собственности. Более подробно см. в [Коуз, 1993; Шаститко, 2002, а, б].

<sup>18</sup> Ссылаясь на исследования Виккерса и Ярроу [Vickers, Yarrow, 1988, 1991], Дж. Стиглиц отмечал, что в Польше удалось предотвратить массовое обдирание активов предприятий не посредством массовой приватизации, а посредством корпоратизации [Стиглиц, 2003, с.297]. Вместе с тем в течение длительного периода на сначала советских, а затем и российских государственных предприятиях фактические права собственности директоров расширялись, что однако не сопровождалось соответствующим ужесточением бюджетных ограничений. Данное явление институционализировалось в том числе в праве хозяйственного ведения .

парадоксальная ситуация: для формирования эффективного механизма внутрифирменного управления необходимо повышение эффективности механизмов государственного управления, которые отвечают в том числе за обеспечение соблюдения прав не только государственной, но и частной собственности де-юре.

В случае с российской приватизацией не были приняты во внимание ни проблемы развития конкуренции, ни проблемы, связанные с наполнением доходной части бюджета в результате продажи государственных предприятий. По мнению некоторых исследователей, это было связано с тем, что необратимость процесса приватизации (а в конечном счете – всех реформ) фактически отождествлялась с ее скоростью [Андрефф, 2003, с.125; Григорьев, 2003].

Прежде чем идти дальше, отметим два принципиальных условия эффективности приватизации (которые были нарушены в России): (1) необходимость специфицированности<sup>19</sup> и защищенности прав собственности, гарантом чего должно было выступать государство, (2) возможность низкочастотной передачи прав собственности тем субъектам, которые оценивают ее выше (механизмы рынка корпоративного контроля).

Однако если трансакционные издержки больше нуля, то первоначальное распределение прав собственности значительно влияет не только на эффективность размещения ресурсов, но и на характер экономического развития. Более того, в условиях значительных трансакционных издержек нет гарантий, что сами права собственности будут достаточно защищены. Дело в том, что высокие трансакционные издержки в соответствующих аспектах взаимоотношений между экономическими агентами отражают, при прочих равных условиях, низкое качество институтов<sup>20</sup>, структурирующих взаимодействие между данными агентами.

Во многих исследованиях отмечается, что приватизация в течение 1990-х гг. не привела ни к передаче предприятий эффективным хозяевам, ни к стратегическим инвесторам, и данный процесс идет крайне медленно. В этой связи указывают на то, что не было создано низкочастотного механизма спецификации и защиты прав собственности с помощью государства [Алексахенко, Астапович и др, 2000, Стиглиц, 2003]. Проведенная приватизация оказала негативное влияние на эффективность сформировавшейся в последующем модели корпоративного управления, что по сути отражает тезис о неприменимости логики “теоремы Коуза” в позитивном плане [Андрефф, 2003; Григорьев, 2003, с.359, Стиглиц, 2003, с.198-199].

Высокие трансакционные издержки, связанные с использованием механизма передачи контроля посредством (принятого в странах с развитой финансовой инфраструктурой) враждебного поглощения или банкротства могут приводить (и в действительности приводят) к формированию альтернативных механизмов перераспределения прав собственности между экономическими агентами. Отметим, что данные механизмы по форме похожи на действующие в развитых странах, но по сути отличаются. Пример - "заказные" банкротства, когда процедура банкротства применялась к вполне благополучным в финансовом отношении предприятиям.

---

<sup>19</sup> Напомним, что спецификация прав собственности - создание режима исключительности для отдельного индивида или группы посредством идентификации данных индивидов или группы (определения субъекта права), объекта права, набора правомочий, а также механизма, обеспечивающего их соблюдение. Более подробно см. [Шаститко, 2002а].

<sup>20</sup> В общем плане качество институтов зависит от стимулов и информации, которые делают производительную деятельность более результативной, чем перераспределительную.

Причем, особенность этих механизмов состоит в том, что результат перераспределения прав вовсе не обязательно связан с решением задачи повышения эффективности деятельности того или иного предприятия. После захвата (например, через внешнего управляющего) в условиях незащищенности прав собственности, вывод активов является вполне рациональным выбором лиц, принимающих решения в корпорациях<sup>21</sup>.

Форма альтернативных механизмов передачи прав контроля во многом зависит от соблюдения базового условия: защищенности прав собственности. Если это условие не выполняется, то, скорее всего, рыночные трансакции (с гарантом в лице государства) по поводу корпоративного контроля невозможны.

С чем сопряжена незащищенность прав собственности (абсолютных и относительных)? Во-первых, с несовершенной институциональной инфраструктурой, не позволяющей обеспечить перераспределение титулов прав собственности в соответствии с условиями эффективного размещения ресурсов, допускающей перманентный процесс перераспределения собственности, не связанный с повышением производственной эффективности. Во-вторых, с тем, каким образом эта собственность была получена. Залоговые аукционы середины 90-х годов прошлого века обусловили приватизацию крупных компаний со значительной степенью концентрации собственности. Причем, легитимность такой формы приватизации была под большим вопросом, что создало эффект неопределенности для тех, кто де-факто контролировал данные компании.

Вот почему особенностью доминирующей модели корпоративного управления в России, сформировавшейся в конце 90-х годов прошлого века, стал не только инсайдерский контроль доминирующего собственника [Долгопятова (ред.), 2002, с.39], но и короткий временной горизонт принятия решений применительно к использованию активов [Авдашева, Астапович, Шаститко (ред.), 2000]. Все это предполагает:

(1) сравнительно высокий уровень концентрации собственности у одного или узкого круга акционеров,

(2) непосредственное участие в управлении доминирующего акционера (акционеров) либо жесткий (текущий) контроль за наемным менеджментом,

(3) опора на самофинансирование инвестиционных проектов либо на использование ресурсов контрагентов с установившимися долгосрочными партнерскими отношениями (в том числе в рамках интегрированных бизнес-групп) как средство минимизации риска корпоративного захвата (посредством «заказного» банкротства, что было широко распространено вплоть до 2002 года),

(4) использование страховочных схем с выводом активов (в том числе расчеты между российскими компаниями за рубежом с использованием зарубежной банковской системы), многозвенной системой номинальных собственников акций (подставные фирмы в оффшорах),

---

<sup>21</sup> Отметим, что в условиях положительных трансакционных издержек способы перераспределения прав контроля неравнозначны с точки зрения эффективности использования ресурсов. Вот почему недобросовестный захват может рассматриваться как способ адаптации хозяйствующих субъектов ко внешним условиям процесса перераспределения прав контроля, когда не только права собственности не защищены, но также рыночная оценка компании либо отсутствует, либо сильно искажена.

(5) личные связи с представителями органов исполнительной власти различного уровня,

(6) крайне слабо развитое делегирование полномочий ввиду значительных издержек управления поведением исполнителя.

Важно понимать, что эффективность любой модели корпоративного управления как формы институционального соглашения относительно и зависит от свойств институциональной среды. Модель (модели) корпоративного управления, в наибольшей степени подходящая для развитых финансовых рынков, может оказаться совершенной нежизнеспособной в ситуации, когда права собственности не защищены (в том числе потому, что не соблюдается принцип независимости судов, не решены многие вопросы, связанные с асимметричным распределением информации между заинтересованными сторонами)<sup>22</sup>. Сказанное означает, что в российской экономике компании с распыленной структурой прав собственности, скорее всего, находятся в плохом финансовом состоянии и не проводят активной политики реструктуризации.

### **3. Недобросовестные корпоративные захваты как выражение специфики корпоративного управления в России.**

В данном разделе будет рассмотрена проблема корпоративных захватов в переходной экономике России как отражение специфики модели корпоративного управления, сложившейся в результате приватизации и низкой степени защиты прав собственности. Несмотря на то, что абсолютное число недобросовестных конфликтов не так велико (хотя и исчисляется, по некоторым оценкам, многими сотнями), их негативное значение с точки зрения формирования благоприятного предпринимательского климата нельзя недооценивать.

Данный раздел в основном базируется на материалах проекта, выполненного Бюро экономического анализа в 2003 году и посвященного проблеме выявления механизмов недобросовестных корпоративных захватов и выработке предложений по противодействию их использованию [Бюро экономического анализа, 2004]. Кроме того, некоторые аспекты проблемы недобросовестных захватов, рассмотренные в [Степанов, 2004], также представлены в данном разделе.

#### **3.1. Недобросовестные корпоративные захваты: содержание, формы, значение**

Рынок корпоративного контроля характеризуется двумя формами перераспределения прав контроля – банкротства (без распродажи активов и ликвидации предприятия), с одной стороны, и механизмы враждебных поглощений, с другой. Отметим, что в развитой рыночной экономике враждебность связана, прежде всего, с отчуждением прав принятия решений у высшего менеджмента, в то время как для акционеров компании-цели такое поглощение может быть (хотя и далеко не всегда) вполне дружественным в плане повышения их благосостояния в результате повышения дивидендов или курса акций<sup>23</sup>.

---

<sup>22</sup> Следует учитывать, что внутрикорпоративные реструктуризации могут происходить в рамках разных стратегий, в числе которых защитная и направленная на развитие. Модель корпоративного управления, получившая развитие в России, ориентирована на защитную реструктуризацию [Андрефф, 2003].

<sup>23</sup> В связи со сказанным еще раз отметим обособленность прав управления от прав собственности как ключевой характеристики классической системы корпоративного управления.

Практика недружественных поглощения компаний в развитых странах, получившая особенно широкое распространение в 80-е годы прошлого века, указывает не только на разнообразие форм таких поглощений, но и многообразные методы защиты от них. С этой точки зрения многие аспекты вопроса о методах поглощений находят отражение в содержании защитных действий от поглощений (например, в форме «золотых парашютов», откупных, а также добровольной реструктуризации [Милгром, Робертс, 1999]<sup>24</sup>).

Вместе с тем практика поглощений в российской экономике свидетельствует о том, что игнорировать факт недобросовестных корпоративных захватов (НКЗ) как единичное малозначимое явление некорректно. Тому есть два основания: (1) оценочные абсолютные показатели количества недобросовестных захватов свидетельствуют о том, что это неединичное явление (сотни случаев в год); (2) формирование крайне неблагоприятной атмосферы в предпринимательском сообществе. Кроме того, о наличии такой проблемы свидетельствует возможность НКЗ, заложенная в российском материальном и процессуальном праве.

Недобросовестными корпоративными захватами считаются такие недружественные поглощения, которые основаны на применении технологий перераспределения между заинтересованными лицами прав контроля, которые (технологии) противоречат нормам деловой этики, а также условиям добросовестной и равной конкуренции, что выражается в различных формах злоупотреблений правом. НКЗ могут быть связаны как с неправовыми законами<sup>25</sup>, так и с неправовыми способами применения правовых по форме законов. Важно отметить, что один из ключевых признаков НКЗ – отсутствие согласия на перераспределение прав контроля со стороны инсайдеров (в первую очередь акционеров со значительным пакетом акций) как групп заинтересованных лиц в том числе по причине несоразмерности компенсации (если таковая вообще предложена) [Степанов, 2004, с.127].

Специалисты в области исследования проблемы недобросовестных корпоративных захватов выделяют несколько обстоятельств, которые сопряжены с большей применимостью техники НКЗ, чем обычные враждебные поглощения [Волков, 2003]:

1) российские предприятия в своем большинстве отличаются закрытой структурой собственности, в которой доминируют инсайдеры, так что в случае несогласия инсайдеров передать права контроля единственная действенная мера – использование «недобросовестных» методов, в том числе лазеек в законодательстве;

2) основным стимулом к перехвату управления стала неблагоприятная ситуация с реализацией прав собственности (т.е. с господством нерыночных форм извлечения корпоративных доходов), которая провоцирует применение стратегий, ориентированных на краткосрочную отдачу от перераспределения правомочий;

---

<sup>24</sup> Следует отметить, что в экономической литературе не сложилось однозначной оценки перечисленных методов защиты от недружественных поглощений, так как существуют весомые аргументы как за, так и против такого рода практики, если рассматривать ее через призму решения проблемы эффективного использования ресурсов. Отметим также, что волна недружественных поглощений значительно снизилась к началу 90-х годов, также как и применение метода долгового финансирования выкупа акций.

<sup>25</sup> Неправовыми считаются законы, которые не соответствуют представлениям (участников хозяйственного оборота) о должном [Степанов, 2004, с.127]. Понятно, что данная конструкция недостаточно операциональна (как минимум с точки зрения идентификации носителей представлений о должном), поэтому она может быть использована как вспомогательная для понимания сути проблемы.

3) законодательство, регулирующее банкротства, содержало достаточно много положений (низкий порог задолженности, специфическая процедура назначения временных и внешних управляющих, неэффективный контроль за их деятельностью и т.д.), делающих НКЗ относительно дешевым;

4) наличие у поглотителей административно-силового ресурса, значительно снижающего трансакционные издержки НКЗ (в этой связи в российской модели корпоративного управления вряд ли можно абстрагироваться от государства как участника отношений, связанных с корпоративным управлением).

Интересно отметить, что если недружественные поглощения в развитых странах осуществляются через механизм, который может рассматриваться как своеобразный рынок предложений о приобретении контроля, то недобросовестные корпоративные захваты связаны в первую очередь с внерыночными формами взаимодействия экономических субъектов.

В исследовании Бюро экономического анализа [Бюро экономического анализа, 2004], отмечается, что масштабы явления, существование и значимость которого с точки зрения эффективности корпоративного управления а также экономического развития и эффективности использования ресурсов признается многими специалистами, занимающимися вопросами корпоративного управления, с трудом поддаются количественной оценке. В числе основных в упомянутом исследовании выделяются две причины:

1) отсутствие упорядоченной статистики количества и стоимостной оценки исков, поданных по мотивам, которые могут быть связаны с осуществлением захватов;

2) невозможность формально отделить иски, связанные с захватами, от других исков, имеющих отношение к проблемам корпоративного управления.

Вот почему в переходной экономике с высокими издержками использования фондового рынка, незащищенными правами собственности и высоким риском перераспределения прав собственности (в том числе на эффективно работающих предприятиях) оценка недружественных поглощений должна быть, как минимум, скорректирована.

Рассмотрение вопроса о недобросовестных корпоративных захватах наглядно показывает, что существует эффект сопряженности различных аспектов модели корпоративного управления, включая механизмы перераспределения прав собственности. Понятно, что если деятельность предприятия непрозрачна, поскольку этому не способствуют характеристики институциональной среды, то контроль действителен только в том случае, если собственник в состоянии контролировать повседневную деятельность предприятия. Вместе с тем непосредственный контроль возможен в том случае, если решена проблема коллективного действия (или проблема безбилетника). Средство решения – одновременное выполнение следующих условий: (1) концентрация прав собственности в одних руках или в руках узкой группы лиц<sup>26</sup>, (2)

<sup>26</sup> В материалах для обсуждения к семинару-презентации результатов проекта «Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление в России и Болгарии» выделяется четыре модели корпоративного управления на микроуровне: частное предприятие, коллективная менеджерская собственность, концентрированное внешнее владение, распыленное владение [Долгопятова (ред.), 2002, с.39; Долгопятова, 2004]. На первый взгляд сказанному соответствует только первая и вторая модели. Однако как будет показано в следующей сноске третья модель не исключает соответствия указанным выше принципам.

совмещение в различной степени функций менеджмента с функциями собственника, (3) формальное обособление собственника и менеджмента<sup>27</sup>. Первые два пункта нашли подтверждение также в исследовании [Гуриев, Лазарева, Рачинский, Цухло, 2003, с.4].

В целом практика недобросовестных корпоративных захватов, являясь элементом механизма периодического и трудноостановимого передела собственности [Григорьев, 2003, с.358], значительно искажает стимулы действующих лиц (ориентируя их на извлечение краткосрочной выгоды) и тем самым затрудняет процессы модернизации и, соответственно, препятствует формированию условий для устойчивого роста, основанного на нововведениях.

Важно также отметить, что правила игры в сфере корпоративного управления и соответствующие механизмы, обеспечивающие их соблюдение, создавали эффект одноходовой игры “дилемма заключенных” (см. более подробно в приложении 1).

### **3.2. Влияние институциональной среды на возможности осуществления недобросовестных корпоративных захватов**

Институциональная среда, отражающая переходное состояние российской экономики, на разных этапах трансформации создавала благоприятные возможности для недобросовестных корпоративных захватов. Сначала активно использовалось приватизационное законодательство для захвата контроля. Затем широкое применение получили схемы с заказными банкротствами. На данном этапе наиболее значимые возможности корпоративных захватов обусловлены содержанием корпоративного и процессуального законодательства. Сначала мы рассмотрим особенности современного корпоративного законодательства, а затем возможности для захватов, создаваемые изъянами процессуального законодательства.

#### *3.2.1. Корпоративное законодательство и НКЗ.*

Строго говоря, НКЗ может рассматриваться в узком (собственном смысле слова) и широком смысле слова. В широком смысле слова НКЗ включают перехват управления, собственно захват контроля и корпоративный шантаж. Корпоративный шантаж – форма перераспределения прав де-факто, которая достаточно широко распространена не только в России, но и в других странах, в том числе развитых. Фактически, это одна из форм злоупотребления правом (например, в интересах миноритарных акционеров). Мы не будем подробно рассматривать данное явление. Отметим лишь, что в [БЭА, 2004] указывается на три основные формы изыскания ренты корпоративными шантажистами: (1) блокирование процесса принятия решений, (2) постоянные требования о предоставлении информации, которую в соответствии с существующим законодательством акционерное общество обязано предоставлять акционерам, (3) обращение с исками в суд в отношении акционерного общества или крупного акционера.

Мы остановимся более подробно на перехвате управления и собственно корпоративном захвате.

---

<sup>27</sup> Комбинация перечисленных признаков нашла отражение в интересном феномене, который получил название «формально скрытый собственник» (по определению Л.М.Григорьева). Суть явления состоит в том, что в бизнес-сообществе (локализованного по принципу воспроизводства деловых связей) известны лица, которые являясь менеджерами компаний, одновременно являются их собственниками, но последнее осуществляется через многозвенную систему фирм, включая офшоры.



Перехват управления – форма перераспределения прав на контроль посредством назначения группой заинтересованных лиц собственного директора (или контролируемого совета директоров). Участниками в данном случае являются инсайдеры, которые стремятся получить больший контроль над процессом принятия и реализации решений. В свою очередь корпоративный захват характеризуется также перераспределением прав собственности, но в этом случае изначально захватчик является аутсайдером. Понятно, что в действительности данные различия могут быть не столь очевидны. Однако основное внимание будет уделено приемам, которые используются для захвата (перехвата) управления.

Так как существенные аспекты корпоративного управления могут быть представлены в терминах процесса принятия решений на основе получаемой действующими лицами информации, то корпоративный захват (перехват управления) фактически означает перераспределение прав на принятие решений. Поскольку современное акционерное общество одновременно является иерархически организованной системой, то корпоративный захват предполагает перераспределение прав сначала в одном звене, а затем и в остальных.

С этой целью проводится контролируемое (по результатам) общее собрание акционеров. В этой связи принципиальное значение имеют правила определения кворума, правила голосования, а также правила оповещения акционеров о собрании и допуска на собрание. Существующие правила оставляют лазейки для проведения параллельных общих собраний акционеров (особенно если одно из них повторное). Кроме того, голосование под доверенности существенно облегчает участие в двух собраниях одновременно. Другая возможность – манипулирование составом голосующих посредством ведения параллельного реестра акционеров. В этой связи одна из проблем – обеспечение реальной независимости регистратора от эмитента или его представителей и ответственности за достоверность представленной в реестре информации.

### *3.2.2. Процессуальное законодательство и НКЗ.*

В сфере процессуального законодательства существует комплекс проблем, которые значительно усложняют предотвращение негативных последствий НКЗ. Это связано с тем, что НКЗ обусловлены искажениями стимулов действующих лиц в условиях нетранспарентности и слабой защищенности прав собственности.

1. Неурегулированность вопросов с подведомственностью корпоративных споров. Речь идет о подведомственности арбитражным судам или судам общей юрисдикции. В отличие от арбитражных судов суды общей юрисдикции более подвержены влиянию заинтересованных лиц, поскольку в меньшей степени способны вникнуть в суть дела. В качестве примера можно привести возможность обжалования акционером решений общего собрания акционеров и иных органов акционерного общества в судах общей юрисдикции. В частности, поскольку трудовые споры не подведомственны арбитражным судам, то при возникновении между акционерным обществом (работодателем) и акционером, состоящим с обществом в трудовых отношениях, трудового спора спор, несмотря на то, что он непосредственно связан с корпоративными отношениями, подведомственен исключительно судам общей юрисдикции. Отметим, что одной из сторон в таком споре, как правило, выступает представитель высшего звена управления (генеральный директор).

2. Проблема подсудности корпоративных споров, а именно определение суда, в который истец может подавать иск на ответчика. Сложность вопроса обусловлена тем, что потенциально ответчиков может быть много и у истца есть возможности выбрать зависимый суд. С этой целью используется техника искусственного привлечения к спору, учитывается возможность создания «корпоративных эффектов» обычных коммерческих споров (фактически основанное на расширительном толковании отношений, включенных в систему корпоративного управления).

3. Проблема преюдициальной силы судебных актов по корпоративным спорам. В соответствии с нормами арбитражного процессуального законодательства если обстоятельства установлены вступившим в силу судебным актом арбитражного суда по ранее рассмотренному делу, то нет необходимости устанавливать повторно обстоятельства в случае участия в деле тех же лиц. Однако корпоративные споры, охватывающие широкий круг лиц, могут требовать многократного установления одних и тех же обстоятельств разными судами.

4. Проблема взаимосвязанности и взаимозависимости исковых требований в корпоративном праве. В этом случае взаимоисключающие судебные решения возникают ввиду того, что фактический состав корпоративных отношений является достаточно сложным. Вследствие этого возникает, например, вопрос о правомерности требований о признании недействительным выпуска ценных бумаг в связи с нарушением законодательства при принятии соответствующего решения, если такое решение не было обжаловано в суде.

5. Принятие неадекватных обеспечительных мер по делам, связанным с корпоративными отношениями. Обеспечительные меры могут быть использованы как средство для того, чтобы максимально затруднить хозяйственную деятельность общества. В частности, речь может идти о запрете на проведение общих собраний акционеров, запрете совершения тех или иных сделок, которые на самом деле не препятствуют удовлетворению требованиям истца в случае подтверждения факта нарушений.

Преобладание модели корпоративного управления, в которой ключевую роль играет доминирующий собственник-инсайдер, предотвращая использование рыночных механизмов перераспределения прав корпоративного контроля, не всегда сопряжено с применением (ожиданием применения) механизмов НКЗ. Вместе с тем следует учитывать, что проблема - в стимулах, которые формируются базовыми правилами игры, а также механизмами, которые обеспечивают соблюдение данных правил, включая судебный механизм.

#### **4. Заключение: уроки формирования корпоративного управления в России.**

В начале XXI века в России сформировалась модель корпоративного управления, в которой в той или иной форме доминирует собственник-инсайдер со сравнительно коротким временным горизонтом принятия решений, что создает существенные ограничения для ориентированного на нововведения экономического развития. Если внешние формы контроля действий исполнителя (менеджера) – прежде всего, фондовый рынок и недружественные поглощения – работает плохо, а также существует проблема коллективных действий разрозненных акционеров, то прямой контроль через концентрацию блокирующего (или более значительного) пакета акций создает условия для решения проблемы управления поведением исполнителя. Однако, ввиду слабой

защиты абсолютных (в отличие от относительных) прав собственности (ввиду угрозы перераспределения, либо через заказные банкротства, либо другие формы), модель корпоративного управления включает в качестве компонента формально скрытого собственника и подстраховочные схемы, связанные с использованием зарубежных банков для расчетов, а также инвестиции в персональные отношения с представителями власти.

Распространение практики недобросовестных корпоративных захватов сопряжено с особенностями формирования модели корпоративного управления в России. Пока нет надежных свидетельств, указывающих на причинные или корреляционные связи между различными аспектами НКЗ и характеристиками модели корпоративного управления. Вместе с тем можно с разной степенью уверенности предположить, что НКЗ сопряжены с (1) нечеткой, непрозрачной системой регистрации прав собственности, (2) недостаточно эффективной судебной системой (проблема независимости и уровень понимания сути корпоративных споров), (3) брешами в корпоративном и процессуальном законодательстве, (4) высокой степенью несовершенства рынка корпоративного контроля, (5) нетранспарентностью корпораций, (6) рисками пересмотра результатов спецификации прав собственности (в том числе в результате приватизации). Эффективность корпоративного управления в рамках отдельных компаний не может быть определена вне зависимости или вне связи с институциональной средой, а также характеристиками финансовой инфраструктуры. Однако с точки зрения создания условий устойчивого развития характеристики институциональной среды и соответствующие им свойства институциональных соглашений могут быть определены. Общее направление повышения эффективности корпоративного управления связано, прежде всего, с созданием адекватных стимулов для нововведений в долгосрочной перспективе.

1. В этой связи первое (внешнее) условие - повышение качества институциональной среды вообще и государственного управления, в частности. Соответственно, это должно означать обеспечение лучшей защищенности прав собственности, в том числе повышение качества законодательства (административного, административно-процессуального, судебного), а также практики правоприменения; смягчение проблемы асимметричного распределения информации между участниками спора и судами посредством более четкого определения юридических и процессуальных аспектов, затрудняющих манипулирование правом.

2. Второе (также внешнее) условие - развитие конкуренции, создающей соответствующие стимулы и механизмы информирования поручателей о действиях исполнителей. Причем, развитие конкуренции касается как товарных рынков, так и рынков услуг, в том числе финансовых. С этой точки зрения развитие финансового рынка – одно из ключевых условий повышения эффективности корпоративного управления. Именно финансовый рынок, а точнее его фондовый сегмент представляет собой ту сферу, посредством использования трансакций, в рамках которых может быть осуществлен цивилизованный переход прав собственности к более эффективному собственнику (что отчасти соответствует условиями теоремы Коуза).

3. Развитие нерегуляторных альтернатив, обеспечивающих решение проблем корпоративного управления с учетом отраслевой (и иных видов) специфики. Поскольку НКЗ – практика, которая вовсе необязательно связана с нарушением буквы закона, то санкции, применяемые к недобросовестным захватчикам, могут эффективно (своевременно, адресно и со сравнительно небольшими издержками) применяться в том случае, если будет создан негосударственный механизм контроля (в соответствии с

принципами саморегулирования). В этой связи одна из проблем на будущее - выбор между закрытой и открытой формами саморегулирования (то есть не допускающей или допускающей конкуренцию между организациями саморегулирования).

4. Сложившаяся модель корпоративного управления предполагает, что различные аспекты в рамках и вне ее сопряжены. С этой точки зрения трансформация модели требует понимания содержания компромисса между системностью изменений (со значительными стартовыми издержками) и последовательностью и темпами частичных изменений (со значительными последующими издержками, обусловленными первоначальным снижением эффективности корпоративного управления ввиду нарушения исходного равновесия, разбалансировки системы интересов).

Последовательное выстраивание системы эффективной защиты прав собственности, а также контрактных обязательств как с использованием судебных механизмов, так и посредством режима саморегулирования наряду с развитием добросовестной конкуренции позволит в целом повысить качество корпоративного управления и снять остроту проблемы недобросовестных корпоративных захватов.

## Приложение 1. Недобросовестные захваты в терминах игры “дилемма заключенных”

Как известно, условия классического варианта игры “дилемма заключенных” сводятся к следующему:

1. Игра состоит из одной партии, что означает: в будущем эти два игрока никогда не «встретятся» в рамках одной и той же игры, а партия состоит из одного хода. Таким образом, у игроков нет возможности наказать своего партнера за отступничество (за некооперативное поведение).

2. Каждый из игроков не обладает информацией о поведении в прошлом своего контрагента в аналогичных ситуациях, так что формирование ожиданий на основе прошлого опыта невозможно. Соответственно репутация игрока не имеет значения, что не позволяет говорить о достоверности обещаний (в рамках данного контекста взаимодействия).

3. Игроки не могут обмениваться информацией до совершения выбора (либо это технически невозможно, либо запретительно высоки издержки коммуникации). Иногда эта предпосылка принимает форму предположения об одновременном выборе альтернатив участниками игры.

4. Не существует возможности выплаты компенсаций одним игроком другому (в силу особой структуры платежной матрицы или свойства платежа).

		Субъект В	
		Соблюдать права	Захватывать
Субъект А	Соблюдать права	$A_{11}, B_{11}$	$A_{12}, B_{12}$
	Захватывать	$A_{21}, B_{21}$	$A_{22}, B_{22}$

Причем,  $A_{12} < A_{22} < A_{11} < A_{21}$  и  $B_{21} < B_{22} < B_{12} < B_{11}$

В результате равновесным по Нэшу набором стратегий будет («захватывать», «захватывать»). Причем важно отметить, что как для игрока А, так и для игрока В «захватывать» является доминирующей стратегией, тогда как «соблюдать права» — доминируемой.

Как было показано в [Шаститко, 2002а] вмешательство третьей стороны, осуществляющей контроль и применяющей санкции, является (при определенных условиях) средством корректировки платежной матрицы для хозяйствующих субъектов, участвующих в контракте и обеспечения кооперативности действий (в данном случае – отказа от недобросовестных захватов). Предложенное утверждение можно проиллюстрировать на примере из теории игр.

		Субъект В	
		Соблюдать права	Захватывать
Субъект А	Соблюдать права	$A_{11}-X; B_{11}-X$	$A_{21}-X+Z; B_{21}-X-Y$
	Захватывать	$A_{12}-X-Y; B_{12}-X+Z$	$A_{22}-X-Y+Z; B_{22}-X-Y+Z$

Если предположить, что третья сторона отсутствует, то равновесие по Нэшу не будет соответствовать критерию Парето-оптимальности (см предшествующую платежную матрицу), так как  $X, Y, Z = 0$ , где  $2X$  — стоимость услуг третьей стороны по обеспечению соблюдения условий контракта;  $Y$  — абсолютная величина санкций, применяемых к нарушителю;  $Z$  — сумма возврата (компенсаций) пострадавшей стороне.

Для того чтобы каждая из сторон рассматривала в качестве доминирующей стратегию «соблюдать права», должны быть произведены изменения в структуре платежной матрицы, что, в свою очередь, соответствует другому набору правил и механизмов, обеспечивающих их соблюдение. В частности, должно выполняться соотношение  $Y > [A_{21} - A_{11}] = [B_{21} - B_{11}]$  (данная предпосылка о равенстве разниц выигрышей для двух игроков использовалась в целях упрощения анализа).

Отметим, что стоимость услуг третьей стороны при установленных допущениях (до определенного момента) не влияет на эффективность результата, хотя если  $X > [A_{11} - A_{22}] = [B_{11} - B_{22}]$ , то равновесие по Нэшу, соответствующее одноходовой игре «Дилемма заключенных», будет лучше, чем Парето-оптимальное равновесие при участии государства. Таким образом, в данном примере в простой форме определены границы государства как более эффективного средства гарантирования соглашения, чем его (гарантирование) отсутствия.

Для более реалистичного анализа следует учитывать все отмеченные выше компоненты: стоимость услуг по гарантированию соблюдения условий контракта (соответственно и распределение бремени издержек между заинтересованными сторонами); санкции [в том числе их абсолютные размеры, вероятности их (санкций) применения]; размеры компенсаций пострадавшей стороне (включая отношение к размерам нанесенного ущерба, процедуре возврата); а также первоначальное распределение ресурсов.

## Литература

1. Анализ роли интегрированных структур на российских товарных рынках. Под ред. С.Б.Авдашевой, А.З.Астаповича и А.Е.Шаститко. Бюро экономического анализа. М.: Теис, 2002.
2. Андрефф В. Постсоветская приватизация в свете теоремы Коуза (транзакционные издержки и управленческие затраты). // Вопросы экономики. 2003, №12. С.122-136.
3. Аоки М. Фирма в японской экономике. Информация, стимулирование и заключение сделок в японской экономике. СПб.: Лениздат, 1994.
4. Астапович А., Алексащенко С. и др. Обзор экономической политики в России за 1999 год. Бюро экономического анализа. М.: Теис, 2000
5. Белов В.А. Гражданское право. Общая и особенная части. Москва. АО «Центр Юр ИнфоР», 2003.
6. Волков В. Причина и логика корпоративных конфликтов // Top-Manager, 2003, №29.
7. Выявление механизмов недобросовестных корпоративных захватов и выработка предложений по противодействию их использованию (с учетом мирового опыта). Аналитический доклад Фонда «Бюро экономического анализа». М, 2004.
8. Грачева М. Развитие британских стандартов корпоративного управления: доклад Хиггса. // Вопросы экономики. 2004, №1. С.118-128.
9. Григорьев Л.М. Программы приватизации 90-х годов. В: Сравнительный анализ стабилизационных программ 90-х годов. Р.Анчак и др. Под ред С.Васильева. Моск. Центр Карнеги. М.: Гендальф, 2003.
10. Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Корпоративное управление в российской промышленности. Московский центр Карнеги, 2003, №2.
11. Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. Государственный университет – Высшая школа экономики. Препринт WP1/2003/03. Серия WP1. Институциональные проблемы российской экономики.
12. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях. В: Материалы для обсуждения к семинару-презентации результатов проекта «Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление в России и Болгарии». Государственный университет - Высшая школа экономики, январь 2004г. С.3-14.
13. Зингалес Л., Раджан Р. Спасение капитализма от капиталистов. Скрытые силы финансовых рынков – создание богатства и расширение возможностей. М.: Институт комплексных стратегических исследований, Теис, 2004.
14. Коуз Р. Фирма, рынок и право. М.: Дело, 1993.

15. Лазарева О. Изменение границ российских предприятий (Доклад). ЦЭФИР, 2004.
16. Милгром П., Робертс Дж. Экономика, организация и менеджмент. Спб.: Экономическая школа, 1999. В 2-х томах.
17. Модильяни Ф., Миллер М. Стоимость капитала, финансы корпорации и теория инвестиций. В: Модильяни Ф., Миллер М. Сколько стоит фирма? Теорема ММ. М.: Дело, 2001.
18. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997.
19. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление: экономические ограничения, факторы и механизмы. В: Экономика переходного периода: Очерки экономической политики посткоммунистической России. 1998-2002. М.: Дело, 2003, с.441-486.
20. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межеряупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления М.: ИЭПП, 2003, №55.
21. Российская промышленность: институциональное развитие. Под ред. Т.Г. Долгопятовой. М.: Государственный университет – Высшая школа экономики, 2002.
22. Сергеев А.П., Толстой Ю.К. (ред). Гражданское право. Часть 1. М.: Проспект, 1996.
23. Степанов Д.И. Корпоративные споры и реформа процессуального законодательства. // Вестник Высшего Арбитражного Суда Российской Федерации. 2004, №2. С.123-149.
24. Стиглиц Дж. Глобализация: тревожные тенденции. Национальный общественно-научный фонд. М.: Мысль, 2003.
25. Третьяков М. Конвергенция моделей корпоративного управления. // Вопросы экономики. 2004. №1. С.129-146.
26. Хаши И. Законодательная база эффективного корпоративного управления: сравнительный анализ опыта ряда постсоциалистических стран. Центр социально-экономических исследований, Варшава, 2004, №268.
27. Чиркова Е.В. Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности. М.: ЗАО «Олимп-Бизнес». 1999
28. Шализи З. (рук). Доклад о мировом развитии 2003 года. Устойчивое развитие в изменяющемся мире. Преобразование институтов, рост и качество жизни. Пер. с англ. М.: Издательство «Весь мир», 2003.
29. Шаститко А.Е. Новая теория фирмы. М.: Теис, 1996.



30. Шаститко А.Е. Новая институциональная экономическая теория. М.: Теис, 2002а. Третье издание.
31. Шаститко А.Е. Теорема Коуза: проблемы и недоразумения. // Вопросы экономики. 2002б. №10.
32. Alchian A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organization. // American Economic Review, 1972. December. V.62, N.5, p.777-795.
33. Berle A., Means G. The Modern Corporation and Private Property. New York, Macmillan, 1932.
34. Burki S.J., Perry G.E. (eds.). Beyond the Washington consensus: institutions matter. The World Bank, Washington, 1998.
35. Eggertsson T. Economic behavior and institutions. Cambridge, 1990.
36. Hart O. Financial Contracting // Journal of Economic Literature. Vol.XXIX. 2001. P.1079-1100.
37. Jensen M., Meckling W. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Capital Structure. // Journal of Financial Economics. 1976. N3. P.305-360.
38. Nellis J. The World Bank, Privatization and Enterprise Reform in Transition Economies: A Retrospective Analysis. S.1, 2001.
39. North D. Structure and Change in Economic History, N.Y., Norton, 1981.
40. North D.C. Institutions // Journal of Economic Perspectives. Winter, 1991. V. 5. № 1. P. 97—112.
41. Tirole J. Corporate Governance. // Econometrica. V.69. N.1, January, 2001, p.1-35.
42. Vickers J, Yarrow G. Privatization: An Economic Analysis. Cambridge, MA: MIT Press, 1988.
43. Vickers J, Yarrow G. Economic Perspectives on Privatization // Journal of Economic Perspectives 1991. Spring. 5(2). P.111-131.
44. Wallis J.J., North D.C. Measuring the Transaction Sector in the American Economy, 1870—1970 // Long-term factors in American Economic Growth. Ed. by Engerman S. Chicago, 1987.
45. Williamson O. Mechanisms of Governance. New York, Oxford University Press. 1996.

## **Об авторе**

Шаститко Андрей Евгеньевич – и.о. зам. генерального директора фонда «Бюро экономического анализа», доктор экономических наук, профессор экономического факультета МГУ им. М.В. Ломоносова