

ВЛИЯНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЫ НА ФОРМИРОВАНИЕ НАЦИОНАЛЬНОЙ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

Н.С. ЛЯРСКАЯ

аспирант, Государственный университет – Высшая школа экономики, Москва

Актуальность проблемы формирования национальной модели корпоративного управления в России

В последние годы в России все большую популярность приобретают вопросы, связанные с отношениями собственности, моделями корпоративного контроля и управления, а также с механизмами корпоративного управления, которые, с одной стороны, используются собственниками для предотвращения оппортунистического поведения менеджеров, а с другой стороны, служат последним в целях противодействия контролю акционеров. Несмотря на то, что развитие отношений собственности в России складывается вот уже на протяжении десятка лет и прошло несколько этапов, единой национальной модели корпоративного управления по-прежнему нет. Все еще происходит жесткая борьба за собственность, ее перераспределение между внутренними (инсайдерами) и внешними (аутсайдерами) собственниками.

В конце 1980-х гг. государственные предприятия де-факто оказались под контролем команды собственных менеджеров в коалиции с рабочими. Ваучерная приватизация привела к тому, что контроль фактически осуществлялся собственниками в рамках первоначальной структуры акционерного капитала. Ближе к завершению процесса массовой приватизации можно было уже с уверенностью говорить о том, что корпоративная собственность российских промышленных предприятий является «размытой» и контролируемой собственником-инсайдером. С того момента уже прошло достаточно времени, однако все еще рано говорить о каком-то одном доминирующем типе корпоративного управления; многие предприятия пытаются создать у себя аналоги уже сложившихся традиционных моделей: англосаксонской, германской или французской. На микроуровне можно выделить множество моделей корпоративного контроля и управления¹: частное предприятие, коллективная менеджериальная собственность, концентрированная собственность внешних инвесторов, «размытая» собственность [4].

Если взглянуть на основные характеристики складывающейся структуры собственности в российской промышленности, то можно сделать следующие выводы (см. табл. 1 и 2).

- 1) За исследуемый период доля собственников-инсайдеров в компаниях сократилась более чем на 10 п.п. Кроме того, если в 1995 г. инсайдеры являлись доминирующими акционерами (более половины корпоративной собственности) на

¹ Под моделью корпоративного управления здесь понимается стабильное (поскольку рассматривается только стационарное состояние) распределение функций управления и контроля над акционерным обществом (далее по тексту – компания) между его собственниками и менеджерами.

Таблица 1

Структура собственности (по типу собственников)²

Группы акционеров	Доля акций (%)		
	1995	1998	2000
<i>Инсайдеры</i>	49,8	40,1	39,3
В том числе:			
рабочие	42	31,1	29,8
менеджмент	7,8	9	9,5
<i>Аутсайдеры</i>	40,5	51,5	51,8
В том числе:			
иностраные инвесторы	1,8	3,7	3,3
российские банки	1,6	1,3	1,2
российские инвестиционные компании, фонды	9	11,8	11,2
промышленные предприятия	12	13,9	14,9
отдельные индивиды	13,5	18,6	19
другое	2,6	2,2	2,2
<i>Государство</i>	9,7	8,4	8,9
В том числе:			
федеральные власти	5,1	4,6	4,3
региональные и муниципальные власти	4,6	3,8	4,6

Таблица 2

Концентрация собственности³

	Доля акций (%)					
	1995		1998		2000	
	Сред. знач.	Медиана	Сред. знач.	Медиана	Сред. знач.	Медиана
Крупнейший собственник	26,3	22	27,8	23	28,8	24,2
3 крупнейших акционера	40,5	40	45,1	44,5	46,5	46,3

45% предприятиях выборки, то к 2000 г. доля таких АО упала до 29%. Однако, по мнению авторов исследования, доля акций, принадлежащих собственникам-инсайдерам, недооценена, поскольку в реальности часть внешних акционеров аффилирована с менеджментом предприятия, что приводит к тому, что фактически инсайдеры контролируют не менее 50% капитала компании.

- 2) В период с 1995 по 2000 г. также росла и концентрация акционерного капитала. Как показало исследование, в 1998 г. только в 15% случаев крупнейший акционер контролировал менее 10% капитала компании. А на каждом пятом предприятии собственник владел контрольным пакетом акций.

С точки зрения западных стандартов, структура корпоративного управления в России является концентрированной. В то же время расхождения между средними и медианными значениями свидетельствуют о том, что высокая концентрация одной части корпоративной собственности сочетается с высоким уровнем «размытости» другой ее части.

Комбинация возрастающей концентрации собственности и высокой доли собственников-инсайдеров может являться косвенным доказательством сосредоточения корпоративной собственности в руках менеджеров. Этот факт подтверждают и материалы формализованных интервью с руководителями АО, проведенных в 1999–2001 гг. в рамках совместных проектов БЭА и ГУ–ВШЭ [4], а также то, что в реальности менеджеры конт-

² Размер выборки – 277 АО (исследования БЭА, 1995–2000 гг.). Рассчитано по [4, с. 6].

³ Размер выборки – 242 АО (исследования БЭА, 1995–2000 гг.). Источник: [4, с. 6].

ролируют значительную долю корпоративных ресурсов, «скрытых» в качестве собственности аффилированных предприятий⁴.

Таким образом, ключевой характеристикой сложившейся в российской промышленности структуры собственности является совмещение в одном лице и собственника, и менеджера⁵, что несколько модифицирует классическую агентскую проблему (взаимоотношения «принципал – агент»). Один из собственников получает значительные преимущества, вытекающие не из его имущественных прав, а из его управленческих функций. В результате этого издержки других акционеров по мониторингу оппортунистического поведения менеджеров возрастают, в то время как статус собственника позволяет последним снизить издержки по своей защите.

При условии неравного доступа участников процесса к распределению собственности важную роль в процессе формирования модели корпоративного управления начинает играть институциональная среда, т.е. комплекс формальных и неформальных правил, которые в значительной степени регулируют жизнь общества, делая предсказуемым поведение экономических агентов. «Институциональные факторы имеют значение прежде всего потому, что они обуславливают эффективность экономической системы, оказывая влияние на отношения обмена между людьми, размещение ресурсов, а также склонность к сбережению и инвестированию» [9, с. 21]. Данное предположение свидетельствует о том, что, имея четкие знания о функционирующих в стране институтах, можно сделать определенные выводы относительно модели собственности, развивающейся в ней, т.е. основных правах внутренних и внешних акционеров, об особенностях агентской проблемы, возникающей между участниками отношений.

Практическая важность подобного рода зависимости очевидна: на микроуровне – это возможность влиять на выгоды, получаемые собственниками и менеджерами, эффективно решать агентскую проблему, возникающую между ними; на макроуровне результаты еще более впечатляющие. Проанализируем следующую цепочку: необратимый рост экономики может быть обеспечен, главным образом, за счет постоянного развития отраслей промышленности, производства конкурентоспособных товаров и услуг, что при невозможности внутреннего стимулирования поддерживается капиталовложениями внешних инвесторов (аутсайдеров). А решение инвесторов, в свою очередь, зависит от выгод выбранного проекта и от вероятности их получить. Все это подвержено непосредственному влиянию институциональной среды и в большей степени сложившейся правовой системы. Таким образом, в долгосрочном периоде на развитие экономики оказывает влияние и модель развития корпоративных отношений собственности, и их правовое обеспечение⁶.

Недавние исследования в области корпоративного управления эмпирически подтвердили данные выводы [16, 36, 38]: структура корпоративного управления и контроля действительно складывается на основе того, насколько хорошо работает правовая система в экономике, насколько хорошо она защищает миноритарных акционеров (внешних инвесторов). Уровень защиты акционеров – вот ключевой вопрос, который в первую очередь интересует потенциальных инвесторов. А с учетом того, что экспроприация собственников-аутсайдеров менеджерами или держателями контрольного пакета акций в последнее время стала очень распространенным явлением, он приобретает все большую актуальность⁷.

⁴ Обычно главный исполнительный директор (менеджер высшего звена) одновременно является и средним или крупным акционером на аффилированном предприятии.

⁵ Речь здесь идет о совмещении функций только в контексте увеличения доли собственности инсайдеров (прежних директоров). Проблема взаимодействия, безусловно, шире.

⁶ И хотя деловая репутация и кредитная история способствуют получению фирмами капитала, закон и система принуждения к его исполнению являются ключевыми понятиями в понимании того, почему фирмы имеют больше средств в одних странах, нежели в других. Потенциальные (внешние) инвесторы значительно более уязвимы при экспроприации (чем, скажем, работники или поставщики), поэтому в первую очередь при принятии решения о финансировании они ориентируются на правовую защиту их прав.

⁷ Таким образом, к приведенному выше определению корпоративного управления можно добавить еще одно: корпоративное управление – это набор инструментов, посредством которых внешние собственники (аутсайдеры) защищаются от экспроприации инсайдеров.

Степень разработанности проблемы

1. Парадигмы корпоративного управления

В литературе вопрос о возникновении и решении дилеммы корпоративного контроля появился еще в начале XX в. Уже в 1924 г. Т. Веблен констатировал переход контроля от собственников к менеджерам-инженерам [51]. В 1926 г. Дж.М. Кейнс отмечал, что в процессе роста крупного института наступает момент, когда собственники капитала (т.е. акционеры) почти полностью отделяются от управления им [35]. А в 1932 г. была издана работа А. Берли и Г. Минза [18], в которой они дали классическое описание проблемы «распыления» собственности и перехода контроля к менеджерам. Основой их представлений о том, что акционеры уже не контролируют современную корпорацию, стал бурный рост масштабов корпораций в США. Поскольку крупные размеры компаний часто сопровождались «распылением» отношений собственности, то реальный контроль за их управлением, по сути, оказался в руках менеджеров. В связи с этим А. Берли и Г. Минз задались вопросом, были ли при этих обстоятельствах «хоть какие-нибудь основания предполагать, что те, кто контролирует современную корпорацию, решат действовать в интересах ее собственников»⁸.

Позднее Ф. Модильяни и М. Миллер [40] рассмотрели современную фирму как совокупность инвестиционных проектов и денежных потоков, сгенерированных в результате реализации этих проектов, что позволило им интерпретировать ценные бумаги, принадлежащие собственникам этих фирм, как «права на денежные потоки». Однако в своей работе они так и не объяснили, почему менеджеры будут возвращать денежные средства инвесторам.

М. Дженсен и У. Меклинг [33] пошли чуть дальше. Они, по сути, первыми обозначили проблему экспроприации миноритарных акционеров менеджерами: инсайдеры будут использовать корпоративные ресурсы на благо себе, и маловероятно, что они станут внешним инвестором. Тем не менее в их модели вводится ограничение на экспроприацию: это акции, которые принадлежат менеджерам (права на остаточную собственность), которые увеличивают их заинтересованность в дивидендах, нежели в частных выгодах контроля.

В исследованиях С. Гроссмана, О. Харта и Мура, в обобщенном виде представленных в работе О. Харта [30], в отличие от всех предыдущих работ, содержится идея о том, что инвесторы обладают властью по отношению к инсайдерам (таким образом, четко разграничиваются контрактные права инвесторов и их права остаточного контроля). В рамках данного подхода инвесторы получают часть денежного потока, сгенерированного фирмой, именно потому, что обладают этой властью. В чем же она заключается? Как правило, это способность сменить исполнительных директоров, заставить выплатить дивиденды через суд, остановить тот или иной проект, который может принести выгоды

⁸ Если аутсайдеры, которым продаются обыкновенные акции, предвидят последствия разведения капитала для поведения менеджеров, то тогда цена, по которой эти акции продаются, будет отражать будущую свободу менеджеров в принятии решений. Поэтому некоторые исследователи жизни корпораций приходят к тому, что поставленный Берли и Минзом вопрос неуместен. Дискреционное управление просто является ценой разведения капитала, но такой, которая есть нечто большее, чем просто снижение доходов акционеров. Однако существует непоследовательность в признании, с одной стороны, значительной свободы менеджеров в принятии решений и в настаивании на том, чтобы поведение фирмы моделировалось исходя из постулата максимизации прибыли, – с другой. Если дискреционное управление является реальностью и изменяется, кроме всего прочего, в зависимости от организационной формы, то следует признать важность данного феномена. Это, по сути, означает, что, несмотря на *ex ante* предвосхищение ответа на рассматриваемый вопрос, он, будучи однажды поставленным в книге Берли и Минза, остается по-прежнему актуальным (Уильямсон О.И. Экономические институты капитализма: Фирмы, рынки, «отношенческая» контракция. СПб.: Лениздат, 1996. С. 475).

менеджерам за счет экспроприации внешних инвесторов, и даже возбудить дело против директоров и получить, в случае выигрыша, компенсацию. Однако очевидно, что на практике подобной властью внешние инвесторы обладают только в том случае, если, во-первых, их права четко специфицированы действующим законодательством, а во-вторых, соблюдаются всеми членами общества.

Контрактный подход Дженсена и Меклинга также неявно подразумевает, что права собственников-аутсайдеров защищены. Например, контрактное право определяет структуру складывающихся соглашений между внутренними и внешними собственниками, в то время как корпоративное законодательство, нормы законодательства о ценных бумагах и банкротстве четко прописывают в них права каждой из сторон. В своей работе Дженсен и Меклинг пишут: «Данный подход к определению современной корпорации подчеркивает важную роль, которую играет правовая система (и закон, в частности) в организации экономической деятельности. Законы определяют границы безрисковых контрактов для индивидов. Полиция и другие регулирующие органы необходимы для осуществления принуждения к исполнению этих законов. Суды выносят решения по поводу взаимоотношений между сторонами и, таким образом, создают прецеденты, служащие основой англосаксонской правовой системы. Все эти меры влияют на то, как выполняется контракт, и на степень доверия контрактным отношениям» [33, р. 311].

2. Защита акционеров и ее влияние на структуру корпоративного управления

Акцент на проблеме экспроприации инвесторов и попытки ее предотвращения имеют непосредственное влияние на формирующуюся структуру корпоративной собственности. На элементарном уровне, когда права мелких акционеров защищены слабо и экспроприация может достигать огромных масштабов, на контроль за деятельностью менеджеров тратятся значительные средства. Кроме того, доходы фирмы превращаются в так называемые частные выгоды контроля и практически не достаются формальным собственникам. Возникает вопрос: будет ли контроль в такой институциональной среде сконцентрирован в руках собственника-основателя или «распылен» среди многих мелких инвесторов?

Истоки подобных исследований (попытка ответить на поставленный вопрос) восходят к работам С. Гроссмана и О. Харта [28] и М. Харриса и А. Равива [29], в которых авторы предприняли попытки найти оптимальное распределение прав голоса и прав на получение части выручки компании. Однако ответ на вопрос, каким образом должен распределяться контроль между собственниками и менеджерами, пока не является однозначным. С одной стороны, собственники-основатели не желают делиться функцией контроля, «распыляя» акции в случае, когда защита миноритарных акционеров слаба. В то же время, поскольку значительная экспроприация внешних инвесторов возможна при условии информационного неведения, разделение функции контроля между другими собственниками может даже мешать экспроприации [36]. Одновременно с этим Л. Зингалес [52], Р. Ла Порта [36] и Л. Бебчук [16] показали, что, если собственник-основатель «распылит» контроль среди многочисленных инвесторов, в случае поглощения они легко откажутся от частных выгод. В модели Бебчука распыленная структура собственности является очень нестабильной, когда инвесторы могут осуществлять полный контроль, не неся при этом значительных издержек контроля. Подобное, естественно, возможно лишь при слабой правовой защите инвесторов. В конце концов, в рамках континентальной правовой системы (которая традиционно характеризуется слабой защитой миноритарных акционеров) собственник-основатель или его семья могут удерживать контроль над компанией у себя, чтобы воспользоваться репутацией «семьи» для получения внешнего финансирования. Таким образом, все перечисленное может являться причиной того, что структура собственности в экономиках со слабой защитой инвесторов будет высококонцентрированной.

В ответ на это утверждение М. Беннедсен и Д. Вольфенсон выдвинули встречный аргумент⁹. В случае, когда уровень инвестиционной защиты невысок, «распыление» контроля среди нескольких крупных инвесторов (ни один из которых не может принимать решение о деятельности компании без согласия остальных) может служить механизмом ограничения экспроприации. Если нет владельца контрольного пакета акций, а соглашение между несколькими крупными инвесторами необходимо для решения важных корпоративных вопросов, тогда эти инвесторы могут совместно обладать достаточными правами, чтобы ограничить возможности менеджеров присваивать ресурсы компании в качестве частных выгод контроля. Таким образом, когда «распыление» контроля ведет к сокращению неэффективного присваивания средств, подобная стратегия может быть оптимальной для собственника-основателя, максимизирующего свое благосостояние.

Большинство работ, посвященных влиянию уровня защиты акционеров (правовой системы) на формирующуюся структуру управления и контроля, носит более эмпирический характер, нежели теоретический. На эмпирическом уровне подобного рода взаимосвязь была получена для многих стран, включая Германию [27], Италию [25] и страны, входящие в состав Организации Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР) [25]¹⁰. В своей работе 1998 г. Р. Ла Порта, А. Шляйфер, Р. Вишны [38] анализируют уровень концентрации собственности в выборке из 49 стран, в то время как в своей следующей работе [36] они рассматривают модели корпоративного контроля в крупнейших фирмах 27 самых развитых экономик. Выводы получились одинаковые: в странах с низким уровнем защиты инвесторов (романо-германская правовая система) обычно доминируют модели с большей концентрацией контроля, нежели в странах с хорошей защитой инвесторов. В первых даже крупнейшие компании контролируются либо членами семьи-основателя, либо членами семьи, выкупившей компанию у первоначальных владельцев, либо государством. В последних, наоборот, наиболее распространены так называемые открытые корпорации, по Берли и Минзу, с сильной «диффузией» собственности и внешним менеджером (исполнительным директором), стоящим во главе.

Итак, мы видим, что на эмпирическом уровне существует множество доказательств обратной связи между силой правовой системы в области защиты акционеров и концентрацией собственности в компаниях. Теоретические модели строились М. Буркартом и Ф. Панунци [19], а также А. Шляйфером и Д. Вольфенсоном [49]. В модели первых анализируется влияние законодательства только на концентрацию аутсайдерской собственности. Вторая модель, наоборот, рассматривает собственника-менеджера в одном лице и, соответственно, взаимосвязь между уровнем правовой защиты инвесторов и внутренней стоимостью капитала компании (от нераспределенных доходов).

В данной статье в большей степени освещаются теоретические основы формирования национальной модели корпоративного управления, а именно влияние правовых норм, в частности, по вопросу защиты прав миноритарных акционеров на рассматриваемый процесс.

Правовая система как элемент институциональной среды

В любой стране права инвесторов прописываются в соответствующих нормативных документах. Однако только наличие законодательных норм еще не гарантирует, что эти права будут соблюдаться на практике. Чтобы четко представлять себе, каким образом формируются и исполняются права собственников (любого уровня) в корпорации различных стран, необходимо прежде всего понять ключевые особенности правовых систем, действующих в них, и их влияние на уровень защиты акционеров.

⁹ Одна из последних работ, подробно описывающая подход М. Беннедсена и Д. Вольфенсона, это статья: *Leech D. Corporate Ownership and Control: a New Look at the Evidence of Berle and Means // Oxford Economic Papers. Vol. 39. № 3. P. 534–551.*

¹⁰ Исследование проводилось по выборке из 7 стран.

Понятие «*правовая система*» является одним из ключевых в данном исследовании, тем не менее правовую систему нельзя рассматривать отдельно, безотносительно к той институциональной среде, которая ее формирует. Поэтому для сохранения логики анализа введем определения как правовой системы, так и институциональной среды.

1. Институциональная среда

Экономический институт – это формальные правила и неформальные ограничения, которым соответствуют определенные механизмы инфорсmenta, обеспечивающие их выполнение и принуждение [42, р. 97]. Получая формальный или неформальный общественный механизм санкционирования, правила становятся правами собственности. Они структурируют повторяющиеся взаимодействия индивидов по производству, обмену и распределению экономических ресурсов, тем самым снижая структурную неопределенность и предлагая альтернативные решения проблем координации, мотивации и распределительного конфликта.

Институциональная среда (institutional environment), в соответствии с терминологией, предложенной Л. Дэвисом и Д. Нортом [20, р. 5], это правила игры, определяющие контекст, в котором осуществляется экономическая деятельность. Она состоит из базовых политических, социальных и правовых норм, образующих основу производства, обмена, распределения и потребления. Таким образом, институциональную среду составляют такие «правила игры», которые задают общие ограничения для всех, и в частности правила, задающие возможные формы организации и контроля хозяйственной деятельности. Получая общественно признаваемую форму, они становятся абсолютными правами собственности. Абсолютные де-юре права собственности включают экономическое законодательство и иные нормативные акты: акционерное, антимонопольное законодательство, законодательство о приватизации, о несостоятельности, о лицензировании и регистрации предприятий и др. Неформализованные (де-факто) санкционированные правила поведения индивидов включают «обычаи делового оборота», «торговые обычаи», которые в конкретный исторический период могут принимать форму «понятий» [10].

На микроуровне, т.е. на уровне взаимоотношений между конкретными индивидами и организациями, действуют контрактные соглашения, являющиеся источником отнесенных прав собственности.

2. Правовая система

Правовая система, по Д. Мериману [39], это действующая совокупность норм, правовых институтов и правил. Таким образом, каждое суверенное государство или объединение государств имеет свою правовую систему.

Необходимо, тем не менее, различать понятия «*правовая система*» и «*правовая традиция*». Последнее есть совокупность глубоко укорененных, исторически обусловленных отношений к природе права, роли права в обществе и политическом устройстве, к организации и действию правовой системы, к методу создания права, его применения и изучения. Правовая традиция связывает правовую систему с культурой, отражением части которой она и является. «Правовая традиция вписывает правовую систему в культурный профиль» [39, р. 5].

Для построения собственной модели корпоративного управления и контроля (в отличие от существующих) воспользуемся следующей трактовкой понятия «правовая система». Для этого составим шкалу, на полюсах которой будут располагаться две правовые традиции: англосаксонская и романо-германская, а по всей длине – правовые системы, имеющие соответственно в большей или меньшей степени элементы каждой из них. Это позволит нам в дальнейшем ввести параметр, характеризующий степень защиты инвесторов в стране, имеющий нормальное распределение на интервале [0; 1].

Что касается соотношения понятий «*институциональная среда*» и «*правовая система*», то последнее как раз и подразумевает те «правила игры», по которым должно жить общество в сфере правового регулирования; выражаясь математическим языком, правовая система есть подмножество множества, именуемого «институциональная среда».

3. Взаимосвязь институциональной среды и правовой системы

Проблематика, исследуемая на протяжении всей работы, связывает понятия институциональной среды, в частности правовой системы, и модели корпоративной собственности. Последнее представляет собой ничто иное, как взаимоотношения между собственниками и менеджерами фирмы по поводу распределения частных выгод контроля. Поскольку большинство



Рис. 1. Влияние институциональной среды на контрактные отношения¹¹

контрактов между агентами являются а priori неполными, то одна из сторон (в данном случае это наемные менеджеры) получает формальную возможность вести себя оппортунистически, преследуя собственные выгоды в ущерб общему благосостоянию сторон. Следовательно, значение приобретают, во-первых, ex ante институты, регулирующие поведение менеджеров (правовые нормы), а во-вторых, сама структура формирующейся корпоративной собственности, служащая внутренним механизмом создания эффективного взаимодействия между субъектами отношений.

Схема исследования взаимосвязи институциональной среды и структуры корпоративного управления и контроля представлена на рис. 1. Мы исследуем, каким образом общие правила игры в обществе определяют то, как отдельные субъекты организуют взаимодействие между собой.

Очевидно, что индивидуальные контрактные соглашения служат источником правил, которые, приобретая массовый и повторяющийся характер, могут становиться общими для всех (пунктирная стрелка на рис. 1); однако подобное влияние не является предметом рассмотрения в данной работе.

Ключевые особенности правовых систем

Как было указано выше, предметом нашего анализа являются правовые системы и их влияние на формирование модели корпоративного управления, и в частности на уровень защиты акционеров. Однако, в силу их огромного разнообразия, мы выделим лишь два ключевых полюса тяготения: англосаксонское, или общее, право (common law) и романо-германское, или континентальное, право (civil law)¹².

1. Иерархия источников законодательства

Одно из главных различий между двумя рассматриваемыми правовыми системами заключается в определении формальных источников права, так как в различных системах разное значение придается таким понятиям, как закон, обычай, судебная практика, доктрина, справедливость.

1.1. Судебная практика и прецедент как основа англосаксонской правовой системы

Англосаксонское (общее) право было создано судьями, разрешавшими споры между отдельными лицами, а поскольку влияние университетов и доктрины в Англии не было

¹¹ Составлено по: *Williamson O.* The Institutions and Governance of Economic Development and Reform // Annual World Bank Conference on Development Economics. 1994 [41].

¹² Подобного рода маневр несколько не противоречит логике данной работы, поскольку в случае анализа конкретной правовой системы можно всегда определить ее «положение» на шкале, а следовательно, и значение всех интересующих параметров, распределенных на [0; 1].

столь значительным, как на континенте, и общий пересмотр права никогда не осуществлялся законодателем в форме кодификации, печать своего происхождения данная правовая система несет на себе до сего времени.

Англосаксонское право – это типичное прецедентное право (case law), поэтому основным источником права является судебная практика¹³. Под прецедентом обычно понимаются традиции и предыдущие решения судов по сходному вопросу [32, р. 7]; таким образом, суд не только рассматривает конкретное дело, но и выносит решение, которое нередко выходит за рамки данного дела и при определенных условиях образует прецедент, которому затем надлежит следовать.

Закон (по-английски – statute) по традиции играет в системе общего права второстепенную роль, ограничиваясь лишь внесением коррективов или дополнений в право, созданное судебной практикой. Это положение, вообще говоря, в значительной мере изменилось в наше время. Правда, в рассматриваемой правовой системе нет кодексов, но писаное право там есть, и оно очень развито. Существуют широкие сферы общественной жизни, применительно к которым основополагающие принципы правопорядка следует искать только в законодательстве. Английские законы более казуистичны, чем французские. Поэтому законодатель в странах с англосаксонской правовой системой пытается находиться по возможности на уровне норм, созданных судебной практикой, так как только такие нормы считаются настоящими нормами. С другой стороны, принципы, содержащиеся в законе, полностью признаются английскими юристами и интегрируются в систему общего права после того, как они будут применены, переосмыслены и развиты судебной практикой.

1.2. Верховенство закона – отличительная черта романо-германской правовой системы

Характерные черты романо-германской правовой системы совсем иные, нежели общего права. Здесь на первый план выдвинуты нормы права, которые рассматриваются как нормы поведения, отвечающие требованиям справедливости и морали. Новые нормы принимаются на основе дедукции из уже существующих законов: конституций, кодексов, простых законов, регламентов и декретов. Поэтому задачу юристов здесь видят, главным образом, в том, чтобы при помощи различных способов толкования найти и применить ту правовую систему, которая наилучшим образом описывает спорную ситуацию и, одновременно, в каждом конкретном случае соответствует воле законодателя.

Все страны с континентальной правовой системой – это страны «писаного права» (pays de droit écrit), из чего следует, что другие источники права занимают подчиненное место по сравнению с предпочитаемым классическим источником права – законом.

В настоящее время, однако, абсолютный суверенитет закона в странах романо-германской правовой семьи является фикцией; никто не считает, что чисто логическое толкование закона может во всех случаях привести к нахождению искомого правового решения. Приспособление к современному состоянию общества происходит не только посредством толкования первоначальных текстов законов, но и через признание творческой роли судей.

2. Почему в странах с англосаксонской правовой традицией акционеры чувствуют себя более защищенными

Инвестируя средства в деятельность той или иной компании, акционеры рассчитывают, что их права хорошо защищены. Миноритарные собственники требуют права, чтобы к ним относились так же, как и к более крупным акционерам, что касается дивидендной политики и в случае выпуска компанией новых акций. Крупные, но не обладающие

¹³ Термин «jurisprudence» (судебная практика) употребляется в данном случае в его французском значении, т.е. речь идет о судебных решениях. Английский термин «jurisprudence» имеет иное значение: он означает то, что во Франции называют общей теорией и философией права. Французский же термин «jurisprudence» переводится на английский язык как «the Decisions of the Courts» (судебные решения).

контрольным пакетом акций инвесторы желают, чтобы с их решением считались при обсуждении стратегических для фирмы вопросов. Без способности заставить исполнять свои права акционеры могут остаться ни с чем, даже владея значительной долей капитала компании.

2.1. Результаты эмпирических исследований

Очевидно, что страны с разными правовыми системами обладают разной способностью защиты инвесторов. Одно из крупнейших исследований по этой проблематике (как сложившаяся в стране правовая система влияет на уровень защиты акционеров) было проведено в 1998 г. группой ученых под руководством Ла Порты [38]. Они изучили основные нормы и механизмы защиты акционеров и кредиторов в 49 странах мира. Всю совокупность этих мер они интегрировали в систему индексов для каждой страны и рассмотрели несколько аспектов эффективного правового регулирования отношений собственности, в том числе качество принуждения к исполнению обязательств, индекс коррупции, качество стандартов отчетности и т.д. Статистические данные они использовали, чтобы понять разброс правовых норм и качество системы инфорсмента по странам, и в частности среди стран с одинаковой правовой системой.

Ла Порта выделил четыре правовые семьи; однако, ввиду их большей значимости, предметом нашего рассмотрения будут только три из них: англосаксонская, немецкая и французская¹⁴.

Как показало проведенное Ла Порты исследование, уровень защиты акционеров очень сильно коррелирует с особенностями правовой системы в конкретной стране. Так, страны с англосаксонской правовой традицией наилучшим образом защищают права инвесторов (как акционеров, так и кредиторов), в то время как страны французской правовой семьи делают это наихудшим образом. Страны германской и скандинавской правовых семей имеют средний уровень защиты инвесторов (средние значения всех индексов). Стоит отметить, однако, что данное исследование проводилось при допущении, что некоторые страны защищают права инвесторов лучше, чем другие, а не что некоторые страны защищают в большей мере акционеров, а другие – кредиторов.

Несколько выводов по результатам исследования было сделано и по поводу качества системы принуждения. Однако, в отличие от самих правовых норм, которые не зависят от уровня экономического развития стран, качество системы принуждения выше в более развитых и богатых экономиках. В частности, страны скандинавской и германской правовых семей имеют более эффективную правовую систему (в аспекте соблюдения норм), в то время как французская правовая семья характеризуется наихудшим качеством системы инфорсмента.

В силу того, что правовые системы выступают проявлением содержания права и зародились еще задолго до развития финансовых рынков, маловероятно, что нормы права были прописаны в первую очередь в соответствии с потребностями рынка. Наоборот, правовые системы отражают правовые нормы, которые, в свою очередь, влияют на организацию и эффективность финансовых рынков. Тем не менее вопрос остается открытым: почему правовые системы по-разному влияют на уровень защиты инвесторов? Почему, в частности, в странах с англосаксонской правовой традицией акционеры чувствуют себя более защищенными, чем в странах с романо-гер-

¹⁴ В классификации Ла Порты представлены следующие правовые семьи: англосаксонская, немецкая, французская и скандинавская. Однако такая классификация несколько не противоречит той, которая применяется в данной работе, поскольку три последние традиции он рассматривал как части главенствующей континентальной традиции. Более детальное деление базируется на исторических особенностях ее формирования: так, основой французской традиции явились знаменитые пять кодексов (*les cinq codes*) Наполеона, немецкой – Германский Коммерческий Кодекс, принятый в 1897 г. после объединения Германии Бисмарком. Скандинавская семья обычно выделяется отдельно, поскольку в гораздо меньшей степени заимствована из римского права, нежели французское или немецкое законодательство.

манской правовой традицией? Однозначного ответа нет. Однако можно постараться объяснить этот феномен с двух позиций: правовой (judicial), которая базируется на различиях в правовой философии, общей организации правовых систем, и политической (political), основой которой являются различия в политическом (историческом) развитии этих систем.

2.2. Правовой подход

Правовое объяснение того, почему страны с англосаксонской правовой системой защищают инвесторов лучше, базируется на рассмотренных выше особенностях правовых систем и выглядит следующим образом.

Правовые нормы в странах общего права, как было показано ранее, создаются судьями-профессионалами, основаны на прецедентах и на общих принципах, таких как справедливость и фидуциарное (доверительное) обязательство. Судьи при принятии решений опираются на эти принципы даже в тех специфических случаях, когда надлежащее поведение еще не прописано в законе. В области защиты инвесторов от экспроприации менеджеров судьи опираются, главным образом, на чутье (smell test)¹⁵ и пытаются понять, имело ли место нарушение доверительного обязательства со стороны инсайдеров, даже если прецедент еще не был создан. Таким образом, распространение системы правовых прецедентов в случае нарушения доверительных обязательств и даже страх подпадания под эти случаи ограничивает действия менеджеров в присвоении частных выгод в странах с англосаксонской правовой системой.

В противовес этому, правовые нормы в странах континентального права задаются писаным законодательством, и судьям непозволительно выходить за рамки буквы закона; никакое «чутье» не разрешено. Как результат – менеджеры, единожды сумев воспользоваться пробелом в законодательстве (в котором, например, явно не запрещен определенный тип поведения) и присвоив значительную долю доходов компании себе, могут продолжать действовать так и дальше, не рискуя быть наказанными. С этой точки зрения довольно общие принципы доверительных обязательств в странах общего права на практике оказываются более действенными в области защиты прав внешних инвесторов (аутсайдеров), чем четко прописанные нормы континентального права, которые легко обходятся предприимчивыми менеджерами.

2.3. Политические влияния

Несмотря на довольно мощную объясняющую силу правового подхода, он является далеко не всеобъемлющим. Например, необходима дополнительная предпосылка о том, что судьи склонны защищать собственников-аутсайдеров, нежели инсайдеров (или менеджеров). В принципе, в странах общего права легко представить и обратное: судьи могут использовать свои полномочия, чтобы сузить понятие доверительного обязательства и тем самым санкционировать экспроприацию миноритарных акционеров. Кроме того, судьи могут действовать в интересах определенных (политических) групп, особенно когда внешние инвесторы действуют в обход целей правительства (неугодны ему). Чтобы объяснить уровень защиты инвесторов, недостаточно сфокусироваться только на правовой мощи; необходим также политический и исторический анализ правовых систем. Конечно, это не значит, что законы никогда не меняются, однако в каждом конкретном случае они несут на себе отпечаток той исторической эпохи, в которую были созданы. Каким образом это можно показать?

Одним из исторически обуславливающих факторов развития законодательства является роль государства в регулировании экономической деятельности – относительно более высокая в странах с романо-германской правовой системой, нежели с англосаксонской¹⁶.

¹⁵ Термин предложил Дж. Кофе (John C. Coffee) во время собрания NBER в августе 1999 г.

¹⁶ Одним из первых, кто акцентировал свое внимание на роли государства в развитии правовых систем, был Ла Порта [36].

Немаловажную роль в развитии законодательства сыграла и эволюция отношений монарха (короля) и собственников в исторической ретроспективе¹⁷. Так, в Англии с XVII в. королевский двор частично потерял контроль над судами, которые перешли фактически под юрисдикцию парламента и крупных собственников. Цель – общее право должно было защищать частную собственность от претензий двора. С течением времени суды распространили свои полномочия по защите частной собственности и на инвесторов. Во Франции и в Германии, наоборот, парламент никогда не доминировал над короной, во главе всегда стояли прежде всего интересы государства, а не собственников. Только в XVIII в. были созданы Коммерческие кодексы для лучшего регулирования экономической деятельности в этих странах. С появлением закона доминирование государства перешло в более политическую плоскость, поскольку фирмы контролировались семьями, а права инвесторов было жестко лимитированы. Результатом такой исторической судьбы судов в континентальной Европе явилась их большая зависимость от решений политической элиты. Таким образом, в случае возникновения споров суды в странах с романо-германской правовой системой скорее примут сторону правительства и аффилированных с ним организаций, нежели инвесторов.

Вот каким образом политическая (историческая) обусловленность развития правовых систем объясняет тот факт, что англосаксонская правовая система обеспечивает более мощную защиту инвесторов, чем это делает романо-германская правовая система¹⁸.

С несколько критической точкой зрения выступают Э. Берглоф, фон Таден [17] и Р. Раджан и Л. Зингалес [45], которые, соглашаясь с идеей о политической обусловленности развития правовых систем, тем не менее ставят под сомнение подобную связь с уровнем правовой защиты инвесторов. Согласно работе первых авторов, в странах существуют и более сильные механизмы ограничения экспроприации менеджеров, например конкретные формы организации управления, моральные устои или участие рабочих в управлении, нежели правовые нормы. Раджан и Зингалес признают определяющую роль политических структур только в том случае, если правительство решило сменить сформировавшуюся макро модель корпоративного управления и контроля. Таким образом, по их мнению, правовая система есть отображение политических настроений в обществе и уровень защиты акционеров определяется в первую очередь пристрастиями правительства.

Основные модели корпоративного управления

Особенности каждой правовой системы непосредственно влияют на основные модели корпоративного управления и контроля, существующие в мире. На крайних полюсах расположены (по аналогии с правовыми системами) англосаксонская модель, базирующаяся на одноименной правовой традиции, и германская, сложившаяся под влиянием романо-германской правовой традиции. Еще одной показательной моделью корпоративной собственности является французская, которая находится между двумя крайними. Охарактеризуем вкратце каждую, чтобы затем попытаться понять, к какой из них в большей степени тяготеет формирующаяся в России модель корпоративного управления и контроля.

1. Англосаксонская модель корпоративного управления

Англосаксонская система корпоративного управления имеет двухзвенную структуру, что подразумевает наличие сильного совета директоров, состоящего из независимых и исполнительных директоров, и довольно слабого общего собрания акционеров. Например, в Великобритании снижение уровня влияния общего собрания акционеров на кор-

¹⁷ Данное направление анализа, базирующееся на различиях в относительной власти монарха и собственников, развил Финер.

¹⁸ Недавние исследования подтверждают предположение, что континентальное право ассоциируется с большим государственным вмешательством в экономическую деятельность общества и слабой защитой частной собственности по сравнению с общим правом [36].

поративное управление вызвано следующими причинами: апатией акционеров, нежеланием крупных институциональных инвесторов быть вовлеченными в управление корпорацией, очень широко распространенной системой выдачи доверенностей на голосование (vote by proxy), а также практически полным контролем над информацией со стороны менеджмента. Кроме того, судебная практика в ряде дел подтвердила очень интересную тенденцию: суд может посчитать решение общего собрания акционеров, действовавшего в рамках своих полномочий, недействительным, если, по его мнению, позиция совета директоров являлась стратегически более выгодной для компании, чем позиция общего собрания акционеров. Директора должны действовать прежде всего в интересах корпорации (включающих в себя интересы различных групп участников корпоративных отношений), а не только акционеров [31].

В рамках англосаксонского подхода деятельностью компании руководит унитарный совет директоров. Американские и английские законы не дифференцируют распределение функций между исполнительными директорами (т.е. директорами, являющимися одновременно и менеджерами компании) и независимыми директорами (приглашенными лицами, не имеющими интересов в компании), а лишь определяют ответственность совета в целом за дела компании. Решение о распределении функций среди членов совета директоров между этими двумя категориями директоров должны принимать акционеры компании. В настоящее время численно в советах директоров американских компаний преобладают независимые директора: при обычном составе в 12 человек независимые составляют 9 человек. Общей тенденцией последних двух десятилетий было увеличение числа независимых директоров в общем составе совета директоров и уменьшение представительства исполнительных директоров.

Согласно вышеизложенному, а также используя критерий «мощи» (по наделенным правам), англосаксонскую модель можно наглядно представить следующей матрицей (рис. 2).

	Общее собрание акционеров	Менеджеры	Совет директоров	Наблюдательный совет
Сильный				
Слабый				

Рис. 2. Англосаксонская модель корпоративного управления

2. Германская модель корпоративного управления

Германская система корпоративной собственности, выступая самым ярким проявлением отличительных особенностей романо-германской (континентальной) правовой модели, предусматривает, в отличие от англосаксонского права, трехзвенную структуру управления: общее собрание акционеров – наблюдательный совет – правление.

Согласно германскому подходу, проводится четкая граница между непосредственным управлением компанией и контролем, т.е. правление подотчетно наблюдательному совету в правильном использовании данных ему полномочий, а главной задачей наблюдательного совета является обеспечение того, чтобы управление компанией было доверено компетентным менеджерам, которых совет и назначает. При этом в значительной степени структура наблюдательного совета определяется законом, а не уставом компании. Кроме того, предусматривается обязательное представительство рабочих и служащих в наблюдательном совете корпорации – это зависит от ее размеров и отрасли промышленности. В наблюдательный совет также входят уполномоченные от банков, представители крупных поставщиков, общественности, в отличие от англосаксонской модели, где в основном в финансировании принимают участие частные или институциональные инвесторы [22].

Матрица структуры германской модели корпоративной собственности отображена на рис. 3.

Схемы взаимодействия между отдельными элементами англосаксонской и германской систем корпоративной собственности представлены на рис. 4.

	Общее собрание акционеров	Менеджеры	Совет директоров	Наблюдательный совет
Сильный				
Слабый				

Рис. 3. Германская модель корпоративного управления

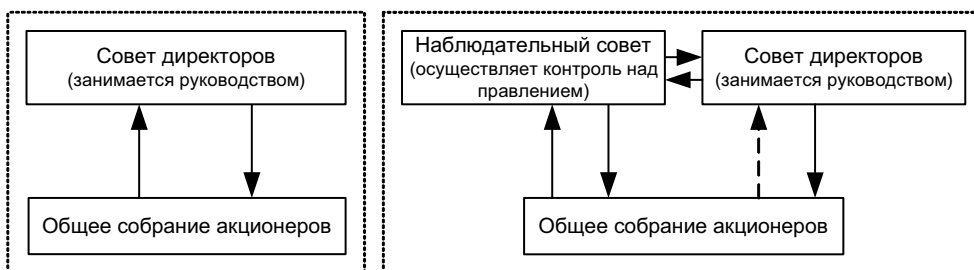


Рис. 4. Структура англосаксонской и германской моделей корпоративного управления

3. Французская модель как альтернатива двух парадигм

Французская система корпоративного управления и контроля находится между англосаксонской и германской, особенно много позаимствовав у США – не только возможность иметь двухзвенную систему корпоративного управления, но и сильную власть президента, что, несомненно, отражает и политическую структуру французского общества. Заимствована в американском праве и такая схема, как «сильный менеджер, слабые акционеры».

Отличительной особенностью французской модели корпоративного управления является также возможность иметь как монистическую (двухзвенную), так и дуалистическую (трехзвенную) структуру управления (к ней во Франции принадлежат лишь немногим более 2% всех компаний).

Что касается монистической структуры, то она выглядит так: президент или председатель правления (французская система корпоративной собственности наделяет его практически неограниченной властью над административным советом и даже общим собранием акционеров, независимо от структуры компании) – общее собрание акционеров – административный совет. Дуалистическая система похожа на германскую (за исключением участия служащих в управлении компанией). Матрица французской модели корпоративного управления может быть получена путем совмещения рис. 2 и рис. 3, однако, учитывая, что только 2,1% всех АО во Франции имеют дуалистическую структуру собственности, элементы матрицы будут смещаться в сторону англосаксонской модели.

Чтобы наглядно представить весь спектр существующих моделей корпоративного управления, обратимся к рис. 5.

	Общее собрание акционеров	Менеджеры	Совет директоров	Наблюдательный совет
Сильный	Германия	Англия, США, Франция	Англия, США, Франция	Германия
Слабый	Англия, США, Франция	Германия	Германия	Франция*

Рис. 5. Распределение экономик по моделям корпоративной собственности

* Слабость Наблюдательного совета во Франции объясняется его небольшой распространенностью.

4. Российская национальная модель корпоративного управления

Зная ключевые особенности различных систем корпоративного управления, распространенных в мире, попытаемся выяснить на примере Федерального закона «Об акционерных обществах» (1995 г.), какая же система корпоративного управления и контроля существует в настоящее время в России и к какой из рассмотренных выше она ближе всего подходит.

В соответствии с законом об АО, существует некий гибрид двухзвенной и трехзвенной моделей управления компанией: формально закреплен вариант, согласно которому наблюдательный совет приравнен к совету директоров (гл. VIII), и этот орган осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесенных законом к исключительной компетенции общего собрания акционеров. То есть нет никакой разницы между советом директоров и наблюдательным советом, что вносит некоторую путаницу в систему корпоративного управления компаниями; невозможно определить, какой именно структуры управления придерживается российский законодатель – монистической или дуалистической. Еще сильнее ситуация усложняется, если принять во внимание, что членами совета директоров (наблюдательного совета), согласно п. 2 ст. 66, могут быть члены исполнительного органа, что делает его существование вообще бессмысленным. На практике так и происходит: независимые директора чаще всего составляют меньшинство совета директоров, в то время как в нем широко представлен высший менеджмент.

Что касается деятельности исполнительного органа общества (правление – дирекция), то ему посвящены лишь ст. 69, 70, что, естественно, не может отражать потребности урегулирования данного вопроса в российском законодательстве.

Согласно принятому нами методу изображения структуры собственности в виде матрицы, российскую модель можно представить так: первые два элемента (общее собрание акционеров и менеджмент) сходны с англосаксонской моделью, последние два (фактически, образуя единое целое) имеют в большей степени российские корни, однако делать какие-либо выводы об их «силе», даже с учетом практических примеров, очень затруднительно (рис. 6).

	Общее собрание акционеров	Менеджеры	Совет директоров	Наблюдательный совет
Сильный			?	?
Слабый			?	?

Рис. 6. Матрица структуры российской модели корпоративного управления

Какие же выводы мы можем сделать об основных чертах зарождающейся в России модели корпоративного управления? На сегодняшний день в России нет ясного ответа на вопросы: что же представляет собой корпорация, какой из указанных выше моделей наша правовая система следует или хотя бы намеревается следовать, чьи интересы прежде всего представляет корпорация? С одной стороны, авторы корпоративного законодательства пытаются подражать англосаксонской модели, введя в закон понятие совета директоров, тем не менее они, видимо, не желают отходить от присущих российскому праву конструкций континентальной системы права. Они смешали два абсолютно самостоятельных понятия – совет директоров и наблюдательный совет, отняв тем самым у последнего его основную функцию – осуществление контроля за правлением и его избрание, взамен на функции общего руководства деятельностью общества. Таким образом, мы видим, что существует необходимость усовершенствования российской модели корпоративного контроля и управления, и главным образом в сфере гарантий защиты прав инвесторов.

Перспективы формирования национальной модели корпоративного управления

Как показывают исследования, в современной России до сих пор не сложилось устойчивых отечественных моделей корпораций (ни на микро-, ни на макроуровне), ни как результата многовековой эволюции, ни как итога научных разработок. В ходе реформ последнего десятилетия формируется несколько прототипов корпоративных моделей. Их создание ведется под действием нескольких разнонаправленных факторов и довольно устойчивой системы двух полюсов: 1) «цельнотянутого» заимствования зарубежных

моделей на основе образцовых правовых актов, рекомендованных извне для переходных экономик; 2) вариаций на темы ностальгически идеализированных отечественных моделей хозяйствования из разных периодов истории России. Однако ни тот, ни другой варианты не ведут к успеху, а с учетом непоследовательной государственной политики отечественные модели корпоративного управления и контроля складываются в режиме слабо управляемого хаоса.

Для обеспечения собственного процветания каждая компания должна сформировать собственную микромодель корпоративных отношений, учитывая особенности российской правовой системы, ориентированной на обеспечение не только интересов отдельных групп, но и совокупности в целом (компромисс между конкурирующими целями). Однако для успеха отечественным компаниям, помимо времени и ресурсов, необходима также четкая, насколько это возможно, стратегия развития страны и целостная государственная политика в сфере корпоративного управления и правового регулирования экономической деятельности, ориентированная на обеспечение национальных интересов.

К настоящему времени сложилось уже довольно устойчивое противоречие в формирующейся российской модели корпоративного управления. Суть его состоит в том, что в ней сосуществуют два противоположных подхода: концентрация акционерного капитала, которая предполагает минимум правовых средств защиты акционеров, и англосаксонская правовая традиция, для которой характерна максимизация средств правовой защиты миноритарных собственников. Их сочетание создало ситуацию так называемой взаимной нейтрализации [11, с. 123], когда постепенное вымывание мелких акционеров снижает значение системы механизмов защиты миноритариев с точки зрения корпоративного сектора в целом, а сами механизмы защиты (в том числе внутренние) трансформируются в инструменты корпоративного шантажа; ужесточение правовых норм в области защиты инвесторов, в свою очередь, сдерживает дальнейший процесс концентрации акционерного капитала¹⁹.

Означает ли все вышесказанное, что в России пока отсутствуют реальные экономические и институциональные предпосылки для (по крайней мере) обсуждения классической проблемы корпоративного управления и контроля? Модель с доминированием интересов мелких акционеров (что отражает резкое изменение законодательства в сторону абсолютной защиты мелких акционеров), скорее всего, возможна, но для нее пока нет условий на практике; тем не менее при дальнейшем реформировании отношений собственности в компаниях необходимо помнить о принципиально важной роли мелких инвесторов в их развитии.

В целом же, на наш взгляд, при создании российской модели корпоративного управления необходимо идти в направлении некой смешанной модели, которая, с одной стороны, должна стать более гибкой, а с другой – предполагать баланс интересов всех собственников и более широко – соучастников корпоративных отношений.

В прикладном плане это означает, что в данный момент нецелесообразны модели корпоративного управления, соответствующие только тому или иному классическому образцу (становящимся все более размытыми). Фундаментальная задача с точки зрения государства – это рассмотрение корпоративного управления в контексте защиты и гарантий прав собственности (как прав инвесторов, так и акционеров) и обеспечение баланса интересов (прав) всех участников корпоративных отношений. Приоритетной задачей становится формирование четкого правового поля для поддержания такого баланса.

В заключение можно сделать вывод о том, что в настоящее время существуют отдельные прикладные задачи, позволяющие рассматривать проблему корпоративного управления не на «мифологическом» уровне. Среди них с точки зрения задач регулирования и обеспечения равноправия акционеров целесообразно выделить такие области, как слияния и поглощения, аффилированные структуры, контроль крупных сделок, банкротства; на микроуровне – это задача выбора собственником оптимальной структуры управления и контроля в компании (попытка решить эту проблему как раз и была пред-

¹⁹ Данное явление служит фактором обратного влияния права на экономические процессы.

принята нами в данной работе). Очевидно, движение вперед окажется бессмысленной затеей при отсутствии эффективной инфраструктуры и политической воли исполнения законодательства (инфорсmenta).

ЛИТЕРАТУРА

1. *Андрефф В.* Постсоветская приватизация в свете теоремы Коуза // Вопросы экономики. 2003. № 12. С. 120–136.
2. *Давид Р., Жоффре-Спинози К.* Основные правовые системы современности. М.: Междунар. отношения, 1999.
3. *Дерябина М.* Приватизация, собственность, контроль: смена приоритетов. М.: ЭПИКОН, 2001.
4. *Долгопятова Т.Г.* Модели и механизмы корпоративного контроля на российских предприятиях // Институциональные проблемы российской экономики. 2002.
5. *Долгопятова Т.Г.* Отношения собственности и модели корпоративного контроля в российской промышленности (по материалам эмпирических исследований). М.: ГУ–ВШЭ, 2000. Дискуссионные материалы. Вып. 3.
6. *Долгопятова Т.Г.* Российская промышленность: институциональное развитие. Вып. 1. М.: ГУ–ВШЭ, 2002.
7. *Капелюшников Р.* Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 12.
8. *Капелюшников Р.* Управление корпоративной собственностью // Рынок ценных бумаг. 2001. № 14, 15, 20.
9. *Мокир Дж.* Общество знания: теоретические и исторические основы // Экон. вестник Рост. гос. ун-та. 2004. Т. 2. № 1.
10. *Олейник А.Н.* «Бизнес по понятиям»: об институциональной модели российского капитализма // Вопросы экономики. 2002. № 5.
11. *Радыгин А.* Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. 2002. № 1.
12. *Радыгин А., Архипов С.* Собственность, корпоративные конфликты и эффективность (некоторые эмпирические оценки) // Вопросы экономики. 2000. № 11.
13. *Радыгин А., Гутник В., Мальгинов Г.* Структура акционерного капитала и корпоративный контроль: контрреволюция управляющих? // Вопросы экономики. 1995. № 10.
14. *Радыгин А., Энтов Р.* Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. М.: ИЭПП, 1999. (Науч. тр.; № 12-Р).
15. Трансформация экономических институтов в постсоветской России / Под ред. д.э.н. проф. Р.М. Нуреева. М.: Моск. обществ. науч. фонд, 2000.
16. *Vebchuk L.A.* A Rent Extraction Theory of Corporate Ownership and Control // NBER WP 7203, 1999.
17. *Berglof E., Thadden L., von.* The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries // ABCDE Conference, Worldnbank, Washington, DC, 1999.
18. *Berle A.A., Means G.C.* The Modern Corporation and Private Property. N.Y.: Macmillan, 1932.
19. *Burkart M., Panunzi F.* Agency Conflicts, Ownership Concentration and Legal Shareholder Protection // Financial Markets Group (LSE) DP 378, 2001.
20. *Davis L., North D.* Institutional Change and American Economic Growth. Cambridge, 1971.
21. *Demsetz H., Lehn K.* The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences // Journal of Political Economy. Vol. 93. 1985. P. 1155–1177.
22. *Du Plessis J.J.* Corporate governance: reflections on the German two-tier board system // Law review TSAR. 1996 – 1.
23. *Dyck A., Zingales L.* Private Benefits of Control: An International Comparison // NBER WP 871. 2002.
24. *Earle J., Estrin S., Leshchenko L.* Ownership Structures, Patterns of Control and Enterprise Behavior in Russia // Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia. World Bank, EDI, 1996. P. 205–252.
25. European Corporate Governance Network (ECGN) // Barca F., Becht M. (eds.) The Control of Corporate Europe. Oxford University Press, 2001.
26. *Fama E., Jensen M.* Separation of Ownership and Control // Journal of Law and Economics. Vol. 26. № 2. 1983.
27. *Gorton G., Schmid F.* Universal Banking and the Performance of German Firms. Philadelphia: University of Pennsylvania. Manuscript, 1999.
28. *Grossman S., Hart O.* Takeover Bids, the Free – Rider Problem, and the Theory of corporation // Bell Journal of Economics. Vol. 11. 1980. P. 42–64.
29. *Harris M., Raviv A.* Corporate Governance: Voting Rights and Majority rules // Journal of Financial Economics. Vol. 20. 1988. P. 203–235.

30. *Hart O.* Corporate governance: some theory and implications // *The Economic Journal*. Vol. 105. 1995. № 430. P. 678–689.
31. *Isakson et Skog.* Aspects of Corporate Governance. Stockholm: Jurist for laget, 1994.
32. *James P.* Introduction to English Law. London: Butterworths, 1989. P. 7–16.
33. *Jensen M., Meckling W.* Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. Vol. 3. 1976. P. 305–360.
34. *Kaufman A., Zacharias L., Karson M.* Managers Vs Owners. N.Y.: Oxford University Press, 1995.
35. *Keynes J.* Essays in Persuasion. N.Y.: Norton, 1963.
36. *La Porta R.* Corporate Ownership Around the World // *Journal of Finance*. Vol. 54. № 2. 1999. P. 471–517.
37. *La Porta R., F. de Silanes, Shleifer A., Vishny R.* Investor Protection and Corporate Valuation // *Journal of Finance*. 2002.
38. *La Porta R., F. de Silanes, Shleifer A., Vishny R.* Law and Finance // *Journal of Political Economy*. Vol. 106. 1998. P. 1113–1155.
39. *Merryman J.H.* The civil law tradition. Stanford University press, 1985.
40. *Modigliani F., Miller M.* The Costs of Capital, Corporate Finance, and the Theory of Investment // *American Economic Review*. Vol. 48 (June). 1958. P. 261–297.
41. *Morck R., Stangeland D., Yeung B.* Inherited Wealth, Corporate Control, and Economic Growth? // Concentrated Corporate Ownership / Morck R. ed. NBER., 2000.
42. *North D.* Institutions // *Journal of Economic Perspectives*. 1991. Vol. 5(1).
43. *Pagano M., Roell A.* The Choice of Stock Ownership Structure: Agency Costs, Monitoring and the Decision to Go Public // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 113. 1998. P. 187–226.
44. *Pistor K.* Privatization and Corporate Governance in Russia – an Empirical Study / Workshop on Russian Economic Reform. Stanford University. CISAC. 22–23 November 1993.
45. *Rajan R., Zingales L.* Financial Dependence and Growth // *American Economic Review*. Vol. 86. 1999.
46. *Shleifer A., Vishny R.W.* A Survey on Corporate Governance // Discussion paper 1741. Cambridge: Harvard Institute of Economic Research, October 1995.
47. *Shleifer A., Vishny R.W.* Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. Vol. 58. № 1–2. 2000.
48. *Shleifer A., Vishny R.W.* Large Shareholders and Corporate Control // *Journal of Political Economy*. Vol. 94. 1986. P. 461–488.
49. *Shleifer A., Wolfenzon D.* Investor Protection and Equity Markets // *Journal of Financial Economics*. Vol. 66. 2002. P. 3–27.
50. *Simon J., La Porta R., F. de Silanes, Shleifer A.* Tunneling // *American Economic Review*. Vol. 90. 2000. P. 22–27.
51. *Veblen Th.* Engineers and the Price System. N.Y.: Viking, 1924.
52. *Zingales L.* Insider Ownership and the Decision to Go Public // *Review of Economic Studies*. Vol. 62. 1995. P. 425–448.