

**И.Г.Минервин**

**КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ:  
МИРОВОЙ ОПЫТ  
И ПЕРСПЕКТИВЫ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЯ**

Роль корпоративного управления (КУ) как фактора экономического роста вытекает из его функций, связанных с эффективностью функционирования корпоративного сектора экономики, в том числе с эффективной мобилизацией инвестиционных ресурсов на финансовых рынках. «Хорошая» система КУ, дополняя и усиливая механизмы рыночной конкуренции, призвана обеспечивать ответственность менеджеров и инвесторов, прозрачность и достоверность финансовой отчетности, эффективность рыночных институтов.

Особый интерес, проявляемый в последнее десятилетие к проблематике КУ во всех развитых странах, объясняется такими характерными в настоящее время для мировой экономики явлениями, как возрастание роли частного сектора, изменения в структуре акционерной собственности, процессы глобализации и связанные с ними новые условия конкуренции. В результате реализации программ приватизации и политики либерализации рынка капиталов корпоративный сектор играет все более важную роль в увеличении ВВП и обеспечении экономического роста, в управлении процессами накопления, создании рабочих мест, решении других социально-экономических проблем. В то же время различные группы инвесторов могут и играют все большую роль в мониторинге и воздействии на качество менеджмента и эффективность корпораций.

Взросший интерес к КУ со стороны как исследователей, так и законодателей в различных странах в последние десятилетия был

вызван сначала волной поглощений и усилением роли институциональных инвесторов, а затем мировым финансовым кризисом и проблемами корпораций в странах с формирующимся рынком. Вместе с тем в новых условиях проявились определенные недостатки, накопившиеся в системе КУ, а в ряде случаев и неэффективность, обнаружившаяся не только в развивающихся странах в процессе финансового кризиса, но и в развитых странах в корпоративных скандалах по поводу злоупотреблений менеджмента, потрясших мир бизнеса. Все это остро поставило вопрос о совершенствовании системы КУ, направленной на адаптацию к новым условиям. Реакция со стороны как государственных органов регулирования, так и частного сектора не замедлила сказаться. Эта реакция выразилась, в частности, в разработке Принципов корпоративного управления ОЭСР, ставших важным этапом в обобщении мирового опыта КУ, массированных мероприятиях, предпринятых в последние годы во многих странах на правительственном, законодательном и корпоративном уровнях.

В России потребность в совершенствовании КУ определяется явными провалами практики 1990-х годов и все еще неудовлетворительным качественным состоянием всех его элементов, а также необходимостью формирования национальной модели КУ, с одной стороны, и его влиянием на инвестиционный климат, мобилизацию финансовых ресурсов и экономический рост — с другой.

### **Система корпоративного управления: Комплекс элементов**

В современной расширительной трактовке КУ определяется как «процесс, в соответствии с которым устанавливается баланс между экономическими и социальными целями, между индивидуальными и общественными интересами» (9, с. 384). При широком подходе в понятие КУ включаются «все аспекты правовой, институциональной и культурной среды, определяющие права публичных корпораций, субъекты контроля и способы его осуществления, а также распределение рисков и доходов, связанных с их деятельностью». Система КУ призвана обеспечивать «связь прав контроля с теми, кто обладает стимулами и информацией для наиболее эффективного использования ресурсов» (12, с. 3).

Такой подход представляется конструктивным, поскольку рассмотрение комплекса вопросов, связанных с понятием КУ, выходит

за рамки проблематики согласования интересов внутри корпорации и ее финансирования в условиях отделения собственности от управления с учетом той роли, которую играет институт публичной корпорации в современной экономике, а также баланса интересов всех ее соучастников. Согласно более узкой, инструментальной концепции, КУ рассматривается как система взаимоотношений различных групп акционеров и менеджеров корпорации, имеющая целью защиту финансовых интересов первых от оппортунистического поведения вторых.

Если с чисто управленческой точки зрения корпоративное управление рассматривается как механизм осуществления властных полномочий со стороны «вкладчиков интереса» (акционеров, менеджеров и других соучастников), то с позиций экономической теории система корпоративного управления трактуется как средство минимизации издержек, связанных с разрешением конфликтов интересов соучастников. Источником этих конфликтов являются различия в доступе к информации (информационная асимметрия), к выгодам и денежным потокам, а также в подходе к риску и правах на принятие решений. Управление этими конфликтами осуществляется через различные инструменты: финансовые стимулы, мониторинг, структуру прав собственности, структуру капитала, угрозы интервенции и прекращения существования предприятия в результате недружественного поглощения или банкротства.

В ежегодном (за 2003 г.) экономическом докладе президента США конгрессу, уделившем специальный раздел проблемам корпоративного управления и государственной политике, направленной на его совершенствование, под корпоративным управлением (КУ) понимается система сдержек и противовесов, определяющая решения менеджеров и влияющая на стратегию, операции и результаты функционирования корпораций, а также на способность внешних участников, в том числе инвесторов, контролировать качество менеджмента и воздействовать на его решения (13, с. 73). Эта система предполагает наличие прозрачных систем и процедур информирования, принятия решений, определения вознаграждения менеджеров и других мер воздействия на поведение менеджеров, ведущих к снижению издержек отделения собственности от контроля, или агентских издержек. Таким образом, эффективные системы КУ способствуют повышению эффективности функционирования фирм и улучшению

их доступа к источникам финансирования и тем самым — экономическому росту.

КУ базируется на трех взаимодействующих и дополняющих друг друга элементах: внешних рыночных силах (рыночной дисциплине), согласующих интересы менеджмента и акционеров и создающих стимулы для сокращения агентских издержек; правовой системе и системе регулирования, обеспечивающих инвесторов и других участников соответствующими нормами и средствами объективного разрешения конфликтов; внутренней системе управления корпорацией, содержащей дополнительный набор правил и стимулов для согласования интересов.

*Рыночная дисциплина* как внешний механизм КУ дополняет правовую дисциплину, обеспечиваемую судебной системой. Рыночные институты выполняют эту функцию, накладывая более гибкую систему сдержек и противовесов на более жесткую систему законов и норм, с помощью конкуренции на рынках по крайней мере трех видов: рынке корпоративного контроля, рынке труда и товарном рынке. Внешние рыночные силы определяют как поведение менеджеров, так и характер внутренних механизмов управления.

*Правовые и регулирующие институты* обеспечивают прочную основу для экономического роста, в том числе за счет формирования сильного корпоративного сектора. Эффективная правовая система предоставляет надежное средство разрешения споров и, таким образом, является важнейшим элементом КУ.

Правовая и правоприменительная основа КУ, как правило, состоит из комплекса законодательных актов и регулирующих органов, выполняющих соответствующие функции надзора. Так, законодательство о компаниях используется во многих странах в качестве инструмента повышения прозрачности в деятельности фирм и защиты прав акционеров. Другим важнейшим элементом этой базы является законодательство о ценных бумагах, также направленное на защиту акционеров, обеспечение прозрачности, предотвращение инсайдерских операций. Это законодательство обеспечивает мониторинг, определяет практику КУ, в том числе действия акционеров, регулирует использование различных финансовых инструментов, опционов на акции как средств стимулирования менеджеров. Эти две области законодательства часто дополняют друг друга. Другими областями права, влияющими на КУ, являются инвестиционное законодательство, оказывающее воздействие на масштабы и возможности инвестирова-

ния, законодательство о несостоятельности (банкротстве), налоговое законодательство, а также судебная практика и процедуры. Весьма важную и независимую роль выполняют фондовые биржи с помощью кодексов и требований, предъявляемых к листингу.

В США регулирование рынка ценных бумаг развивалось со времени создания Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) в 1934 г. Нью-Йоркская (NYSE) и другие фондовые биржи осуществляют регулирующие функции под надзором SEC. Часть регулирующих функций выполняет Совет по стандартам финансового учета (FASB) (13, с. 95). Совокупность законов и норм регулирования поддерживает и дополняет роль рынка в определении корпоративного поведения. Их соблюдение, так же как и частных контрактов, гарантируется судебной системой.

Важнейшей чертой современных систем регулирования рынка ценных бумаг является совокупность норм по предоставлению информации участниками рынка, которая, таким образом, определяет инвестиционные решения, с одной стороны, и доступ к капиталу – с другой. Это регулирование дополняет правовую систему и рыночные факторы в создании соответствующих стимулов для корпораций. Вопрос о качестве информации и, следовательно, ее ценности для потребителя находится в настоящее время в центре интенсивных дискуссий и мероприятий по реформированию КУ.

Решение проблемы информационной прозрачности рынка связано с обеспечением как объема и регулярности, так и качества предоставляемой информации. Важным обстоятельством является осознание самими менеджерами того факта, что повышение прозрачности необходимо для улучшения возможностей доступа к финансовым ресурсам и мобилизации капитала.

*Внутренние механизмы КУ* потенциально влияют на корпоративную эффективность. Такие их характеристики, как структура собственности и контроля, финансовая структура (соотношение собственного капитала и заемных средств), состав советов директоров, формы вознаграждения менеджеров, определяют решения внешних инвесторов.

Важной характеристикой внутреннего механизма КУ являются распределение акционерной собственности и, соответственно, права голоса по акциям, а также правила и процедуры голосования. Используя право голоса, акционеры участвуют в определении других характеристик этого механизма, в том числе состава совета директо-

ров. В функционировании внутреннего механизма КУ особую роль играют институциональные инвесторы — пенсионные фонды, страховые компании и инвестиционные фонды, причем их роль имеет тенденцию к возрастанию. Так, в США, где эти процессы выражены наиболее отчетливо, доля институциональных инвесторов в капитале компаний возросла с 5,2% в 1946 г. до 31 в 1971 и 49,1% в 2001 г. (13, с. 89). Соответственно возрастает и их влияние, хотя определенные ограничения этого влияния, содержащиеся в законодательстве, сохраняются, что вызывает негативные последствия для инвесторов и КУ в целом.

Советы директоров выполняют важные функции: они как группы специалистов могут давать своевременные и квалифицированные консультации и рекомендации руководству и осуществлять проверку и оценку решений менеджмента. Совет директоров определяет стратегию компании, размеры выплачиваемых акционерам дивидендов, назначает и увольняет высший управленческий персонал. Его функцией является обеспечение условий, при которых менеджеры в максимальной степени действуют в интересах акционеров.

Эффективность внутренних механизмов КУ зависит от четкого разделения и соблюдения ответственности между менеджментом, советом директоров, мажоритарными и миноритарными акционерами. Их отношения и взаимосвязи зависят от взаимной подотчетности и свободного обмена информацией. Только совместная работа и взаимодействие всех элементов обеспечивают необходимый набор сдержек и противовесов и определяют эффективность управления.

Рассматривая эти взаимосвязи, специалисты отмечают большое внимание, уделяемое в настоящее время в США отношениям между акционерами и менеджментом, между менеджментом и советом директоров. Определенную роль в этом сыграло влияние таких организаций, как Комиссия по ценным бумагам и биржам, Нью-Йоркская фондовая биржа, способствовавшие усилению регулирования и прозрачности на основе стандартов отчетности. В целях предотвращения конфликтов интересов новые регламентации требуют увеличения числа внешних членов советов директоров и формирования их основных комитетов (по аудиту, по выдвижению руководящего персонала и по вознаграждению) исключительно из таких членов. Однако слабость отношений между акционерами и советами директоров подрывает равновесие всей системы и сводит на нет все

усилия по совершенствованию других отношений в рамках этой системы.

С.Монтгомери и Р.Кауфман основную проблему видят не в согласовании финансовых интересов акционеров и директоров, а в слабом обмене информацией и отсутствии влияния со стороны акционеров. Директора не несут персональной ответственности перед акционерами, а последние не располагают механизмом передачи своих предпочтений совету директоров. Их участие во многих случаях ограничивается формальным голосованием по доверенности, одобряющим управленческие решения. Формально акционеры имеют право выбора членов совета, но на практике их влияние ничтожно, и они фактически сталкиваются с уже принятым решением, участвуя в безальтернативных выборах. Они не могут принять обоснованного решения, поскольку не имеют информации о деятельности отдельных членов. Ситуация отсутствия информации и обратной связи ведет к потере важного звена и перебоям в функционировании системы КУ. Создаются более тесные, основанные на консенсусе отношения между директорами и менеджментом, за которые советы директоров подвергаются столь широкой критике. Косвенно это ведет и к сосредоточению слишком большой власти и влияния в руках высшего исполнительного руководителя (22, с. 88–89).

Исследования показывают, что за прошедшие десятилетия советы директоров американских корпораций эволюционировали от сравнительно неэффективных органов, манипулируемых менеджментом, к органам стратегического управления, способным внести вклад в обеспечение эффективности. В качестве причин изменений в составе и деятельности советов директоров и самих подходов к проблеме их эффективности отмечаются рост масштабов корпоративных слияний и приобретений; повышение требований к финансовой отчетности; усиление внимания к корпоративному управлению со стороны институциональных инвесторов; повышение роли корпораций в процессе глобализации экономики, вызывающее новые требования к регулированию в национальных и международных рамках; новые условия конкуренции и требования к стратегии корпораций. Все это вызвало к жизни ряд новых явлений и экспериментов, связанных прежде всего с расширением функций и полномочий советов директоров и повышением их ответственности перед акционерами, которые в настоящее время получают распространение в практике крупнейших американских корпораций.

Среди наиболее распространенных нововведений — проведение советом формальных оценок деятельности высшего исполнительного руководителя, увеличение доли внешних директоров, расширение в советах представительства общественности, регулярное проведение заседаний совета в составе только внешних членов, расширение масштабов акционерной собственности в руках директоров, составление письменных руководств, определяющих задачи и процедуры корпоративного управления. В стадии экспериментов находятся такие инициативы, как регулярная оценка деятельности совета и отдельных его членов, назначение в качестве председателя совета лица, не являющегося и не бывшего работником данной корпорации, введение в состав советов иностранных членов и др. (19, с. 310).

Совершенствование работы советов директоров связано с созданием соответствующих структур и процессов, обеспечивающих их эффективность, с учетом того, что поведение директоров определяется: а) степенью независимости; б) процессом выдвижения и назначения; в) культурой функционирования совета и отношениями с высшим исполнительным руководителем; г) степенью подотчетности перед акционерами. В этой связи специалисты призывают к активизации позиции акционеров, имея в виду при этом институциональных инвесторов и приводя в пример пенсионные фонды, которые публикуют информацию о своем голосовании и принципах, которыми они руководствуются. Такая позиция предоставит директорам столь необходимую опору в отношениях с менеджментом, будет способствовать устранению дисбаланса системы КУ, изменению поведения директоров и менеджеров и процессов принятия решений. Кроме прямого эффекта эти меры, по мнению американских специалистов, будут иметь и еще более существенные косвенные последствия в виде изменения правил игры и поведения во всей системе корпоративного управления (22, с. 90).

КУ не является самоцелью, оно — инструмент реализации корпоративных целей и стратегии и предполагает наличие структур и процессов, обеспечивающих их эффективную реализацию и улучшение результатов деятельности. Многие исследования влияния КУ на результаты, построенные главным образом на материале США, не дали четкого ответа на поставленные вопросы и далеко не всегда информативны, что объясняется выбором ограниченного числа характеристик КУ и неквантифицируемостью многих параметров, желательных для учета. Вместе с тем есть и исключения, показавшие



значительную корреляцию между активностью и независимостью советов директоров и правами акционеров, с одной стороны, и более высокими показателями (доходами на акцию, рыночной капитализацией и др.) – с другой (25, с. 72).

Особенно четко эта зависимость проявляется в странах с формирующейся рыночной экономикой. Ряд исследований, в том числе проведенное Всемирным банком, показал сильную взаимосвязь между высокими оценками КУ и высоким уровнем финансовых показателей, в том числе в периоды неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Согласно результатам обследования российских фирм, повышение рейтинга КУ ведет к многократному возрастанию рыночной стоимости фирмы (25, с. 73). В то же время исследования показали, что подобная связь тем сильнее, чем слабее правовой режим регулирования в данной стране. Таким образом, в странах, где правовая среда оказывает слабое влияние на поведение фирм, воздействие механизмов КУ на изменение этого поведения имеет более сильный эффект.

Эффективные механизмы КУ обеспечивают компании конкурентное преимущество с точки зрения стоимости капитала за счет лучших условий его привлечения и снижения финансовых рисков для инвесторов. Поскольку инвестиционные решения все в большей мере учитывают качество КУ, возникает потребность в выработке общей базы для сравнения в глобальном инвестиционном процессе. Отсюда появление многочисленных методик рейтинговых оценок КУ, которые осуществляются различными международными и национальными агентствами на страновом и корпоративном уровнях и служат инвесторам средством для оценки соответствующих рисков и перспектив роста стоимости акционерного капитала.

### **Модели корпоративного управления**

При анализе моделей КУ рассматриваются различные группы факторов, воздействующих на формирование системы КУ и характер ее элементов. В качестве таких факторов выступают, во-первых, правовая система, определяющая принципы, заложенные в корпоративное законодательство (испытывающая влияние со стороны традиций обычного или гражданского права). Во-вторых, доминирующий тип финансовой системы (мобилизации капитала) или внешнего финансирования, определяющий характер корпоративных отношений. В-третьих, структура акционерной собственности с точки зрения кор-

поративного контроля (инсайдерский или аутсайдерский тип) и степени ее дисперсности или концентрации.

Характер правовой системы во многом связан с таким фактором, как исторические традиции развития законодательства (на основе «гражданского», или так называемого романо-германского, права во Франции, Германии и других странах континентальной Европы, с одной стороны, и «обычного» права прежде всего в Великобритании и США — с другой). С ним коррелирует уровень концентрации собственности (высокий для европейской модели и относительная дисперсия собственности для англо-американской) и вытекающая из него степень защищенности инвесторов в рамках той или иной правовой системы.

Таким образом, в области законодательной базы принято выделять две основные модели — англо-американскую (основанную на традиции обычного права) и континентальную европейскую (гражданское право), в рамках которой также различаются ее наиболее ярко выраженный вариант — французская модель и промежуточные — германская и скандинавская.

Согласно зарубежным исследованиям, с точки зрения законодательства англо-американская модель предоставляет инвесторам значительно лучшие механизмы защиты, тогда как французская модель (наиболее распространенная в мире) оценивается как наименее эффективная. Отмечается также, что для стран с переходной экономикой характерны романо-германские традиции права, что отражается и на их корпоративном законодательстве. Зависимость между качеством защиты инвесторов и уровнем концентрации владения акциями выражается в том, что концентрация владения является реакцией адаптации на слабую правовую защищенность инвесторов в рамках национальной модели КУ. Отсюда следует вывод, что в переходной экономике «концентрация владения может расцениваться как способ адаптации нового собственника, но не дает никаких гарантий для новых потенциальных инвесторов в условиях слабого правового регулирования» (4, с. 128). Слабая правовая защищенность мелких инвесторов лишает компании возможности мобилизовать необходимые капиталы.

При анализе типов финансовых систем рассматриваются принципы отношений участников в процессе корпоративного финансирования и управления либо доминирующие модели внешнего финансирования (между этими признаками существуют определенные сходства и различия). Здесь в первом случае выделяют систему

«родственных взаимоотношений» (relationship-based system — RBS) и систему, основанную на рыночных принципах взаимоотношений, или систему «вытянутой руки» (arm's length system — ALS); во втором — систему, основанную на банках (bank-based system), и систему, основанную на фондовом рынке (market-based system).

Указанные финансовые системы различаются с точки зрения механизмов, обеспечивающих инвесторам функции мониторинга и контроля над использованием их капитала. Так, в системе «родственных взаимоотношений» эти функции обеспечиваются определенными правами, в том числе неформальными, возникающими у крупных акционеров и кредиторов по отношению к финансируемой компании. В этой системе функции мониторинга интегрируются, как правило, в рамках соответствующих банков и подкрепляются долговременными отношениями между ними и объектами инвестирования, что позволяет сокращать информационную асимметрию и институциональные издержки. Наиболее известными примерами такой модели являются системы японских главных банков и германских «домашних» банков (3, с. 21). Участие банков в собственности и управлении компаниями является традиционной чертой системы КУ в Германии и Японии. Германская модель подчеркивает важность долгосрочных доверительных отношений, особенно между теми, кто предоставляет капитал, и теми, кто управляет им. Германские банки как крупные инвесторы имеют тесные отношения с промышленностью, что снижает для последней издержки мобилизации капитала (23, с. 35–36).

В «рыночной» системе («вытянутой руки») развитые и ликвидные финансовые рынки, на которых действуют формальные нормы и правила, предоставляют широкий спектр финансовых инструментов, а функции мониторинга осуществляются различными специализированными институтами (фондовыми биржами, коммерческими и инвестиционными банками, венчурным капиталом, рейтинговыми агентствами). Такая модель характерна для финансовых систем США и Великобритании.

Очевидно, что каждая из указанных финансовых систем имеет свои достоинства и недостатки и отвечает определенным институциональным условиям. «Родственная» модель более адекватна условиям высокой степени концентрации акционерной собственности, «рыночная» связана с развитием фондового рынка и дисперсии собственности, она может успешно функционировать лишь в условиях высокого качества правовой среды и четко определенных и защищен-

ных прав собственности. Первая оказывается эффективной в традиционных отраслях и при стабильной технологии производства, вторая наиболее адекватна для новых отраслей и технологий, где важнейшее значение имеет выбор перспективных направлений деятельности компаний и более вероятны связанные с ним корпоративные конфликты.

С точки зрения фактора структуры собственности существующие системы КУ также можно условно разделить на две группы. С одной стороны, это системы, характерные для концентрированной структуры собственности (как в большинстве стран мира), в рамках которых конфликт между акционерами и менеджерами практически отсутствует. Крупнейшие собственники либо сами управляют компаниями, либо осуществляют активное вмешательство и контроль, не оставляя места для оппортунизма менеджеров. Критическим фактором в этом случае оказывается экспроприирующее поведение акционеров, обладающих контролем, которое сдерживает развитие финансовых рынков, блокирует приток инвестиционных ресурсов и в конечном счете препятствует экономическому росту. С другой стороны, это системы, сложившиеся в условиях децентрализованной структуры собственности и отделения собственности от управления, высокоразвитого фондового рынка, защищенности инвесторов, где основные потери связаны с риском оппортунистического поведения менеджмента (как, например, в США и Великобритании).

Как показывают данные зарубежных обследований, повышению экономической эффективности благоприятствует снижение степени концентрации акционерной собственности, и такая перспектива во многом зависит от совершенствования механизмов корпоративного управления. В то же время многочисленные эмпирические исследования, проведенные в различных странах, свидетельствуют, что чем ниже уровень экономического развития страны и чем несовершеннее существующая институциональная система, тем выше концентрация собственности. Как отмечает Р.Капелюшников, «с теоретической точки зрения данный феномен можно рассматривать в качестве своеобразного субститута отсутствующих или плохо функционирующих механизмов корпоративного управления, таких как защита законом прав миноритарных акционеров, эффективная судебная система, активная деятельность финансовых посредников, способных осуществлять плотный информационный мониторинг за компаниями, чьи акции обращаются на рынке, и т.д. Сложившаяся в

российской промышленности конфигурация собственности вполне укладывается в эту общую закономерность» (2, с. 109–110).

Таким образом, системы КУ складываются под влиянием многообразных специфических для каждой страны факторов. Их различия в условном виде могут быть представлены следующим образом (табл. 1).

Таблица 1

**Доминирующие характеристики моделей корпоративного управления**

«Англосаксонская» (рыночная, основанная на транзакциях, коммерческая, аутсайдерская) модель	«Японо-германская» (банковская, основанная на связях, ориентированная на контроль, инсайдерская) модель
А. Инструменты, применяемые на уровне фирмы	
1. Дисперсия акционерной собственности, преимущественно между домашними хозяйствами и институциональными инвесторами	1. Концентрация акционерной собственности или контроль со стороны банков
2. Незначительное перекрестное владение	2. Значительное перекрестное владение

акциями, незначительное участие банков в акционерной собственности	акциями, значительное прямое и косвенное участие банков в акционерной собственности
3. Активный рынок корпоративного контроля (недружественные поглощения, борьба за голоса акционеров)	3. Отсутствие масштабного рынка корпоративного контроля
4. Незначительное участие банков в операциях компаний	4. Значительное непосредственное участие банков в операциях компаний (мониторинг, принятие решений, реструктуризация)
5. Сильное влияние материального стимулирования менеджеров (через связь оплаты труда с результатами и за счет влияния рынка труда)	5. Слабое влияние материального стимулирования менеджеров
6. Высокая доля облигаций в заемных средствах по сравнению с кредитом	6. Низкая доля облигаций в заемных средствах по сравнению с кредитом
<b>Б. Инструменты, применяемые на политическом уровне</b>	
1. Значительные требования к представлению информации и отчетности со стороны фондового рынка, сильная защита миноритарных акционеров, барьеры для масштабных операций акционеров	1. Ограниченные требования к представлению информации и отчетности, ограниченная защита миноритарных акционеров, малочисленные барьеры для масштабных операций акционеров
2. Правила, благоприятствующие или хотя бы не препятствующие рынку корпоративных облигаций	2. Возможность правовых ограничений масштабов рынка корпоративных облигаций
3. Законодательство о банкротстве с элементами защиты от кредиторов	3. Законодательство о банкротстве с элементами защиты требований кредиторов

Источник: 17, с. 170.

В США в силу особенностей регулирования, структуры акционерной собственности и воздействия рынка одной из важнейших сфер конфликтов интересов являются отношения между собственниками и менеджерами, что определяет роль, которую играют здесь материальное вознаграждение менеджеров (бонусы, опционы на акции) и рынок корпоративного контроля (поглощения, ведущие к смене менеджмента). Чем больше степень дисперсии собственности, тем в большей мере собственники заинтересованы в зависимости вознаграждения менеджеров от рыночной стоимости фирмы. Дисперсная структура собственности дополняет зависимость материальных стимулов от рыночных показателей, а доминирующая система стимулирования — господствующую структуру собственности, поддерживаемую прозрачностью рынка, которая в свою очередь дополняет управленческие стимулы (17, с. 170).

Японские особенности регулирующей и институциональной среды (концентрация акционерной собственности, значение ведущих банков в качестве инвесторов и кредиторов, более низкая ликвидность и прозрачность фондового рынка и др.) определили центральную роль банков в системе корпоративного управления по сравнению с ролью рынка, специфику стимулирования и другие черты этой системы. Эта система при всем ее отличии от американской также характеризовалась определенной внутренней согласованностью, хотя изменения институциональной среды (финансовая либерализация, укрепление кредитоспособности многих фирм и ослабление влияния банков) нарушают эту согласованность и вызывают потребность в системных изменениях.

Система КУ в Германии в целом близка к японской по целому ряду параметров: доминирующая инвестиционная и кредитная функция банков, относительная непрозрачность фондового рынка, высокая степень концентрации акционерной собственности, более низкий уровень и меньшая чувствительность вознаграждения менеджеров к цене акций, придание большего веса интересам занятых, более жесткие процедуры банкротства и т.д. Однако есть между ними и отличия: в Германии ведущими акционерами являются не банки, а нефинансовые организации; большее значение имеют пирамиды собственности; банковский кредит является более важным источником финансирования.

Важнейший источник конфликтов интересов в Германии лежит не в отношениях между акционерами и менеджерами, как в США, а в плоскости контроля со стороны нефинансовых инвесторов и банков, которые через пирамиды собственности, представительство в наблюдательных советах, голосование по доверенности мелких акционеров способны осуществлять контроль, даже не обладая контрольными пакетами. Это определяет жесткий мониторинг с их стороны и относительную незначительность информационной асимметрии между акционерами и менеджментом, а следовательно, и отсутствие необходимости в тесной связи вознаграждения менеджеров с рыночными ценами акций. Жесткий мониторинг собственника объясняет и более низкий уровень вознаграждения. Информативность цен акций в качестве критерия успешности менеджмента снижается также в результате высокой степени концентрации собственности и низкой ликвидности большинства акций. Как и в Японии, в

Германии мониторинг собственников замещает мониторинг рынка и дисциплинирующий эффект угрозы поглощения.

Относительно низкий уровень диверсификации инвестиционных портфелей крупных контролирующих акционеров ведет к тому, что они предпочитают менее рискованные проекты, а это снижает вероятность потенциальных конфликтов интересов между ними и не склонными к риску кредиторами по сравнению с условиями дисперсии собственности. Иначе говоря, характерная для Германии структура акционерной собственности ведет к большей согласованности интересов акционеров и кредиторов. Кроме того, банки способны защищать свои интересы как кредиторов через владение акциями, голосование по доверенности и представительство в советах, и именно это обстоятельство удерживает асимметрию информации между акционерами и кредиторами на низком уровне и способствует эффективным долговым контрактам. Сходство с японской системой проявляется также в сравнительной жесткости законодательства о банкротстве, что способствует укреплению влияния кредиторов. Вместе с тем концентрированный характер как акционерной собственности, так и долговых обязательств снижает издержки жестких процедур предполагаемого банкротства (17, с. 144–146).

Таким образом, конкретные страны могут быть с определенной степенью условности отнесены к той или иной модели КУ в зависимости от совокупности факторов. Так, например, В.Б.Кондратьев относит к странам с финансовой системой, опирающейся на фондовый рынок (системой «вытянутой руки»), США, Канаду, Австралию, Великобританию, Гонконг (английская правовая система), Мексику, Турцию (французская правовая система); с банковской финансовой системой («родственных отношений») — ряд стран континентальной Западной Европы с французской правовой системой (Францию, Бельгию, Испанию и др.), Австрию и Германию (германская правовая система), Финляндию, Норвегию (скандинавская правовая система), Индию (английская правовая система). К промежуточной группе относятся Ирландия, Новая Зеландия, Таиланд (английская правовая система), Голландия, Филиппины (французская правовая система), Япония, Корея, Швейцария (германская правовая система), Дания и Швеция (скандинавская правовая система) (3, с. 40).

Таким образом, проведенный анализ позволяет сделать вывод о наличии внутренней согласованности различных моделей КУ, что и делает их соответствующими задачам управления конфликтами меж-



ду акционерами и менеджерами, акционерами и кредиторами. Многие эксперты в этой связи полагают, что у развивающихся стран и стран с переходной экономикой, отличающихся низким уровнем развития правовой и институциональной среды, нет иной альтернативы, кроме как принять на вооружение систему «родственных финансовых отношений», в которой роль главного инвестора и кредитора будут выполнять коммерческие банки (3, с. 23).

Вместе с тем, как подчеркивают специалисты, было бы неверным однозначно утверждать, что одна модель имеет преимущества перед другой с точки зрения воздействия на темпы экономического роста в длительной перспективе. Обе системы могут сосуществовать в рамках одной страны и в известном смысле дополнять друг друга (3, с. 32). Важным является то обстоятельство, что различные системы являются следствием определенной исторической траектории развития и соответствующей институциональной среды, в том числе законодательства и механизмов защиты инвесторов, финансовых институтов и их роли в качестве акционеров, структуры собственности, возможности мобилизации капиталов на финансовых рынках, рынка корпоративного контроля. При этом возможна взаимная компенсация различных механизмов той или иной системы, иначе говоря, взаимодополнительность ее элементов.

В этой связи интерес представляет точка зрения немецкого специалиста Р.П.Хайнриха, осуществившего сравнительное исследование КУ в США, Германии и Японии (17). По его мнению, инструменты корпоративного управления обладают свойством дополнительности, способностью усиливать друг друга. Необходимость взаимодействия рассматриваемых инструментов определяется тем фактом, что они несут не только выгоды от снижения издержек конфликтов, но и альтернативные издержки, связанные с усугублением возможности конфликтов между акционерами и менеджментом, между контролирующими и остальными акционерами, между акционерами и кредиторами и т.д. Это свойство определяет и наличие специфических комбинаций инструментов, наилучшим образом соответствующих друг другу. Иначе говоря, корпоративное управление имеет системный характер: целое больше суммы его элементов, влияние которых можно оценить, лишь учитывая их взаимосвязи с другими элементами системы.

Таким образом, задача общей минимизации издержек конфликтов интересов решается за счет сочетания инструментов КУ,

каждый из которых не только смягчает те или иные конфликты, но и несет альтернативные издержки, определяющие взаимодополнительность инструментов. Факторы взаимодополнительности, в свою очередь, определяют характерные наборы («пучки») инструментов, поддерживающих и усиливающих друг друга. Оптимальность различных наборов определяется условиями регулирования и институциональной средой. Характерные комбинации инструментов и условий среды образуют систему КУ, функционирующую как целое. Внешние воздействия могут снижать эффективность систем, что требует согласованных реформ по многим или всем параметрам регулирования и институциональной структуры.

При всем разнообразии существующих методов и решений в области КУ советы директоров и инвесторы зачастую игнорируют как страновые различия в комбинациях используемых инструментов корпоративного управления и поддерживающих их правовых и регулирующих институтах, так и их системный характер, подвергая самих себя опасности. Р.П.Хайнрих подчеркивает, что суть корпоративного управления заключена во взаимодействии его механизмов, которое обеспечивает снижение издержек и превращает крупные публичные корпорации в универсальную и успешную организационную форму. С точки зрения политики реформирования корпоративного управления это означает, что реформы, направленные на один из элементов системы, могут потерпеть неудачу, поскольку они разрушают ее согласованность, и что успешная реформа должна быть направлена на всю совокупность инструментов корпоративного управления.

### **Современные мировые тенденции реформирования корпоративного управления**

Сложившиеся в настоящее время системы корпоративного управления подвергаются изменениям под влиянием внешних условий; реформирование систем корпоративного управления стоит на повестке дня в странах ЕС, США, Японии, а также и в восточноевропейских и азиатских странах с формирующейся рыночной экономикой. Широкая дискуссия по проблемам развития КУ развернулась в настоящее время в Европе, США, других странах, включая Россию. В условиях возрастающей интеграции мировых товарных и финансовых рынков традиционные методы балансирования конкурирующих

интересов в верхнем звене управления публичных корпораций подвергаются критике и пересмотру.

Целый ряд примеров ошибочного и неэффективного управления компаниями обусловил создание в 1990-е годы в ряде стран, в том числе Великобритании, Канаде, Австралии, Голландии, Франции, специальных комиссий для рассмотрения проблем и выработки рекомендаций. В Великобритании доклад Комитета Кэдбери, представленный в 1992 г., явился одной из первых попыток такого рода. Он содержал положения относительно функций и состава советов директоров, кодекса корпоративного управления (24, с. 119). Доклад Кэдбери заложил основу британской модели КУ и оказал большое влияние на формирование аналогичных моделей в других странах. За ним последовала целая серия докладов других комитетов (Гринбери, Хэмпела и др.). Их выводы послужили основой для выработки Лондонской фондовой биржей обобщающего кодекса корпоративного управления и требований к листингу, в соответствии с которыми компании обязывались раскрывать свои принципы КУ. Следуя этому примеру, фондовые биржи ряда других стран приняли аналогичные документы. Примечательно также, что не менее 17 стран — членов ОЭСР инициировали в последнее десятилетие интенсивное реформирование корпоративного законодательства (3, с. 74, 242).

В 1998 г. в рамках ОЭСР был разработан и в 1999 г. подписан документ «Корпоративное управление: Совершенствование конкуренции и доступ к капиталу в эпоху глобальных рынков», представлявший собой международный кодекс корпоративного управления, рекомендованный для широкого использования. В его основу были положены следующие принципы (3, с. 151–152):

- *справедливость* по отношению к миноритарным акционерам в их защите от мошеннических инсайдерских сделок;
- *транспарентность* посредством раскрытия точной и своевременной информации о деятельности компании;
- *подотчетность* менеджеров через создание эффективной системы контроля за их деятельностью на основе баланса сил между советом директоров, менеджерами, акционерами и аудиторами;
- *ответственность* корпорации перед обществом, реализуемая в соблюдении действующего законодательства и функционировании с учетом общественных потребностей.

Весьма показательны в этом отношении меры в области реформирования КУ, предпринятые в США. Американские специали-

сты, выдвигая тезис о сравнительной эффективности КУ в США, объясняют ее воздействием сильных рынков и сильной правовой системы, которые взаимодополняют друг друга. Однако условием этой эффективности является изменение их роли и адаптация систем КУ в процессе изменения рыночных условий. Именно эта способность к адаптации оказалась критическим фактором при изменении рыночных условий последнего времени, приведших к кризису доверия инвесторов, что вызвало озабоченность относительно проявившихся определенных слабостей системы КУ. Одновременно пересмотр и корректировка отчетности по прибыли ряда крупных публичных корпораций поставили вопрос о надежности практики финансового учета и качества предоставляемой корпоративной финансовой информации.

В марте 2002 г. президент США выступил с призывом к реформированию КУ, за которым последовало создание в июле 2002 г. Специальной группы по корпоративному мошенничеству (Corporate Fraud Task Force), состоящей из представителей правоприменительных органов (Министерства юстиции, Комиссии по ценным бумагам и биржам (SEC) и др. ведомств) и принятие Закона Сарбейнса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act) (13, с. 76). Закон, реализуемый в ряде нормативных актов, изданных SEC в течение 2002 и 2003 гг., предоставляет судам и федеральным агентствам дополнительные средства, направленные на предоставление инвесторам возможности слежения за качеством управленческих решений. Согласно Закону Сарбейнса-Оксли, под надзором SEC создана новая организация — Совет по надзору за финансовым учетом в публичных компаниях (Public Company Accounting Oversight Board — PCAOB), в задачи которого входят разработка и применение стандартов аудиторской проверки и сертификации финансовых отчетов корпораций. В полной мере реализация реформ, предусмотренных Законом Сарбейнса-Оксли, будет осуществляться SEC и другими федеральными ведомствами США в предстоящие годы.

В основе предложений по реформированию КУ, связанных с проблемой доверия инвесторов и сформулированных в виде «Плана из десяти пунктов по улучшению корпоративной ответственности и защите американских акционеров», лежали три ключевых принципа: точность и доступность информации, ответственность менеджмента и независимость аудиторов. На них немедленно отреагировал частный сектор, прежде всего в лице NYSE и Nasdaq, которые выступили

в 2002 и 2003 гг. со своими инициативами в соответствии с новым законодательством и регулированием SEC.

Обеспечение инвесторов своевременной и точной информацией о деятельности и финансовых результатах корпораций является основным направлением проводимой реформы. Закон Сарбейнса-Оксли содержит новые требования к содержанию и срокам предоставления информации корпорациями, в том числе о сделках с акциями, о состоянии внутренних систем контроля, о качественном составе комитетов по аудиту. Финансовые аналитики и аудиторы также обязаны предоставлять определенную информацию, дающую возможность инвесторам судить о степени собственной независимости и возможных конфликтах интересов. Закон существенно ужесточает санкции за нарушение норм предоставления информации и за мошенничество (увеличивая помимо штрафов максимальный срок тюремного заключения в четыре раза). Создаются новые нормы и институты, обеспечивающие соблюдение менеджерами и аудиторами требований к финансовой отчетности корпораций.

Повышение ответственности менеджмента призвано обеспечить не только качество и полноту отчетности, но и усиление стимулов к соблюдению интересов инвесторов. Согласно Закону Сарбейнса-Оксли, вводятся дополнительные санкции за несоблюдение ответственности и требования к внутренним системам управления. Так, высший исполнительный руководитель (CEO) и главный финансист (CFO) корпорации обязаны лично удостоверить точность и полноту финансовых отчетов, регулярно предоставляемых согласно требованиям регулирования операций с ценными бумагами. Удостоверение заведомо сфальсифицированной отчетности квалифицируется как уголовное преступление и подвергается штрафу до 1 млн. долл., а преднамеренная фальсификация — до 5 млн. долл.; совершившие их должностные лица могут быть лишены всех дополнительных вознаграждений, полученных от компании (13, с. 103). На комитеты по аудиту возлагается ответственность за назначение и оплату внешних аудиторов. Руководители юридических служб обязаны сообщать обо всех известных им фактах нарушений.

Принцип независимости аудиторов реализуется в Законе Сарбейнса-Оксли путем усиления стимулов к соблюдению профессиональных стандартов деятельности и ужесточения санкций за их нарушение. Создание нового органа — PCAOB — призвано обеспечить независимость аудиторов и улучшение качества аудиторского обслу-

живания корпораций, зарегистрированных на биржах США, усилить стимулы к надлежащему и честному выполнению аудиторскими фирмами их функций. Согласно закону, каждая такая фирма обязана пройти регистрацию в совете и представлять ему периодические отчеты о своей деятельности. Совет наделен правом проводить расследования по фактам злоупотреблений, а фирмы обязаны предоставлять по его требованию документы отчетности за семилетний период. Совет может налагать штрафы на отдельных аудиторов и фирмы, лишать права заниматься аудиторским обслуживанием временно или постоянно. Кроме того, закон регламентирует порядок назначения аудиторов комитетами, состоящими из независимых директоров, устанавливает другие нормы, имеющие целью предотвращение возможного сговора между аудитором и клиентом.

Проблема укрепления доверия инвесторов и совершенствования корпоративного управления, спровоцированная банкротством предприятий и скандалами последнего времени, связанными с обвинениями в мошенничестве крупнейших корпораций, вызвала реакцию по обе стороны Атлантики. Американские инициативы, выразившиеся в принятии Закона Сарбейнса-Оксли, не оказались единственными. Европейские страны в последние годы также предпринимают шаги в области реформирования системы КУ.

В последние годы, как отмечают специалисты, правовая и институциональная среда корпоративного управления в Германии претерпевает заметные изменения, вызванные европейской интеграцией и глобализацией рынков капитала, законодательными инициативами на европейском и национальном уровнях, а также давлением со стороны рынка. Эти изменения затрагивают многие аспекты КУ, включая роль крупных акционеров и банков, структуру и уровень вознаграждения менеджеров, стандарты предоставления информации и прозрачность фирм и рынков.

В Германии еще в 1998 г. вступил в силу Закон о контроле и прозрачности деятельности предприятий (KonTraG), предусматривавший меры по усилению позиций акционеров, повышению степени прозрачности деятельности компаний и качества аудита. Эти новшества касались, в частности, запрета любых отклонений от принципа «одна акция — один голос»; запрета фирмам, акции которых котируются на фондовой бирже, использовать при выборах наблюдательных советов голосующие акции других принадлежащих им фирм (что сделано для решения проблемы переплетающихся дирек-

торатов, препятствующей контролю со стороны внешних акционеров); некоторого ограничения прав банков на использование голосования по доверенности; разрешения применять в качестве компонента вознаграждения менеджеров опционы на акции, которые быстро завоевали популярность.

Крупный пакет законов был принят в 2002 г.: Закон о развитии финансовой деятельности в Германии, Закон о реформе акционерного и балансового права, Закон о прозрачности и публичности. В феврале 2002 г. был принят Кодекс немецкого корпоративного управления. В том же году свои предложения выработала специальная правительственная комиссия (Baums-Kommission) по корпоративному управлению и модернизации акционерного права (18, с. 556).

В конце февраля 2003 г. федеральным правительством Германии опубликована программа мероприятий, направленная на восстановление доверия инвесторов и повышение эффективности финансовой деятельности корпораций, ключевыми пунктами которой являются:

- повышение персональной ответственности членов правления и наблюдательного совета в области соблюдения интересов инвесторов, в том числе за умышленную или по небрежности фальсификацию информации;
- дальнейшее совершенствование Кодекса немецкого корпоративного управления, в частности, в целях обеспечения прозрачности вознаграждения членов правления;
- совершенствование финансовой отчетности и ее соответствия международным стандартам;
- усиление роли аудиторов;
- контроль за законностью конкретных сделок предприятий независимыми инстанциями;
- дальнейшее проведение биржевых реформ и развитие права контроля;
- улучшение защиты инвесторов на рынке «серых капиталов»;
- обеспечение надежности оценки стоимости предприятия финансовыми аналитиками и рейтинговыми агентствами;
- ужесточение штрафных санкций за злоупотребления на фондовом рынке.

Ключевым пунктом проекта реформ федерального правительства ФРГ является расширение ответственности организаций за не-

правильную или неполную информацию по операциям на рынке долгосрочных капиталов. Некоторые комментаторы в этой связи указывают на оправданность субсидиарной ответственности членов организации, если потерпевшие ущерб инвесторы не получили удовлетворения от компании. Надежность и сопоставимость информации выделяется в качестве главного фактора завоевания доверия инвесторов на рынке долгосрочных капиталов. Важным шагом в этом направлении явилось принятие Международных стандартов финансовой отчетности (IAS). Помимо перехода на IAS федеральное правительство предусматривает провести модернизацию национального законодательства об отчетности, а также внести соответствующие изменения в Кодекс законов о торговле (HGB).

Программа предусматривает также усиление роли и независимости аудиторов, что соответствует и рекомендации Комиссии ЕС от 16 мая 2002 г. о независимости аудиторов в ЕС. С этой целью предлагается запрет на предоставление аудиторами определенных консультационных услуг при проверке предприятий (например, по бухгалтерскому учету, организации финансовых информационных систем, заключениям экспертизы и пр.), а также регулирование соотношения гонораров за аудит и за прочие виды обслуживания. Как отмечают немецкие специалисты, запланированное регулирование внутренних проверок соответствует положениям американского Закона Сарбейнса-Оксли.

В мае 2003 г. независимая комиссия (Crome-Kommission) предложила внести значительные изменения в Кодекс, касающиеся вознаграждения членов правления, которые были одобрены министерством юстиции. Эти изменения, в частности, касаются «индивидуализированного представления» вознаграждения членам правления и наблюдательного совета (должны быть показаны его составляющие); установления верхней границы для опциона на акции и предъявления данных о его стоимости; предоставления информации общему собранию акционеров и опубликования схемы вознаграждения в Интернете для ознакомления с ней общественности в понятной для всех форме. Этим изменениям, внесенным в Кодекс немецкого корпоративного управления, соответствуют предложения правительственной программы мероприятий относительно прозрачности вознаграждения членов правления, особенно в части опционов на акции.

Проводимые изменения в области отчетности требуют создания действенного механизма государственного надзора и правового



принуждения. Правительственная программа предусматривает двухступенчатую систему с привлечением Федерального ведомства по надзору за финансовыми услугами (BaFin) в качестве контролирующей инстанции. Поскольку BaFin действует как контролирующая инстанция одновременно для банков, страховщиков и других поставщиков финансовых услуг, это ведомство имеет значительно больше информации о поднадзорных учреждениях по сравнению с другими инстанциями.

По мнению немецких специалистов, программа федерального правительства является шагом в правильном направлении для восстановления и укрепления доверия на рынке капиталов. Вместе с тем законодатель должен действовать с учетом того, что даже неограниченные возможности для предъявления инвесторами претензий и широкие возможности контроля и принятия санкций против нарушителей контролирующими органами не могут в достаточной мере противодействовать криминальному поведению. Необходимо соблюдать определенный баланс между свободой принятия решений предприятиями и их готовностью к рискам, с одной стороны, и защитой инвесторов и акционеров — с другой. Прежде всего, должны полностью выполняться существующие правовые нормы для обеспечения ответственности предприятий (18, с. 559).

Великобритания придерживается несколько иного подхода к совершенствованию КУ, основанного не на ужесточении законодательства, а на принципах саморегулирования, заложенных в кодексе КУ. На основе докладов Кэдбери и других комитетов был создан Объединенный кодекс корпоративного управления (Combined Code), который вступил в силу в 1999 г. и стал дополнением к Правилам листинга Лондонской фондовой биржи. Его принципы и положения подверглись уточнению и дополнению. Так, только в 2003 г. были опубликованы два доклада (Смита и Хиггса), посвященные главным образом составу, функциям и принципам работы советов директоров и повышению ее эффективности. В результате в 2003 г. начала действовать новая редакция Объединенного кодекса, основанного на тех же принципах.

Британские специалисты усматривают преимущества в подходе, базирующемся на добровольном принятии участниками рынка правил, согласно которым компании, зарегистрированные на Лондонской фондовой бирже, должны публиковать отчеты, подтверждающие соответствие корпоративной практики положениям Кодек-

са либо объясняющие причины отступления от них. Таким образом, принципы, заложенные в Кодекс КУ, обеспечивают компаниям определенную гибкость при выполнении его требований (1, с. 121).

В обновленный Кодекс вошло большинство рекомендаций, касающихся разделения функций председателя совета директоров и высшего исполнительного руководителя (генерального директора), роли внешних (неисполнительных) директоров и укрепления их независимости, профессионального совершенствования и оценки деятельности членов советов директоров. Оценка эффективности этих рекомендаций будет проведена через два года после вступления в действие новой редакции Объединенного кодекса (1, с. 128).

Важная проблема текущей эволюции КУ состоит в нахождении способов повышения заинтересованности и обязательности действий директоров в интересах акционеров. Корпорации применяют многие средства, в том числе расширение представительства внешних директоров в советах, создание ключевых комитетов из внешних директоров, разделение должностей председателя совета и высшего исполнительного руководителя и другие процедурные улучшения. Однако было бы преждевременным полагать, что увеличение числа внешних директоров благотворно во всех случаях. Исследования дают неоднозначные результаты, что может объясняться различными рыночными условиями для различных корпораций (13, с. 93). Кроме того, выбор квалифицированных независимых кандидатов ограничен, их качества не всегда бесспорны. Альтернативная стратегия может состоять в привлечении внешней организации (например, фондовой биржи или правительственного органа регулирования) для мониторинга конкретных внутренних элементов КУ. Эта стратегия также имеет свои ограничения, связанные, в частности, с затратами на такой внешний мониторинг, а также с проблемами, аналогичными проблемам, с которыми сталкиваются советы при выработке и реализации правил эффективного менеджмента.

Для общемировых тенденций совершенствования правовых механизмов КУ характерны:

- усиление требований прозрачности АО (предоставления информации) и достоверности отчетности;
- усиление правомочий советов директоров как органов управления АО и контроля за ними со стороны акционеров;
- расширение судебного контроля за деятельностью АО;

— развитие законодательства по защите прав мелких акционеров (при покупке акций, голосовании и т.д.);

— ужесточение регламента выпуска акций, изменения уставного капитала, реорганизации АО и т.д. (4, с. 140–141).

В Европе дополнительные импульсы реформе системы корпоративного управления может придать представленный Европейской комиссией в мае 2003 г. план действий «Модернизация правовых норм, касающихся компаний или объединений, и улучшение корпоративного управления в ЕС». В этом плане содержатся предложения по 24 мероприятиям, с помощью которых предполагается усилить права акционеров, улучшить защиту третьих лиц и стимулировать эффективность предприятий.

В Японии такие явления, как финансовая либерализация, укрепление кредитоспособности многих фирм и ослабление влияния банков, происходившие в конце 1980-х — начале 1990-х годов, нарушили согласованность японской системы КУ, что привело к росту издержек конфликтов интересов и неэффективности многих инвестиций. Это потребовало внесения изменений, которые, однако, затягивались, фирмы оставались непрозрачными при сохранении трудностей внешнего мониторинга, стабильное перекрестное владение акциями продолжало служить защитой от угрозы поглощения. В 1997 г. в Японии было разрешено стимулирование менеджеров через опционы на акции, но оставалось неэффективным в условиях низкой ликвидности фондового рынка. В конце 1990-х годов появились признаки более радикального реформирования, в частности в направлении усиления роли рынка капиталов, а также в системе вознаграждения менеджеров и в структуре собственности и капитала японских фирм (17, с. 182).

### **Перспективы эволюции моделей корпоративного управления**

При всем многообразии национальных моделей КУ, являющемся результатом различий в структуре собственности, формах финансирования, законодательных и регулирующих нормативах, происходящие изменения свидетельствуют о перспективе взаимопроникновения элементов различных систем КУ в поиске их оптимального сочетания, на что указывают многие специалисты. Как следует из приведенных выше примеров, ведущим фактором сближе-

ния моделей КУ является конвергенция в сфере стандартов и раскрытия информации. Как считает, например, В.Б.Кондратьев, для США и Великобритании эта тенденция будет означать ослабление ограничений на деятельность крупных инвесторов, для Японии и Германии – дальнейшее открытие рынка корпоративных ценных бумаг. При этом в формирующейся «смешанной» системе конкретные компании смогут ориентироваться на те или иные определенные механизмы КУ, например, на активность крупных акционеров или на рыночные силы (3, с. 168).

В качестве главной причины тенденции к конвергенции систем КУ выделяется глобализация рынков капитала, включающая новые финансовые инструменты, более глубокую интеграцию рынков, растущую международную конкуренцию. Эти процессы затрагивают все элементы системы, включая юридические рамки (формальная конвергенция), институты КУ (функциональная конвергенция) и практику компаний (контрактная конвергенция). Это не означает унификации национальных институтов и мер по управлению предприятием, поскольку формы собственности и корпоративного контроля остаются центральными характеристиками национальных систем. Тем не менее как корпорации, так и правительства все больше осознают, что для использования глобальных финансовых ресурсов они должны соответствовать определенным стандартам КУ (8, с. 129).

Как отмечают американские специалисты, предпринимаемая в США реформа КУ беспрецедентна по своим масштабам со времени создания SEC. В то же время происходящие в США изменения в системе КУ представляют собой часть общемировых тенденций в этой области, стимулируемых процессами глобализации, которые заставляют страны принимать положительные черты других систем, одновременно сохраняя лучшие черты собственных. Международная конкуренция усиливает необходимость совершенствования КУ. Во многих отношениях эти тенденции характеризуются сближением национальных систем КУ с американской системой. В то же время США вводят в законодательство некоторые нормы, применяемые в других странах (это касается, в частности, отмены ограничений на участие банков в акционерном капитале корпораций).

Выводы различных исследований подтверждают роль рыночных факторов в формировании институтов КУ. Так, для европейских и японских корпораций характерны относительно более высокая концентрация собственности и небольшое число лиц или институ-

тов, владеющих крупными пакетами акций, в отличие от США, а также Великобритании, для которых характерна дисперсия собственности как результат более активных рынков ценных бумаг и корпоративного контроля, жестких стандартов предоставления информации и прозрачности.

По данным исследований, в 80% из 170 крупнейших компаний Франции и Германии, зарегистрированных на фондовой бирже, имеется акционер, единолично владеющий более 25% акций. В более чем половине всех компаний этого типа имеется единственный мажоритарный акционер. В Великобритании же один акционер, владеющий более чем 25% акций, отмечен лишь в 16% из 170 зарегистрированных на бирже компаний и один мажоритарный акционер — в 6% компаний (11, с. 150). В США лишь 4 из 20 крупнейших корпораций имеют акционера, располагающего пакетом в 10% и более голосующих акций, тогда как в Германии — 13 (13, с. 106).

В компаниях стран континентальной Европы собственность сконцентрирована в руках главным образом двух видов владельцев: семей и других компаний. В некоторых странах этого региона распространены сложные, организованные по принципу пирамиды, системы межкорпоративного перекрестного владения акциями, причем контроль стоящего на верхушке пирамиды собственника может быть непропорционален величине контролируемых им инвестиций. Участие банков в акционерном капитале, как правило, невелико, тогда как участие государства, напротив, значительно.

Однако эти различия постепенно стираются. В течение 1990-х годов в странах Европы существенно возросла по отношению к ВВП как стоимость акций, находящихся в обращении, так и стоимость первоначальных выпусков акций, рынок корпоративного контроля стал более интернациональным.

В ряду изменений структуры собственности крупных корпораций, оказывающих существенное влияние на проблему корпоративного управления, важное место занимает экспансия финансовых институтов. В США банки, страховые общества, инвестиционные компании, пенсионные, сберегательные и частные фонды владеют более 40% всех финансовых обязательств частных лиц, корпораций и правительства. В собственности финансовых институтов находится более 80% облигаций и почти половина акционерного капитала корпораций. Что касается крупных корпораций, то здесь их доля составляет 60–70% (12, с. 148).

Ряд аналитиков утверждают, что институциональные инвесторы должны играть более существенную и конструктивную роль, определяя ее как «инвестиции в близкие отношения» («relationship investing»), «эффективное владение» («effective ownership») и другими терминами (12, с. 172). Под этим подразумевается та роль, которую играют акционеры в компаниях небольшого масштаба с ограниченным числом акционеров: долгосрочное владение пакетом акций и активный контроль над менеджментом.

В ряде развитых стран, в том числе Германии и Японии, банки используют информацию, получаемую в качестве кредиторов, для более активной роли в качестве акционеров при мониторинге корпоративного менеджмента. В США принятие в 1999 г. Закона Грэмма-Лича-Блайли (Gramm-Leach-Bliley Act) ослабило действовавшие запреты на владение банками акций. Участие банков как кредиторов и акционеров в американских корпорациях может повысить корпоративную эффективность за счет не только более действенного мониторинга менеджмента, но и более высокой степени доверия инвесторов.

Происходящие изменения в регулировании фондового рынка, прозрачности, структуры собственности, роли банков, стимулировании менеджеров и т.д. говорят о движении в сторону американской модели. Европейский менеджмент испытывает давление со стороны различных факторов, прежде всего глобализации, усиления конкуренции за капитал, высокой интенсивности поглощений, в пользу существенных изменений. Так, крупные компании ФРГ перенимают американские (или, более широко, англосаксонские) методы и стиль управления. Это выражается, в частности, в приведении управленческих стимулов в соответствие с интересами акционеров, явном движении к характерной для американского стиля мотивации на основе прибыли (системы оплаты, связь премирования с биржевыми показателями, опционы на акции и т.д.). Э.Шли и М.Уорнер прямо говорят о тенденции «американизации» ряда германских компаний, что проявляется в отношениях между собственниками капитала, менеджментом и рабочей силой, указывая в то же время на сильные институциональные факторы, противостоящие полной конвергенции. Эта тенденция, по их мнению, относится только к отдельным чертам американской модели, и нет основания полагать, что германские корпорации будут копировать все, что возникает в корпоративной Америке, Великобритании или Японии. В поисках новых управлен-

ческих стимулов следует отбирать лучшее, что имеется в различных культурах. Будущее германской модели может быть охарактеризовано как смешанная, гибридная форма. Остается надеяться, отмечают эти авторы, что соединение американской практики корпоративного управления с германскими социальными ценностями даст позитивный «европейский» результат (23, с. 46–47). По мнению Р.П.Хайнриха, эволюция германской системы в конечном счете будет зависеть от того, как будут реагировать на изменения среды структуры собственности и финансирования фирм и поведение крупных акционеров и банков (17, с. 191–192). Те же тенденции отмечаются в исследованиях французской модели (21, с. 47).

Вместе с тем американская модель также не является неизменной: под давлением конкурентных сил она, по некоторым признакам, эволюционирует в сторону германской и японской моделей. Наиболее яркое свидетельство тому – отмена длительного жесткого разграничения между коммерческими и инвестиционными банками и универсализация американских банков. Некоторые институциональные инвесторы более активно вовлекаются в управление инвестируемыми фирмами. В то же время имеются и свидетельства в пользу стабильности институциональных структур национальных финансовых систем. По мнению американских специалистов, радикализм проводимой в США реформы не означает фундаментального отхода от общего курса эволюции системы КУ в США на протяжении всего прошлого века (13, с. 108). Высказывается мнение, что меры по улучшению КУ являются поверхностными, не выходят за рамки существующей системы и поэтому не ликвидируют ее существенных пороков (22, с. 86).

Критика сложившихся подходов к КУ, концентрирующих внимание на проблемах взаимодействия менеджеров и акционеров, привела к разработке теоретической модели, основанной на расширительной трактовке КУ, в которой эти отношения рассматриваются как часть более широких отношений фирмы с внешней институциональной средой. Как пишет М.Блэйр, распространенные концепции КУ объединяет вера в то, что общество выигрывает, если корпорации управляются в интересах акционеров. Но дело не только в том, что финансовые рынки не способны правильно сигнализировать о направлении максимизации долгосрочной выгоды для акционеров. Даже если акционеры и сознают правильно и в полной мере свои краткосрочные и долгосрочные интересы, то стратегия, оптимальная

для акционеров, далеко не всегда оптимальна для общества в целом. Системы КУ воздействуют на способность фирм создавать новое богатство, поскольку влияют на риски, вознаграждения, prerogatives и права, а следовательно, и мотивацию не только акционеров, но и других соучастников. Любое реформирование системы, имеющее в своей основе лишь принципы максимизации стоимости акционерного капитала и взаимоотношения между акционерами и менеджерами, может даже разрушить способность создавать богатство. Основой ее совершенствования может служить распространяющаяся в последние годы точка зрения, согласно которой корпорации должны действовать в интересах всех участников хозяйственной деятельности, осуществляющих определенные специфические и рискованные вложения.

Собственность воплощается в праве владения и распоряжения активами и результатами их использования, а также в ответственности за риск, связанный с таким владением и распоряжением. Важно понять, отмечает М.Блэйр, что такой узел прав и ответственности является элементом правовых и социальных отношений. В крупных открытых корпорациях при диффузии собственности такая связь отсутствует, различные права и виды ответственности по отношению к различным материальным и нематериальным активам определяются по-разному. Следовательно, принятие категории собственности в качестве отправного момента для рассмотрения корпоративного контроля весьма проблематично. Распространенное представление о том, что акционеры являются владельцами крупных корпораций, не проясняет, а скорее затемняет важные проблемы. Факты реальной жизни подвергают серьезному сомнению «широко распространенное среди лидеров бизнеса, политиков и экономистов мнение, согласно которому наилучший путь создания общественного богатства состоит в максимизации богатства акционеров» (12, с. 93). Рассмотрение этих вопросов затрагивает фундаментальные проблемы социальной роли корпораций. Права и ответственность акционеров составляют лишь часть более общей проблемы распределения прав контроля, вознаграждения и ответственности между всеми соучастниками предприятия, обеспечившими свой специфический вклад (12, с. 4).

Модель соучастников строится на положении, согласно которому корпорации следует рассматривать не просто как вместилище материальных активов, принадлежащих акционерам, а скорее как институциональные структуры, определяющие взаимоотношения



между всеми сторонами, участвующими в формировании активов предприятия. Состав участников этого процесса охватывает как акционеров, так и наемных работников, поставщиков, потребителей и всех других, кто вносит свой специфический вклад в предприятие с той или иной долей риска. Поскольку задача менеджмента состоит в том, чтобы максимизировать общую стоимость, богатство, создаваемое предприятием, а не только величину капитала, принадлежащего акционерам, это означает, что менеджмент в своих решениях и действиях должен учитывать их последствия для всех заинтересованных лиц предприятия.

Такой подход в большей мере характерен для континентальной Европы, прежде всего для германской и скандинавской моделей. Так, в Германии, Нидерландах, Скандинавских странах он воплощается в сходных концепциях фирмы и роли двухуровневых органов высшего корпоративного руководства, а также в особой модели кодeterminации (трехсторонней системе соглашений между правительством, работодателями и профсоюзами). В Германии компании законодательно определены как общественные институты, несущие ответственность перед группами соучастников, включая местные сообщества. В результате управленческая свобода действий в ряде сфер оказывается существенно ограниченной, прежде всего в области трудовых отношений. Помимо законодательства здесь играют роль также сильные профсоюзы. Как отмечают, например, голландские специалисты, здесь в отличие от США и Великобритании, где доминируют интересы акционеров, от компаний ожидают поведения, направленного на учет запросов различных групп. Для нидерландской системы бизнеса характерно подчеркивание духа консенсуса, переговоров и консультаций между акционерами, работниками и менеджментом (16, с. 295).

Специалисты указывают, что различные внутренние и внешние элементы КУ, определяющие соответствующие права и ответственность и механизм их реализации, были предметом исследований и предложений по реформированию и усовершенствованию системы КУ, но традиционно рассматривались изолированно и под углом зрения действий и интересов акционеров и менеджмента и в попытках решения отдельных проблем. Единая задача анализа путей повышения эффективности функционирования корпораций, их конкурентоспособности, вклада в создание наряду с прибылью для акционеров доходных рабочих мест и в целом создания обществен-

ного богатства при этом не ставилась. Нередко соответствующие предложения не идут дальше реформы и совершенствования работы советов директоров, что само по себе важно, но не дает ответа на главный вопрос — в чьих интересах должны действовать сами корпорации и их советы директоров (12, с. 172).

Таким образом, модель соучастников исходит из того, что для современных условий концепция максимизации стоимости акционерного капитала как главной цели корпорации оказывается несостоятельной. Согласно выдвигаемой аргументации, экономический потенциал предприятия все в большей мере связан со знаниями и квалификацией работников, организацией их работы по обслуживанию потребителей и клиентов. Даже в промышленности доля материальных средств производства в активах падает; растет значение нематериальных активов, в том числе не учитываемых системой бухгалтерского учета (репутация, качество обслуживания, инновационный потенциал, способность своевременно осваивать и выпускать на рынок новые поколения изделий). Экономические факторы заставляют всерьез задуматься о значении заявлений многих руководителей о том, что «наше богатство — это наши люди» (12, с. 234), и о том, какие изменения это вызывает в системе управления. Так, Р.П.Хайнрих интерпретирует систему кодетерминации в Германии (где согласно законодательству в акционерных обществах с числом занятых свыше 2 тыс. представители работников компании должны составлять половину членов наблюдательных советов, а с числом занятых от 500 до 2 тыс. — одну треть) как способ сохранения квази-ренты, получаемой за счет специфического человеческого капитала фирмы, и стимул для занятых к инвестированию в этот капитал. Фирмы гарантируют, что эта квазирента не будет экспроприирована, допуская при этом ограничение власти исполнительного менеджмента (17, с. 144–146).

В современных корпорациях длительно занятые (кадровые) работники создают специфическую квалификацию, являющуюся ценным активом. Они, таким образом, вкладывают капитал в предприятие и это вложение связано с определенным риском. Наличие специфического для данного предприятия человеческого капитала приводит к совершенно новым последствиям и выводам относительно производства и распределения богатства в рамках предприятия, а также к новым проблемам контроля, не учитываемым в традиционной модели акционеров. Дополнительным аргументом в пользу но-

вой модели служит еще один особый вид инвестиций, в качестве которого выступают специфические связи с поставщиками (вкладчиками) других ресурсов и потребителями.

Поскольку центральная задача менеджмента состоит в максимизации совокупного богатства, создаваемого предприятием, «ключом к ее решению является расширение влияния участников предприятия, вложивших или контролирующих важнейшие ресурсы, обеспечение для них стимулов, совпадающих с мотивацией собственника, и согласование их интересов с интересами внешних, пассивных акционеров» (12, с. 332). Поэтому институциональные и правовые условия должны быть достаточно гибкими, чтобы отвечать потребностям разнообразия систем.

Дальнейшая эволюция КУ будет определяться глобализацией и конкуренцией, которые будут различным образом воздействовать на различные корпорации в зависимости от характера соответствующих рынков, заставят менеджеров, инвесторов и политиков решать проблемы, возникающие в процессе рыночных и технологических изменений. От способности корпораций, рыночных и государственных институтов обеспечивать действия менеджеров в интересах акционеров и других инвесторов и снижать тем самым агентские издержки отделения собственности от контроля будет зависеть доступ корпоративного сектора к финансовым ресурсам и его дальнейший эффективный рост.

Перспективы дальнейшей эволюции моделей КУ будут, по всей видимости, определять изменения в структуре собственности, способах финансирования и рынках капитала. Развитие процессов диффузии акционерной собственности и усиления институциональных инвесторов в будущем означает дальнейшее ослабление и исчезновение контролирующей роли массового акционера, что, несомненно, окажет воздействие на характер и перспективу как аутсайдерской, так и инсайдерской модели корпоративного управления. Отсюда две тенденции.

С одной стороны, тенденция возрастания эффективности инсайдерской модели, которая приложима, однако, главным образом к компаниям более мелкого масштаба, предпринимательского характера и повышенного риска, что важно прежде всего для инновационных отраслей. В этой связи здесь особое значение приобретают венчурный капитал как элемент именно инсайдерской модели контроля и соответствующие формы финансирования и управления.

С другой стороны, с точки зрения эволюции аутсайдерской модели можно прогнозировать дальнейший переход контролирующих функций к различным финансовым и рыночным институтам — банкам, инвестиционным фондам, институциональным инвесторам, институтам доверительного управления. Здесь важно «растворение» акционера как элемента КУ, сведение его роли к роли вкладчика капитала (депозитора) при возрастании значимости этих процессов с точки зрения трансформации сбережений в инвестиции. Вместе с тем эти процессы означают трансформацию системы КУ в систему с доминирующей ролью соучастников в качестве инструмента сбалансирования экономических и социальных целей, а также сведение проблемы согласования интересов к отношениям между менеджментом и соучастниками корпорации. В этой связи роль организаций, осуществляющих мониторинг и регулирование, будет возрастать, причем не только государственных, но и частных (фондовых бирж, рейтинговых агентств, аудиторских фирм).

### **Условия и перспективы эволюции корпоративного управления в России**

Особенности сложившейся в России на данном этапе структуры акционерной собственности, а также правовой и институциональной среды накладывают отпечаток на формирование модели КУ. Эти особенности сводятся к следующему:

- формирование в результате массовой приватизации инсайдерской модели собственности и контроля и тенденции ее изменения, выражающиеся в существенном увеличении в структуре акционерного капитала доли аутсайдеров;
- высокий уровень концентрации собственности и мажоритарного контроля капитала (а также отсутствие успеха в формировании массового «эффективного собственника»);
- слабая и неэффективная роль внешних рыночных механизмов КУ — рынка ценных бумаг, рынка корпоративного контроля, мониторинга со стороны финансовых институтов;
- неэффективная и политизированная практика правоприменения со стороны государства;
- сохранение условий для конфликта интересов и нарушений прав акционеров и, следовательно, необходимость интенсивной и централизованной государственной политики.

Согласно обследованию, проведенному Бюро экономического анализа, во второй половине 1990-х годов структура собственности менялась в пользу аутсайдеров, а внутри инсайдерской группы возросла степень ее концентрации в руках менеджеров (почти на 30%) (см. табл. 2). Собственность аутсайдеров в обследованных фирмах удвоилась и составляет почти треть акций, при этом почти половина из них находится в собственности других российских фирм, а остальные — у банков, инвестиционных компаний, иностранных фирм и прочих владельцев. Контроль аутсайдеров коррелирует с концентрацией собственности: в 38% фирм, контролируемых аутсайдерами, в руках двух или трех владельцев находится 50% и более акций, тогда как в инсайдерских фирмах — 7%. Аутсайдеры демонстрируют большую склонность к инвестированию в целях приобретения контроля, их доля в капитале инсайдерских фирм составляла 11%, а доля инсайдеров в фирмах, контролируемых аутсайдерами, — 24% (14, с. 178).

Таблица 2

#### Изменения в структуре собственности

	В период приватизации		На 1 января 2000 г.		Изменение	
	число фирм	% акций	число фирм	% акций	число фирм	% акций
Инсайдеры						
в том числе:	351	71,8	364	62,3	339	-9,5
Менеджеры	216	12,7	229	17,7	201	3,8
Работники	216	54,0	229	34,5	201	-19,9
Аутсайдеры	351	16,0	364	32,0	339	16,1
Государство	351	12,2	364	5,7	339	-6,6

Источник: 14, с. 178.

Высокая степень концентрации акционерной собственности и во многих случаях слияние функций менеджеров и контролирующих акционеров, сложившиеся в период приватизации, сопровождается продолжающимся процессом перераспределения собственности в корпорациях. Российский рынок слияний и поглощений вырос за последние годы в несколько раз. Некоторые исследователи говорят о возрастании степени концентрации акционерной собственности и усилении этого процесса в ряде отраслей и о фактическом вымыва-

нии миноритарных акционеров (6, с. 107, 122). Средний размер максимального пакета, по данным РЭБ, увеличился с 32,5% в 1999 г. до 34,4% в 2001 г. (2, с. 109). Передел собственности, корпоративные конфликты обостряют проблему защиты прав акционеров, соблюдения законодательных норм.

Эти особенности дополняются проблемами развития финансовых рынков — как кредитного, так и рынка корпоративных ценных бумаг, инвестиционных институтов, а также задачами завершения формирования законодательной базы и системы государственного регулирования. В настоящее время, как отмечают исследователи, внешние рыночные механизмы КУ еще не работают, и это создает дополнительную нагрузку для внешних законодательных и внутренних механизмов КУ. Согласно единодушному мнению исследователей, «методы мониторинга менеджеров останутся неэффективными при отсутствии развитой системы конкурентных товарных рынков, рынков капитала и труда, банкротств» (6, с. 123).

В сложившейся ситуации ни банковская, ни рыночно ориентированная система финансирования не играют доминирующей роли и действуют в значительной мере в отрыве от реального сектора. В то же время важную роль играет также ограниченность возможных источников финансирования. Банки все еще не способны осуществлять долгосрочное внешнее финансирование из-за недостатка собственных капиталов и привлеченных средств. Также низка вероятность существенного расширения внешнего акционерного финансирования, являющегося предпосылкой эффективного КУ. Отсюда пессимистические прогнозы относительно перспектив развития прозрачной и сбалансированной по интересам модели КУ.

Американские исследователи Д.Маккарти и Ш.Паффер, анализируя итоги приватизации 1990-х годов, отмечают, что они явились печальным подтверждением противоречивости целей акционеров и менеджеров, действующих в собственных интересах. Большая часть предприятий оказалась в руках менеджеров и олигархов, деятельность которых была связана со злоупотреблениями и была нацелена на подавление прав акционеров, в том числе иностранных инвесторов и партнеров. Эти злоупотребления включали распродажу активов, создание теневых компаний для манипуляций с активами и денежными средствами, отказ от созыва общих собраний и фальсификацию реестров акционеров, непрозрачность отчетности и т.д. Согласно результатам одного из исследований, опубликованным

в 2000 г., Россия заняла последнее место по качеству корпоративного управления среди 25 стран с формирующейся рыночной экономикой (20, с. 632).

Недостатки корпоративного управления имели серьезные отрицательные последствия для российской экономики, важнейшим из которых явилось лишение стимулов как иностранных, так и внутренних инвесторов, и потребовали реформы системы корпоративного управления. Создание в России эффективной системы КУ, и прежде всего в области обеспечения защиты прав акционеров, определяется потребностями экономического роста и привлечения иностранных инвестиций.

По мнению Р.Капелюшникова, российская экономика с точки зрения фактора концентрации и отделения собственности от контроля представляет особый случай, поскольку ей приходится нести огромные издержки как оппортунистического поведения менеджеров, так и экспроприирующего поведения контролирующих акционеров. На одной части предприятий вследствие специфической модели приватизации сохраняется фактическая бесконтрольность менеджмента, на другой царит произвол контролирующих акционеров. «И то и другое катастрофическим образом сказывается на инвестиционном климате, резко ограничивает развитие финансовых рынков и делает различные формы оппортунистического поведения обычной практикой российского бизнеса» (2, с. 124).

Приоритетность задачи завершения формирования четкого правового поля КУ определяется продолжающимся процессом перераспределения собственности в силу как объективных, так и субъективных факторов. Как указывают исследователи, постприватизационное перераспределение собственности является нормальным и эффективным механизмом КУ и контроля за менеджерами в рамках цивилизованных процедур, если итогом такого перераспределения становится эффективность предприятий и экономический рост. Однако в российских условиях тенденции перераспределения собственности в значительной степени связаны с интересами узкой группы лиц и могут усилить нестабильность прав собственности, что требует ужесточения политики защиты интересов акционеров. Соответственно, особую актуальность приобретают задачи усиления государственного регулирования и совершенствования корпоративного законодательства.

В то же время необходимо отметить, что правовая система обеспечения прав акционеров и ответственности менеджеров фактически начала формироваться с принятием в 1995 г. федерального закона «Об акционерных обществах». Современная правовая основа в области корпоративного законодательства характеризуется стадией становления и требует дальнейшего развития. В ходе опроса, проведенного Исследовательским центром Ассоциации менеджеров в 2001 г., только 16% респондентов ответили утвердительно на вопрос, отвечает ли действующее корпоративное законодательство интересам и акционеров, и менеджеров (7, с. 134).

Важнейшей задачей является эффективный государственный мониторинг (обеспечение прозрачности) системы участия в капитале акционерных обществ, правил слияний и поглощений. Особого внимания в этой области требуют: расширение сферы мониторинга за действиями менеджмента и крупных акционеров со стороны советов директоров; законодательное ограничение возможностей вывода активов из компаний и «размывания» капитала в ущерб интересам миноритарных акционеров; усиление контроля за деятельностью инсайдеров, за сделками с аффилированными лицами; повышение прозрачности, ужесточение требований к раскрытию информации о деятельности предприятий и их ценных бумагах и повышение ответственности за ее содержание; расширение прав акционеров по инициации аудиторских проверок; введение прямой ответственности должностных лиц, директоров и крупных акционеров за причинение ущерба акционерному обществу или акционерам и другие направления. Соблюдения требований о раскрытии информации должны обеспечиваться как реализацией законодательных норм, так и посредством введения международных стандартов бухгалтерского учета и уголовной ответственности за нарушения (5, с. 126, 135).

Постепенная концентрация владения акциями и рост доли внешних акционеров в капитале АО ведут к возрастанию роли аутсайдеров и усилению их возможностей, в том числе на основе использования законодательных механизмов. В этой связи важнейшим фактором становится общая правовая среда деятельности АО и соответствующая систематизация правовых актов — о рынке ценных бумаг, банкротстве, правилах слияний и поглощений, защите инвесторов, инвестиционных институтах, банках и т.д., а также введение норм уголовной ответственности должностных лиц эмитентов за нарушение прав и интересов акционеров (4, с. 161).



Вместе с тем для России, как и для других стран с формирующейся рыночной экономикой, принципиально важной проблемой является правоприменение, или исполнение законодательства (инфорсмент). Даже если принять, что правовые механизмы защиты прав инвесторов соответствуют общепринятым стандартам, реальная практика, как указывают исследователи, вступает в противоречие с ними. По многим объективным и субъективным причинам решение этой проблемы находится на начальной стадии (4, с. 147). В этой ситуации возникает «вопрос о явной недостаточности не только собственно законодательства, но и судебно-процессуальных норм для защиты даже крупных акционеров. Проблема выборочного правоприменения (государственного инфорсмента) по заказу заинтересованных частных структур — основной недостаток современной российской модели, носящий системный характер» (6, с. 109).

О состоянии внутренних механизмов КУ можно судить по данным обследования, проведенного «Российским экономическим барометром» (РЭБ) в 2001 г. Согласно этим данным, советы директоров вообще отсутствовали примерно на 1/5 предприятий-респондентов, причем, как правило, это были либо предприятия небольшого размера, либо предприятия, принадлежавшие государству. Состав советов характеризовался следующими данными. Доля внутренних членов, занимавших руководящие должности на предприятии, достигала 70—90% (кроме государственных предприятий, где она составляла 30%), причем эта доля выше на предприятиях с более высоким уровнем концентрации акционерной собственности. Данные РЭБ свидетельствуют, что инсайдерская собственность благоприятствует доминированию внутренних членов советов директоров, а собственность внешних акционеров и высокие темпы перераспределения акций способствуют обновлению руководства и приходу внешних директоров (2, с. 111, 113, 114).

Авторы обследования приходят к выводу, что, несмотря на недостаточную эффективность действующих в российской экономике механизмов корпоративного управления, они все же способствуют перераспределению акционерного капитала в нужном направлении и повышению качественного состава менеджмента. В российских условиях инсайдерская (менеджерияльная) модель собственности сопровождается обычно более высокими результатами хозяйственной деятельности. Однако в долгосрочной перспективе господство менеджерских фирм может создать серьезные проблемы и затормо-

зитель темпы экономического развития из-за затрудненности их доступа к инвестиционным ресурсам (2, с. 123).

В странах с переходной экономикой формирующиеся национальные модели КУ демонстрировали различную ориентацию: в некоторых странах доминировала ориентация на внешние правовые механизмы (разветвленное и детальное корпоративное законодательство), в других – на внутренние механизмы, опирающиеся на процессы концентрации собственности, в сочетании с государственным регулированием конкурентной среды и доступа к информации. Россию, как и другие страны, первыми начавшие массовую приватизацию, по крайней мере на протяжении периода ее проведения специалисты относят к первой группе (4, с. 118).

В ситуации, характерной для стран с формирующейся рыночной экономикой, взаимодополняющая связь между элементами КУ проявляется, в частности, в том, что, как отмечают специалисты Всемирного банка, слабая инфраструктура исполнения законодательства и слабая рыночная дисциплина выдвигают необходимость разработки специфических правовых моделей корпоративного законодательства (15, с. 91). Не случайно поэтому, что складывавшаяся в России в 1990-е годы и специфическая для условий переходной экономики модель КУ характеризуется, по определению А.Д.Радыгина и Р.М.Энтова, как «самодостаточная» в том смысле, что в рамках такой модели защита миноритарных акционеров от действий инсайдеров осуществляется путем формальных структурных и процедурных требований (правила голосования, независимые директора и т.д.) (4, с. 150). Иначе говоря, на первый план выступает регламентация деятельности непосредственных участников (акционеров, директоров и менеджеров), т.е. внутренние механизмы в отличие от внешних (суды, органы регулирования, требования к информации). Таким образом, относительно слабое развитие внешних механизмов КУ объективно обуславливает особую значимость внутренних механизмов, и прежде всего советов директоров.

Одновременно, как отмечают исследователи, практика корпоративных отношений свидетельствует в пользу активизации и ужесточения мер внешнего, как государственного, так и рыночного, регулирования и защиты прав акционеров. В то же время, если внешние рыночные механизмы защиты и контроля представлены слабо, многократно усиливается значение не только внутренних механизмов, но и исполнения законодательства. Отсюда следует вывод о необходи-

мости сочетания подхода на основе внутренних механизмов КУ и интенсивного государственного регулирования (4, с. 156). Как показывают последние события, этот вывод оказывается правомерным не только для специфических условий корпоративного сектора переходной экономики, но и для современной ситуации в развитых странах рыночной экономики.

Вместе с тем указанные выше особенности осложняют и делают неопределенной перспективу формирования российской модели КУ. Так, по мнению В.Б.Кондратьева, результатом приватизации и сложившейся юридической практики стала своеобразная переходная, извращенная форма корпоративного контроля, характерными чертами которой являются доминирующее влияние менеджеров и их противодействие перераспределению акций в руки эффективных собственников, практически ничтожная роль инвестиционных фондов и банков как наиболее типичных представителей собственников-аутсайдеров (3, с. 280). А.Д.Радыгин отмечает, что формирующаяся в России структура собственности носит пока промежуточный характер. «Фактически в России в настоящее время формально существуют разрозненные компоненты всех традиционных моделей: относительно распыленная собственность (но неликвидный рынок и слабые институциональные инвесторы); явная и устойчивая тенденция к концентрации собственности и контроля (но при отсутствии адекватного финансирования и эффективного мониторинга); элементы перекрестных владений и формирование сложных корпоративных структур разного типа (но при отсутствии тяготения к какому-либо типу). Такая размытость модели создает и очевидные трудности в принятии решений в области права и экономической политики» (6, с. 105).

Очевидно, таким образом, что формирование российской модели корпоративного управления с учетом его системности далеко от завершения. Ее перспективы будут, в частности, определяться такими факторами, как тенденции разделения функций собственности и управления и расширения внешнего акционерного финансирования компаний.

По всей видимости, использование рыночной дисциплины в условиях начального этапа формирования финансовых рынков и с учетом структуры собственности, а также насущных задач в области укрепления правоприменительной системы и обеспечения раскрытия достоверной информации представляется задачей будущего этапа. В

этой связи специалисты указывают на преимущества системы, основанной на прямом мониторинге со стороны инсайдеров — крупных акционеров, в том числе банков и других финансовых институтов. Система, основанная на рыночной дисциплине, большом числе аутсайдеров, обладающих необходимой информацией, требует высоколиквидного и развитого рынка капиталов и других институциональных условий (потенциальных инвесторов, рыночных институтов, специалистов). В то же время и инсайдерская модель требует соответствующих условий, заинтересованности в эффективном мониторинге инвестиционного поведения корпораций со стороны банков, развития необходимых компетенций. Определенного развития и совершенствования требуют все правовые и институциональные условия, лежащие в основе современных систем КУ, что демонстрирует опыт как ведущих индустриальных стран, так и стран с формирующимся рынком.

Перспектива связывается с формированием в России «смешанной» модели, учитывающей национальные особенности и в то же время общемировые тенденции к унификации моделей КУ на основе сбалансированности его механизмов и интересов всех соучастников. Формирование в России такой модели прогнозируют, например, А.Радьгин и Р.Энтов (4, с. 262). По мнению А.Радьгина, в настоящее время правовое оформление «национальной модели» КУ, соответствующее какому-либо классическому образцу, нецелесообразно и невозможно. «Фундаментальная задача с точки зрения государства — это рассмотрение корпоративного управления в контексте защиты и гарантий прав собственности (прав инвесторов, прав акционеров) и обеспечение баланса интересов (прав) всех участников корпоративных отношений. Приоритетной задачей остается формирование четкого правового поля для поддержания такого баланса» (6, с. 124).

Следует отметить, что зарубежные специалисты, исследовавшие эту проблему, считают, что российская модель КУ будет иметь как общие с другими странами, так и специфические черты. Заимствование Россией международных образцов, по их мнению, представляется вполне оправданным в свете отсутствия опыта и имеющихся недостатков КУ. Д.Маккарти и Ш.Паффер отмечают, что заимствования из законодательной и регулирующей практики США, Германии и Франции объясняются вполне прагматическими целями. Существует много факторов конвергенции, в том числе стремление многих компаний к выходу на международные рынки капитала, ко-

торое невозможно реализовать без соблюдения строгих биржевых требований. Как показали различные исследования, практика КУ тесно связана с динамикой рыночной стоимости компаний, особенно в странах, не имеющих развитой системы правовых и культурных ограничений их поведения; качество КУ влияет на стоимость капитала компаний, а также на масштабы и состояние рынков капитала в стране (20, с. 633). Как показывают отдельные примеры («Вымпелком», ЮКОС), существенным стимулом использования американского опыта является стремление выхода на финансовые рынки США, которые в значительно большей мере влияют на оценку компаний и их дисциплину, чем рынки других стран, в частности Германии, Франции и Японии, где требования к прозрачности и раскрытию информации уступают американским.

В США реформирование КУ и принятие нового законодательства в целях защиты акционеров, усиления прозрачности и ликвидации нарушений прав собственности были вызваны изменением баланса власти в целом ряде случаев в пользу корпоративного менеджмента и его последствиями, выразившимися в том, что многие руководители и директора наживались за счет большинства акционеров и занятых. В России сходные явления наряду с необходимостью преодоления порочной практики 1990-х годов и решения задач, связанных со вступлением в ВТО, служат толчком к развитию системы корпоративного управления. Действия, предпринятые против злоупотреблений руководства ряда компаний, явились свидетельством внимания к задачам прекращения нарушений прав акционеров и укрепления корпоративного контроля.

Это совпало с усилиями многих международных организаций и отдельных стран по разработке новых норм и положений, направленных на защиту интересов акционеров и укрепление доверия инвесторов. Неудивительно, что российские законодатели и деловые круги, не имея собственного опыта, обратились к стандартам, разработанным, в частности, ОЭСР и Всемирным экономическим форумом. Эти стандарты, в сущности, отражают сильную ориентацию на интересы акционеров, характерную для американской системы, но содержат также и определенные черты, свойственные другим моделям.

Вместе с тем имеются причины, способствующие заимствованию аспектов корпоративного управления, отличных от американских. Высокая степень концентрации собственности определяет тяготение к европейской модели. На ранней стадии формирования

российских финансовых рынков и регулирующих институтов многие компании могут предпочесть в качестве образца европейскую и японскую практику и полагаться в большей мере на внутренние механизмы мониторинга, такие как власть владельца контрольного пакета акций и советы директоров. Если в США члены советов директоров представляют интересы акционеров как главных заинтересованных групп (что рассматривается в качестве принципа «рыночного капитализма»), то в европейских странах, имеющих традиции «социального капитализма», в советах директоров более широко представлены интересы других соучастников, например, банков и других институциональных инвесторов, а также правительств. Если на первых этапах советы директоров российских компаний почти исключительно состояли из представителей менеджмента, то теперь ситуация меняется. В Германии и Франции, несмотря на определенную эволюцию, требования к раскрытию информации и обеспечению прав миноритарных акционеров не являются столь строгими, как в США. Этот аспект европейской практики может привлекать внимание руководителей многих российских компаний.

По этим причинам большинство частных компаний, по всей видимости, будут ориентированы на опыт западных, прежде всего американских, компаний. Вместе с тем по мере эволюции системы корпоративного управления в России в ней будут возникать и собственные инициативы, обусловленные культурными особенностями страны.

Д.Маккарти и Ш.Паффер обращают внимание на то обстоятельство, что развитие систем КУ под влиянием внешних условий, как правило, во всех странах протекает в русле основных ценностных установок и культурных традиций общества. Так, американская система отражает «ценности индивидуализма, уверенности в своих силах, игры по правилам, имущественного накопления и неприкосновенности прав собственности» (20, с. 636). Для нее характерны внешнее регулирование, направленное на защиту прав собственности и имущества акционеров, жесткие требования в отношении раскрытия информации и ограничения возможных действий высших менеджеров и директоров, направленных на собственное обогащение за счет акционеров и занятых. Все это призвано способствовать созданию равных правовых условий для всех стейкхолдеров.

Ключевые культурные ценности во Франции включают эгалитаризм, иерархию и уважение к власти; фундаментальные модели

поведения отражают ценности «социального капитализма» и ответственности перед обществом со стороны правительства и других общественных институтов. Французская система корпоративного управления зависит не столько от внешних ограничений, сколько от внутренних механизмов (таких как советы директоров и ответственные менеджеры), которые отражают эти ценности и подкрепляются системой переплетающихся директоров и связями с правительством.

В Германии в системе культурных традиций выделяются, прежде всего, ориентация на результаты, а также низкий уровень сочувствия, развитое чувство независимости и уверенности в себе, усиливаемые характерным для немецких менеджеров высшего звена высоким уровнем технического образования. Как и во Франции, основные ограничения поведения менеджеров здесь связаны с внутренними механизмами контроля и отражают ориентацию на ценности «социального капитализма», сформировавшиеся за последние полвека.

Российская система корпоративного управления будет, по мнению Д.Маккарти и Ш.Паффера, все в большей мере отражать опыт этих стран, однако одновременно все большее значение будут приобретать собственные культурные влияния, связанные с тремя взаимодействующими характеристиками, имеющими прочные исторические корни: склонностью к несоблюдению законодательных и нормативных положений; низким уровнем доверия к сделкам, совершаемым вне рамок личных отношений; и опорой при решении проблем на личные взаимосвязи. Так, продолжительный исторический опыт неудачных попыток экономических агентов действовать для достижения результата через официальные каналы и процедуры в сочетании с привычным обходом законов и личным недоверием привел к традиции формирования тесных межличностных сетей, влияющей на эффективность корпоративного управления (20, с. 637).

Очевидно, что указанные особенности могут тормозить усилия по формированию системы КУ, однако их необходимо учитывать при разработке законодательных и регулирующих актов, обоснованность которых не должна подвергаться сомнению корпоративным руководством и другими соучастниками. Традиция недоверия может привести к сокрытию информации и потребовать жестких мер по обеспечению прозрачности. Вместе с тем низкий уровень доверия может повысить значимость предоставления полной и достоверной информации для российских компаний, стремящихся привлечь инвести-

ции, заставить компании улучшать корпоративное управление. Традиции при определенных условиях могут сыграть и положительную роль, если различные группы и организации промышленников и предпринимателей возьмут на себя разработку высоких стандартов и внедрение образцовой практики корпоративного управления. Этому могли бы способствовать также ведущие фондовые биржи, например, благодаря введению строгих требований в отношении предоставления информации. Подобные преобразования могли бы обеспечить поддержку механизмам корпоративного управления и продемонстрировать выгоды прозрачности и честной игры.

В русле этих тенденций находится разработка и принятие Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) совместно с профессиональными участниками фондового рынка Кодекса корпоративного поведения (одобрен Правительством РФ в ноябре 2002 г.). Кодекс создавался на базе упомянутого выше кодекса ОЭСР. Он содержит детальный набор рекомендаций и процедур, отражающий международную практику и охватывающий принципы корпоративного управления, организацию общих собраний акционеров, советов директоров, исполнительных органов управления, требования к предоставлению информации и т.д. Предполагается, что акционерные общества, заинтересованные в своем инвестиционном имидже, будут руководствоваться положениями Кодекса и станут включать информацию о его соблюдении в свои ежегодные отчеты.

Одновременно с подготовкой Кодекса ФКЦБ ряд крупных российских акционерных обществ разработали и приняли внутренние кодексы корпоративного поведения. Отмечается, что такие кодексы, основанные на передовых принципах корпоративного поведения, способны отражать специфику каждого акционерного общества. Наиболее эффективным способом внедрения в практику таких документов является принятие их деловым сообществом в качестве актов саморегулирования корпоративных отношений (7, с. 132).

Принятие собственных кодексов КУ, изменения в структуре и деятельности советов директоров, повышение стандартов КУ, улучшающих соблюдение интересов акционеров и транспарентность компаний, и другие явления в практике ряда крупных компаний показывают, что их отношение к этим проблемам начинает меняться. Продолжающийся процесс отработки законодательства, в частности внесение поправок к Закону об акционерных обществах, принятие



Закона о защите прав инвесторов, расширение прав и активизация деятельности ФКЦБ, а также создание саморегулирующихся организаций, дополняющих ее надзорные функции, улучшают ситуацию с защитой прав инвесторов. Однако прежде всего частный сектор должен признать благотворность эффективного корпоративного управления, обеспечивающего его финансовыми ресурсами, необходимыми для дальнейшего развития. Передовые в этом отношении компании и институты смогут передавать позитивный импульс рынку ценных бумаг и корпоративному сектору в целом.

Специалисты сходятся на том, что для улучшения корпоративного управления в России необходимо расширение функций мониторинга за действиями менеджмента на основе развития его внутренних и внешних механизмов; усиление личной ответственности менеджеров и крупных акционеров за действия, наносящие вред компании и акционерам; расширение функций советов директоров и перестройка их работы, в том числе путем повышения удельного веса независимых членов; обеспечение защиты прав собственности и интересов всех акционеров; повышение прозрачности компаний и требований к раскрытию информации, в том числе финансовой, оперативной и стратегической информации, данных о структуре акционерной собственности, уровне оплаты руководителей, аффилированных лицах.

Эволюция системы корпоративного управления в России должна, таким образом, отражать как международный опыт, так и ее внутренние условия, институты, традиции и культуру. Она, по всей видимости, будет характеризоваться преимущественно элементами конвергенции, в том числе прямым заимствованием, и одновременно отклонением от международных стандартов.

#### **Список литературы**

1. Грачева М. Развитие британских стандартов корпоративного управления: Доклад Хиггса // *Вопр. экономики*. — М., 2004. — № 1. — С. 118–128.
2. Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности // *Вопр. экономики*. — М., 2001. — № 12. — С. 103–124.
3. Кондратьев В.Б. Корпоративное управление и инвестиционный процесс. — М.: Наука, 2003. — 318 с.

4. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: Собственность, контроль, рынок ценных бумаг / Ин-т экономики переход. периода. — М., 1999. — 286 с. — (Науч. тр.; № 12Р).
5. Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: Эмпири. анализ и актуал. направления реформ / Ин-т экономики переход. периода. — М., 2001. — 289 с. — (Науч. тр.; № 36Р).
6. Радыгин А. Корпоративное управление в России: Ограничения и перспективы // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 1. — С. 101–124.
7. Савицкий К. Кодекс корпоративного поведения: Проблемы разработки и внедрения // Вопр. экономики. — М., 2002. — № 4. — С. 126–135.
8. Третьяков М. Конвергенция моделей корпоративного управления // Вопр. экономики. — М., 2004. — № 1. — С. 129–140.
9. Управление современной компанией: Учебник / Под ред. Мильнера Б., Лиса Ф. — М.: Инфра-М, 2001. — XVIII, 586 с.
10. Шихвердиев А.П., Беликов И.В., Блинов А.О. Корпоративное управление. — Сыктывкар, 2003. — 272 с.
11. Becht M., Mayer C. Corporate control in Europe // The world's new financial landscape: Challenges for econ. policy / Ed. by Siebert H. — Berlin etc.: Springer, 2001. — P. 149–172.
12. Blair M.M. Ownership and control: Rethinking corporate governance for the twenty-first century. — Wash.: Brookings instit., 1995. — XIX, 372 p.
13. Economic report of the President. — Wash.: Gov. print. off., 2003. — III, 404 p.
14. Estrin S., Angelucci M. Ownership, competition and enterprise performance // Comparative econ. studies. — Tempe, 2003. — Vol. 45, N 2. — P. 173–191.
15. From plan to market: World Development Report, 1996 / World Bank. — Oxford etc: Oxford univ. press, 1996. — IX, 241 p.
16. Glunk U., Heijltjes M., Olie R. Design characteristics and functioning of top management teams in Europe // Europ. management j. — Oxford, 2001. — Vol. 19, N 3. — P. 291–300.
17. Heinrich R.P. Complementarities in corporate governance. — Berlin etc.: Springer, 2002. — XVI, 234 p. — (Kieler Studien; 316).
18. Lorenz T., Schutte S. Reform des deutschen Corporate Governance-Systems — Stärkung der Unternehmensintegrität und des Anlegerschutzes // Bank. — Köln, 2003. — N 8. — S. 556–559.
19. Lawler E.E., Benson G.S., Finegold D.L., Conger J.A. Corporate boards: Keys to effectiveness // Organizational dynamics. — N.Y., 2002. — Vol. 30, N 4. — P. 310–324.
20. McCarthy D., Puffer S. Corporate governance in Russia: Towards a European, US, or Russian model? // Europ. management j. — Oxford, 2002. — Vol. 20, N 6. — P. 630–640.
21. Melewar T.C., Mott A. Is the French model of capitalism becoming more like the Anglo-Saxon model? // J. of general management. — Oxford, 2003. — Vol. 28, N 4. — P. 47–63.

22. Montgomery C.A., Kaufman R. The board's missing link // Harvard business rev. – Boston, 2003. – Vol. 81, N 3. – P. 86–93.
23. Schlie E.H., Warner M. The «americanization» of German management // J. of general management. – Oxford, 2000. – Vol. 25, N 3. – P. 33–49.
24. Stiles Ph. The future for boards: Self-regulation or legislation? // Long range planning. - Oxford etc., 1993. – Vol. 26, N 2. – P. 119–124.
25. Van den Berghe L., Levrau A. Measuring the quality of corporate governance: In search of tailormade approach // J. of general management. – Oxford, 2003. – Vol. 28, N 3. – P. 71–86.