



268

Ирадж Хаши

**Законодательная база эффективного
корпоративного управления: сравнительный
анализ опыта ряда постсоциалистических стран**

Варшава, январь 2004 г.

Материалы, публикуемые в настоящей серии, имеют рабочий характер и могут быть включены в будущие издания. Авторы высказывают свои собственные мнения и взгляды, которые не обязательно совпадают с точкой зрения Центра CASE.

Публикация данной работы осуществлена в рамках проекта «Partnership for Corporate Governance and Secondary Privatization in Transition», финансируемого Агентством США по международному развитию (USAID), контракт SEGIR EP № PCE-I-00-00-00014-00, ref. Russia Task Order No. 803 Improvement of Economic Policy Through Think Tank Partnership Project. Мнения, взгляды и выводы, содержащиеся в данной публикации, не обязательно совпадают с точкой зрения Агентства США по международному развитию.

Ключевые слова: **корпоративное управление, переходная экономика, акционерное общество, права собственности**

© CASE — Центр социально-экономических исследований, Варшава 2004 г.

Редактор русского издания: Петр Козаржевский

ISBN 83-7178-329-9

Издатель:

CASE — Центр социально-экономических исследований

Польша, 00-944 Warszawa, ul. Sienkiewicza 12

тел.: (48-22) 622-66-27, 828-61-33

факс: (48-22) 828-60-69

e-mail: case@case.com.pl

<http://www.case.com.pl>

Печать:

Agencja Wydawnicza sp. z o.o., тел. (48-22) 639-80-75

Содержание

Аннотация	5
1. Введение	6
2. Права акционеров	9
3. Равный режим для всех акционеров	11
4. Гласность, раскрытие информации и ответственность наблюдательных советов и советов директоров	14
5. Выводы	20
Библиография	23
Приложение 1	
Анкета «Механизмы корпоративного управления»	25
Участие в принятии решений на общем собрании акционеров	25
Наблюдательный совет (совет директоров в России) и правление	25
Права мелких акционеров	25
Раскрытие информации и мониторинг	26
Прочее	26

Ирадж Хаши

Ирадж Хаши (род. в 1946 г.) является профессором экономики в Школе бизнеса Стаффодширского университета (Стоук-он-Трент, Великобритания). Он работал консультантом и советником в исследовательских институтах Албании, Чехии, Косово, Польши, Румынии и России и опубликовал много работ по реструктуризации предприятий, банкротству, барьерам для доступа, а также развитию сектора малых и средних предприятий.

Аннотация

Развитие рыночной экономики в странах Центральной и Восточной Европы, а также приближающееся вступление ряда этих стран в Европейский Союз усиливает фундаментальное значение корпоративного управления для процесса преобразований, восстановления экономического потенциала и роста экономики бывших социалистических стран. Предлагаемая работа посвящена сравнению законодательной базы корпоративного управления в ряде стран с переходной экономикой — как достигнутого прогресса в этой сфере, так и имеющихся недостатков. Особое внимание уделяется определению специфических черт режимов корпоративного управления в Польше и России на фоне других пост-социалистических стран.

1. Введение

Мы определяем термин «корпоративное управление» как набор правил и механизмов, регулирующих такое поведение фирм, которое обеспечивает защиту интересов акционеров, инвесторов и кредиторов перед лицом менеджеров и крупных стейкхолдеров и склоняет их к инвестированию в фирму и предоставлению ей кредитов. Развитие рыночной экономики в странах Центральной и Восточной Европы, а также приближающееся вступление ряда этих стран в Европейский Союз усугубляет фундаментальное значение корпоративного управления для процесса преобразований, восстановления экономического потенциала и роста экономики бывших социалистических стран. Четырнадцать лет «постсоциалистического» развития показали, что по мере развития рыночной экономики в этих странах, появляется необходимость во все более развитых и сложных механизмах корпоративного управления, призванных защитить акционеров, инвесторов и кредиторов, т.е. всех тех, кто является жизненно важными агентами динамично развивающейся экономики. «Необходимые механизмы корпоративного управления», впервые упомянутые Р. Фридманом, Э. Фелпсом, А. Рапачиньским и А. Шляйфером (Frydman, et al. 1993), особенно важны сейчас, когда эти страны уже построили рыночную экономику и, по крайней мере некоторые из них, приближаются к концу трансформационного периода.

А. Шляйфер и Р. Вишны (Shleifer and Vishny 1997) утверждают, что эффективное корпоративное управление создается либо с помощью развитой законодательной базы и активного рынка ценных бумаг, либо путем концентрации собственности. Развивая эту мысль, Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шляйфер и Р. Вишны (La Porta, et al. 1997 и 1998) утверждают, что в странах, где обеспечивается более высокий уровень правовой защиты акционеров, финансовые рынки более развиты и фирмам обеспечен лучший доступ к источникам внешнего финансирования и большие возможности развития¹. К. Пистор, М. Райзер и С. Гельфер (Pistor, et al. 2000) распространили этот подход и на страны, проходящие экономическую трансформацию, подчеркивая влияние, ко-

¹ Точно так же, сравнивая регулирование фондовых бирж в Польше и Чехии, Э. Глизер, С. Джонсон и А. Шляйфер показали, что, благодаря существованию системы защиты интересов инвесторов и мелких акционеров, в Польше к 1998 г. удалось привлечь в новые и уже существующие фирмы свыше 1 млрд. долларов и организовать 138 изначальных открытых предложений акций. В то же время Пражская фондовая биржа оказалась совершенно к этому неспособной.

торое оказывают на внешнее финансирование предприятий правовые институты и их эффективность. В то время как Р. Ла Порта со товарищи сосредотачивали свое внимание на «антидиректорских» правах акционеров, работа К. Пистора и др. была посвящена дополнительным аспектам эффективного корпоративного управления, таким как юридические основы механизмов «голоса» и «выхода», а также способности акционеров противостоять диктату держателей крупных пакетов акций.

Кроме того, традиционная проблема «принципал-агент» (т.е. конфликт между собственниками и менеджерами) в ряде работ (La Porta et al. 1999, Berglof and von Thadden 1999, Pistor et al. 2000) был распространен и на конфликты интересов на самом предприятии (например, конфликты между мелкими акционерами и владельцами контрольных пакетов акций, между акционерами и работниками предприятия, между менеджерами и кредиторами). Например, отмечалось, что в крупных компаниях во всем мире преобладает концентрированная собственность (семей или государства) и что ключевой проблемой корпоративного управления является защита мелких акционеров от потенциально экспроприаторского поведения доминирующих собственников (La Porta et al. 1999).

Процессы преобразований собственности, проходящие во многих странах с переходной экономикой, особенно там, где проводилась массовая приватизация, привели к тому, что на многих приватизированных предприятиях начальная структура собственности оказалась распыленной. Тем не менее, начиная с середины девяностых годов, в таких фирмах стала наблюдаться быстрая концентрация собственности. Процессы концентрации собственности на предприятиях Польши, Чехии и Словении, прошедших массовую приватизацию, были детально рассмотрены в монографии под редакцией Б. Блашчик, И. Хаши и Р. Вудвардом (Błaszczuk et al. 2003). Например, почти половина чешских фирм, прошедших массовую приватизацию, в настоящее время уже имеет доминирующего собственника, владеющего свыше 50% акций (Grosfeld и Hashi 2003). К такому же выводу пришли Е. Берглоф и А. Паюсте (Berglof и Rajuste 2003), которые сосредоточили свое внимание как на правах собственности, так и на правах контроля в компаниях 12 постсоциалистических стран (включая все страны, вступающие в ЕС), акции которых котируются на фондовых биржах. Эта концентрация собственности и контроля, а также появление доминирующих собственников в странах с переходной экономикой подчеркивает значение механизмов корпоративного управления, особенно защищающих интересы мелких акционеров, а также обеспечивающих выполнения менеджерами требований в

области гласности и раскрытия информации — короче говоря, механизмов «голоса» и «выхода»².

В странах с развитой рыночной экономикой продолжается дискуссия, посвященная корпоративному управлению и необходимости улучшения его регулирования. Страны-члены Организации экономического сотрудничества и развития и Европейского союза, а также международные профессиональные организации разработали обязательные и добровольные кодексы лучшей практики, призванные улучшить функционирование систем корпоративного управления³. Правовая база и добровольные обязательства, разработанные в этих странах, являются точкой отсчета, которую могут принять страны с переходной экономикой.

Предлагаемая работа посвящена сравнению законодательной базы корпоративного управления в ряде стран с переходной экономикой — как достигнутого прогресса в этой сфере, так и имеющихся недостатков. Особое внимание уделяется определению специфических черт режимов корпоративного управления в Польше и России на фоне других постсоциалистических стран. Работа состоит из четырех разделов. В следующих трех разделах рассмотрены отдельные аспекты правовых рамок корпоративного управления: права акционеров, одинаковый режим для всех акционеров и ответственность органов компании. Эти разделы в основном соответствуют трем первым разделам Принципов ОЭСР и положениям, разработанным другими заинтересованными организациями (см. примечание 4). Последний раздел содержит основные выводы.

Исходные данные были собраны с помощью анкеты по различным аспектам корпоративного управления, которая заполнялась отдельно для каждой страны.

² См. подробнее работы М. Роу и И. Хаши (Rowe 1993 и Hashi 1998). Единственным автором, который не придерживается общепринятой точки зрения о растущем значении корпоративного управления, является П. Михальи (Mihalyi 2002), который утверждает, что с усилением присутствия транснациональных корпораций в странах Центральной и Восточной Европы, а также с приближающимся членством этих стран в ЕС, проблемы корпоративного управления теряют свою важность. Однако, ограниченное влияние иностранных фирм на экономику переходных стран с одной стороны и незатухающий интерес к кодексам лучшей практики и другим механизмам регулирования в сфере корпоративного управления в странах Запада — с другой, не подтверждают точку зрения П. Михальи, особенно в свете финансовых скандалов вокруг Энрона и Уорлдкома.

³ Подробный сравнительный анализ регулирования корпоративного управления в странах ЕС содержится в OECD 2002. Особого внимания заслуживают: Принципы корпоративного управления ОЭСР (OECD 1999); заявление Международной сети корпоративного управления (International Corporate Governance Network) о принципах корпоративного управления (ICGN 1999); принципы и рекомендации по корпоративному управлению, разработанные Европейской ассоциацией дилеров ценных бумаг (European Association of Securities Dealers) (EASD, 2000); Директивы по корпоративному управлению, разработанные Euroshareholders в 2000 г.

Респондентами были юристы, экономисты, ученые, исследователи и участники рынка ценных бумаг, т.е. лица, профессионально изучающие процессы корпоративного управления и (или) активно в них участвующие (см. анкету в Приложении 1).

2. Права акционеров

Правам акционеров посвящен Первый принцип Кодекса лучшей практики ОЭСР. Этот принцип имеет фундаментальное значение для любой системы корпоративного управления. Разграничение функций собственности и контроля и потенциальный конфликт на линии принципал-агент в акционерных обществах означают, что правам акционеров должно быть уделено особое внимание, особенно праву участвовать в принятии наиболее важных для компании решений на годовом и внеочередном собрании акционеров. Для реализации этого права необходимо, чтобы законодательная база определяла процедуры своевременного информирования акционеров о годовых и внеочередных собраниях, так, чтобы акционеры могли участвовать в принятии решений без каких-либо сложностей и затрат⁴. Более того, крайне важно, чтобы географическая удаленность компании не влияла на доступ акционеров к процессу принятия решений.

Для внедрения этих принципов необходимы, во-первых, надежный реестр акционеров, а во-вторых возможность голосовать по почте и по доверенности. В то время как большинство этих требований является повсеместным в странах ОЭСР, в переходных странах они не являются обязательными по закону и на практике во многих странах не применяются. Таблица 1 содержит информацию о законодательном регулировании некоторых аспектов прав акционеров⁵ в ряде переходных стран⁶.

⁴ Принцип II.A.3 ОЭСР гласит, что компании не должны делать голосование на собраниях акционеров необоснованно сложным или дорогостоящим для акционеров.

⁵ Еще одним аспектом прав акционеров является право на получение достоверной информации о финансовом положении компании и материальных факторах, которые могут на него влиять. Мы обсудим эту тему позже, в связи с обязанностями членов органов компании.

⁶ В число обследованных стран входят Босния и Герцеговина, которые состоят из двух субъектов: Федерации Боснии и Герцеговины (в дальнейшем — Федерация) и Республики Сербской. Каждый субъект имеет собственные законы. В настоящей работе мы рассматриваем регулирование корпоративного управления в обоих субъектах, особенно когда оно оказывается разным.

Таблица 1. Отдельные аспекты прав акционеров по участию в процессах принятия решений

Страна	Независимый реестр акционеров	Голосование по почте	Голосование по доверенности	Уведомление о собрании акционеров
Албания	Да	Нет	Да ^б	Объявление в СМИ или письма акционерам
Болгария	Нет	Нет	Да	Объявление в «Государственной газете»
Босния и Герцеговина	Да ^ж	Да ^з	Да	Объявление в национальных газетах ^и
Венгрия	Нет ^й	Да ^а	Да ^к	Объявление в газете
Литва		Да ^а	Да ^а	Объявление в СМИ или письма акционерам
Македония	Нет	Нет	Да	Публичное объявление или письма акционерам
Польша	Да	Нет	Да^в	Метод объявления не определен^г Заказными письмами акционерам^е
Россия	Да	Да	Да	
Румыния	Да	Нет	Да (необходима доверенность)	
Словения	Да	Нет	Да	Объявление в национальной прессе или на сайте компании
Чехия	Да	Нет	Да (необходима доверенность)	Объявление в одной национальной газете или письма акционерам

^а Только если это предусмотрено уставом компании.

^б Только в компаниях с числом занятых более 50.

^в Только на регулируемом сегменте рынка.

^г Уведомление о собрании акционеров *может быть* выслано по почте, если акции являются именными.

^д В случае, если акции являются именными.

^е Или другим путем, определенном в уставе компании (например, размещение объявления в газетах или на телевидении).

^ж Несмотря на существование независимых реестров акционеров, большинство компаний по-прежнему не зарегистрировано.

^з Лишь в 2003 г., после внесения изменений в законодательство, голосование стало возможным в обоих субъектах. В Федерации голосование по почте (включая факс и электронную почту) возможно только при наличии очень большого количества мелких акционеров. В Республике Сербской нет таких ограничений.

^и В Республике Сербской, в дополнение к уведомлению в газете, известные акционеры должны получить приглашение по почте.

^й Реестр акционеров ведет сама компания.

^к Необходима либо официальная доверенность, либо письмо, подписанное двумя свидетелями. Такое письмо можно получить очень легко.

Мы видим, что участие собственников в процессах принятия решений достигается различными путями, хотя в большинстве сфер можно отметить заметную тенденцию к приведению национального законодательства и практики в соответствие с принципами ОЭСР. В большинстве стран существуют независимые

реестры акционеров, прежде всего в странах, вступающих в ЕС. Информация о созыве собрания акционеров чаще передается средствами массовой информации, чем с помощью писем на адрес отдельных акционеров. Учитывая широкое распространение акций на предъявителя, такое отклонение от западных принципов представляется разумным⁷. В большинстве стран по-прежнему не допускается голосование по почте, а голосование по доверенности, хотя и технически возможно, во многих странах требует оформления официальной доверенности. Более того, в ряде стран в определенный срок до начала собрания акционеров акции должны быть переданы в депозит третьему лицу. Эти ограничения, несомненно, сужают возможности акционеров по участию в принятии решений и создают благоприятную почву для нарушения прав мелких акционеров владельцами контрольных пакетов акций.

3. Равный режим для всех акционеров

Кодекс ОЭСР рекомендует, чтобы все акционеры (мелкие и крупные, иностранные и отечественные), обладающие акциями всех типов, имели одинаковые права и возможности. Важным аспектом равного режима является принцип «одна акция — один голос», который практикуется во многих, хотя и не во всех, странах ОЭСР. В соответствии с англо-американской практикой, все акции должны давать одинаковые права голоса для того, чтобы предоставить их владельцам пропорциональные возможности по оказанию влияния на принятие решений. Во многих странах (включая страны ОЭСР) распространен другой подход, заключающийся в применении также акций без права голоса, акций с увеличенным правом голоса и т.п. В некоторых странах введено ограничение на право голоса крупных акционеров, что дает им пропорционально меньше прав, чем мелким акционерам. В таких условиях мелкие акционеры оказывают слишком сильное влияние на принятие решений. Принципы ОЭСР не фаворизируют какую-либо практику, однако в ряде стран некоторые типы голосующих акций либо не приветствуются, либо вообще запрещены (например, в Дании и Греции). Также Международная сеть корпоративного управления (ICGN 1999) счи-

⁷ В случае акций на предъявителя возможности голосования по почте и по доверенности серьезно ограничены, поскольку компания не может проверить личность акционеров. Существует распространенное мнение, что акции на предъявителя широко используются во всякого рода махинациях и когда необходимо скрыть личность истинного владельца.

тает нежелательным любое отклонение от принципа «одна акция — один голос».

Таблица 2. Равный режим для акционеров (включая мелких акционеров)

Страна	«Одна акция — один голос» является нормой ^а	Кворум на общем собрании акционеров (% голосов)	Квалифицированное большинство при принятии важнейших решений (% голосов)	Автоматическое право покупки вновь выпущенных акций	Право подавать иск на действия менеджмента	Право мелких акционеров выбрать члена наблюдательного совета (совета директоров)
Албания	Да	51%	75%	Нет	Нет	Нет
Болгария	Да	Отсутствует	67%	Да	Нет	Нет
Босния и Герцеговина	Да	50% ^б	67%	Да	Да	Нет ³
Венгрия	Да	50%	75%	Да	Да	Нет
Литва	Да	50%	66%	Да ^е	Да	Нет
Македония	Нет	50%	75%	Да	Нет	Нет
Польша	Да^й	Отсутствует	67%^д	Нет^к	Да	Да
Россия	Да	50%	75%	Да	Да	Нет
Румыния	Да	50%	75%	Да ^ж	Да	Да ^и
Словения	Да	Отсутствует	75%	Да	Да	Нет
Чехия	Да ^б	30%	67% ^г	Да	Да	Нет

^а В ряде стран в ходе приватизации вводились т.н. золотые акции, которые давали государству (как владельцу золотой акции) дополнительные права. Золотые акции не учитываются в настоящей таблице.

^б Однако возможно введение ограничения на право голоса отдельных акционеров.

^в В Республике Сербской кворум составляет 30%.

^г Для выхода с фондовой биржи квалифицированное большинство составляет 75%.

^д Другие важные решения требуют большинства в 75%, 80% и 90% голосов.

^е Если иное не предусмотрено в решении общего собрания акционеров (необходимо квалифицированное большинство в 75% голосов).

^ж Не требуется по закону, однако может быть предусмотрено уставом компании.

^з В Республике Сербской в 2002 г. было введено требование квалифицированного большинства (75%) при выборе членов совета директоров, однако под давлением международной общественности в 2003 г. оно было отменено.

^и Такое право предоставлено законом, однако на практике оно пока не используется.

^й Несмотря на то, что это — норма для котирующихся компаний, существуют многочисленные отклонения.

^к Несмотря на отсутствие такого требования в законодательстве, на практике акционеры имеют преимущественное право на покупку новых выпусков акций.

Другой аспект равного режима — это отношение к мелким акционерам, которые могут стать объектом оппортунистического и подчас даже мошеннического поведения крупных акционеров. Разумеется, проблема равного режима становится решающей, когда крупные акционеры могут пользоваться большими контрольными правами, чем следует из их доли в уставном капитале (в связи либо с рассеянным характером собственности, либо с повышенным правом голоса некоторых акций)⁸. В связи с этим необходимо введение конкретных механизмов, обеспечивающих равный режим для всех акционеров. Существует несколько методов защиты мелких акционеров:

- квалифицированное большинство при принятии ряда решений общим собранием акционеров, что дает меньшинству право блокировки таких решений (таких как увеличение капитала, ликвидация, слияние и т.п.);
- кворум на общем собрании акционеров;
- предоставление места в наблюдательном совете (совете директоров) представителю мелких акционеров (кумулятивное голосование);
- право покупать акции нового выпуска пропорционально количеству акций, ранее находившихся в распоряжении акционера (преимущественное право на покупку акций);
- право подавать иск на действия менеджмента компании за несоблюдение т.н. обязанности соблюдать осторожность (*oppressed minority rule*)⁹.

Таблица 2 содержит информацию о равном режиме и защите прав мелких акционеров в рассматриваемых странах. И здесь ситуация в большинстве переходных стран не соответствует рекомендациям ОЭСР.

Несомненно, все страны предпринимали те или иные усилия по разработке и совершенствованию законодательной базы в сфере обеспечения равного режима для всех акционеров, включая мелких. Принцип «одна акция — один голос», по всей видимости, является нормой в большинстве стран. Для обеспечения защиты прав мелких акционеров в большинстве стран введены требования кворума и квалифицированного большинства — хотя в ряде сфер, по-видимому, законодательство стран, вступающих в ЕС, является менее жестким, чем остальных постсоциалистических стран (более низкие уровни кворума и квалифи-

⁸ Интересно, что во многих странах ЕС (в Австрии, Бельгии, Германии и Италии) в большинстве котирующихся компаний существует акционер, владеющий более 50% акций (Barca и Brecht, 2001).

⁹ Этот перечень неполный, однако он содержит наиболее распространенные методы защиты интересов мелких акционеров перед лицом крупных.

цированного большинства)¹⁰. Преимущественное право акционеров на покупку акций новой эмиссии существует почти во всех странах (обращает на себя внимание то, что в Польше такого автоматического права нет¹¹), точно так же практически во всех странах акционеры имеют право подавать иск на действия менеджмента компании. Интересно, что только в Польше и Румынии мелкие акционеры могут выбрать своего представителя в наблюдательный совет (хотя в Румынии на практике это происходит редко). Право мелких акционеров подавать в суд на менеджеров, нарушивших принцип осторожности действий, иногда приводит к злоупотреблениям судебными процедурами. Хотя такие случаи и редки (см. примеры в Blaszczyk, Hoshi и Woodward 2003), политики должны помнить об этой опасности и создавать механизмы, исключающие возможность таких злоупотреблений¹².

4. Гласность, раскрытие информации и ответственность наблюдательных советов и советов директоров

Наблюдательный совет (совет директоров) — это место, где формулируются интересы мелких и крупных акционеров и менеджеров. Здесь также проявляются различные конфликты интересов. Поэтому, а также на основании анализа многочисленных исследований многие страны ОЭСР пришли к выводу о необходимости ввести требование, согласно которому определенная часть членов совета должна быть независимой от компании и ее акционеров. Поскольку эти члены совета полностью независимы от менеджмента и крупных акционеров (которые, как правило, выбирают своих собственных представителей в совет),

¹⁰ В свете возможного нарушения прав меньшинством акционеров и более совершенного законодательства то, что эти меры выглядят менее жесткими, может не иметь большого значения (см. следующий раздел). Следует добавить, что в ряде стран некоторые решения требуют еще большего квалифицированного большинства, чем указано в таблице 2 (например, в Литве принятие решения об отмене преимущественного права нынешних акционеров на приобретение акций новой эмиссии требует большинства в 75% голосов).

¹¹ Следует отметить, что польское законодательство разрешает включать в уставы компаний положения, дающие право преимущественного права покупки акций, однако, в отличие от других стран, это не является обязательным. То же самое относится и к требованиям кворума на общем собрании акционеров.

¹² В Боснии и Герцеговине требование 75% квалифицированного большинства, содержащееся в законе Республики Сербской «О предприятии», привело к тому, что доминирующие акционеры не могут сменить неэффективных членов правления и наблюдательного совета. Этот же закон разрешает мелким акционерам избрать своего представителя в наблюдательный совет.

они в состоянии занять беспристрастную позицию в случае возникновения конфликта интересов. Различные кодексы лучшей практики настоятельно рекомендуют присутствие в составе советов разумного числа независимых членов или членов, не являющихся исполнительными лицами в компании, числа достаточно большого, чтобы при решении наиболее принципиальных вопросов и в случае возникновения конфликта интересов этот орган смог сохранить свою независимость. Почти все переходные страны приняли т.н. немецкую (континентальную) модель корпоративного управления, предусматривающую существование двух органов — правления и наблюдательного совета¹³. И хотя с формальной точки зрения существует разграничение функций между этими двумя органами, т.е. члены наблюдательного совета практически по определению не вовлечены в текущее управление фирмой (т.е. они не являются исполнительными лицами), все же они остаются представителями собственников, причем скорее крупных, чем мелких. Концепция «независимых» членов наблюдательного совета пока остается слишком новой и все еще не применяется в большинстве постсоциалистических стран, даже в самых крупных фирмах.

Для принятия инвесторами обоснованных решений по инвестициям, а также для эффективного функционирования рынка менеджеров и корпоративного контроля необходима точная и своевременная информация о различных аспектах функционирования компаний и их структуре собственности. Именно поэтому компании обязаны регулярно публиковать свои финансовые отчеты, заверенные независимым аудитором, причем котирующиеся компании должны предоставлять более подробную информацию и делать это чаще. За предоставление такой информации в конечном счете отвечает правление компании.

Кроме того, члены совета и менеджеры ограничены в своих действиях разнообразными положениями законов, призванными бороться с т.н. инсайдерской торговлей (*insider dealing, insider trading*), т.е. с использованием служебной ин-

¹³ Разумеется, эти органы в разных странах могут называться по-разному (например, наблюдательный совет в Румынии называется административным советом, а в России — советом директоров), однако их суть при этом не меняется. Более того, несмотря на то, что в странах с переходной экономикой господствует двухуровневая структура органов корпоративного управления, существует несколько исключений. В Болгарии в начале реформ применялась одноуровневая модель, однако после завершения массовой приватизации многие компании перешли на двухуровневую систему. Согласно закону о ведении хозяйственной деятельности, компании могут выбирать одно- или двухуровневую систему — такое решение, как правило, принимает общее собрание акционеров. На практике крупные компании выбирают двухуровневую систему, а более мелкие — одноуровневую. Также в Македонии компании могут выбирать между одноуровневой и двухуровневой системой. В то же время в Косово, согласно «Распоряжению о коммерческих организациях» (UNMIK 2001), в акционерных обществах создается унитарный совет директоров, однако общее собрание акционеров может выбрать другую модель.

формации, в том числе способной повлиять на курс акций, в личных целях. Для того, чтобы свести к минимуму возможности правления злоупотреблять своими полномочиями, надзор за составлением финансовых отчетов, а также подготовка предложений по назначению членов правления и по оплате труда менеджеров и членов совета осуществляется специальными комиссиями (ревизионной, по оплате труда и по кадровым вопросам), в состав которых либо входят исключительно независимые члены совета, либо же такие члены составляют большинство.

Финансовые рынки и потенциальные инвесторы также заинтересованы в получении информации по структуре собственности компании и имущественным интересам членов правления и наблюдательного совета. Поэтому по закону требуется раскрывать информацию не только о количестве акций, принадлежащих членам этих органов, но и о самых крупных акционерах и всех прочих акционерах, владеющих определенным количеством акций (более 3% в Великобритании и более 5% в большинстве стран ОЭСР).

Наконец, третий принцип ОЭСР признает существование прав стейкхолдеров и поощряет сотрудничество компании со своими стейкхолдерами. Основные стейкхолдеры компании — это работники фирмы, потребители (клиенты), кредиторы, поставщики и государство. Из всех этих групп особое внимание уделяется работникам, которым предоставляются разнообразные права от совещательных до права иметь своего представителя в наблюдательном совете. В переходных странах учет интересов работников выглядит по-разному. Несмотря на то, что в странах, имеющих традиции самоуправления трудовых коллективов (бывшая Югославия, Польша), следовало бы ожидать, что работники компании будут иметь своего представителя в наблюдательном совете, так происходит далеко не всегда. Причем в некоторых странах без традиций участия трудовых коллективов в управлении (например, Чехия и Венгрия) такое представительство практикуется, а в ряде стран, где такие традиции были сильными (Польша), — нет. Присутствие представителей работников в составе наблюдательного совета может сыграть важную роль не только в деле вовлечения этой группы стейкхолдеров в процессы принятия решений, но в усилении мониторинга менеджмента путем использования их «закулисных» знаний. Это особенно важно в переходных странах, где, как правило, в составе наблюдательных советов нет независимых членов и существует реальная угроза оппортунистического поведения доминирующих акционеров и назначенных ими менеджеров.

В таблице 3 представлены некоторые характеристики правлений и наблюдательных советов, а также ряд показателей, характеризующих гласность и требования по раскрытию информации в переходных странах.

Таблица 3. Правления, наблюдательные советы, раскрытие информации и гласность

Страна	Независимые члены наблюдательного совета	Представители работников в наблюдательном совете	Независимый аудитор	Требования по финансовой отчетности для котирующихся компаний	Порог раскрытия информации о владельцах акций	Подача обязательного предложения на покупку всех акций (порог) ^д	Раскрытие информации о количестве акций, принадлежащих менеджерам и об их зарплатах	Срок полномочий генерального директора (лет)
Албания	Нет	Нет	Да		Отсутствует	Отсутствует	Нет	3
Болгария	Нет ^а	Нет	Да	Ежеквартально	5%	50%	Нет	3
Босния и Герцеговина	Нет	Нет	Да	Раз в полгода	Отсутствует	Отсутствует	Нет	4
Венгрия	Нет	Да ^з	Да	Раз в полгода	25%	33%	Нет	5
Литва			Да					4
Македония	Нет	Нет	Да	Ежеквартально	10%	45%	Нет	6
Польша	Нет^б	Нет	Да	Ежеквартально	5%	50%	Да	5
Россия	Нет^в	Нет	Да	Ежеквартально	5%	30%^е	Да	5
Румыния	Нет	Нет	Да	Раз в полгода	5%	50,1% и 75%	Нет	4
Словения	Нет	Да	Да	Раз в год	5%		Частично ^ж	8
Чехия	Нет	Да	Да	Раз в полгода	5% ^г	40% и 50%	Частично ^ж	5

^а Кроме публичных компаний, где 1/3 состава наблюдательного совета должна быть независимой.

^б Тем не менее Кодекс лучшей практики корпоративного управления *рекомендует*, чтобы в составе наблюдательного совета было 50% независимых членов (при этом по закону в наблюдательных советах акционерных обществ, 100% акций которых принадлежит государству, было 3/5 независимых членов).

^в Рекомендация Кодекса корпоративного поведения. На практике распространяется только на некоторые крупнейшие компании.

^г Любой аутсайдер может получить информацию о личности акционера, владеющего не менее чем 10% акций.

^д По достижении этого порога акционер обязан сделать предложение о покупке акций, принадлежащих другим акционерам.

^е Это требование может быть отменено уставом компании или общим собранием акционеров..

^ж Раскрывается информация только об общей сумме зарплаток всех менеджеров.

^з В компаниях, где занято более 200 человек, 1/3 состава наблюдательного совета избирается трудовым коллективом.

Как уже упоминалось выше, в переходных странах, даже тех, которые вступают в ЕС, идея независимых членов наблюдательного совета находится в эмбриональном состоянии. Лишь в России и Польше *рекомендуется* вводить независимых членов на добровольной основе. Точно так же редко можно встретить представителей трудового коллектива в составе наблюдательных советов — соответствующие требования законодательства существуют только в Словении и Чехии (и в крупнейших компаниях Венгрии). С другой стороны, требования, касающиеся независимого аудитора и регулярной публикации финансовых отчетов, действуют во всех рассматриваемых странах с переходной экономикой, причем в некоторых из них требуется даже квартальная отчетность.

Раскрытие информации о крупных владельцах акций требуется по закону во всех странах. В большинстве из них установлен 5-процентный порог собственности на акции. В большинстве случаев подача обязательного предложения на покупку акций, если акционер достигает определенного порога владения акциями (как правило, 30-50%), дает мелким акционерам возможность отказаться от владения акциями без риска финансового ущерба, когда на сцену выходит доминирующий собственник. В то же время в некоторых странах, например в России, эффективность этого инструмента снижается тем, что ряд крупных собственников — это оффшорные компании и неизвестно, кто ими реально владеет. Более того, известны случаи перекрестной собственности и холдинговых пирамид, которые также скрывают личность реальных владельцев (см. примеры в Berglof и Rajuste 2003).

Высшее исполнительное звено компаний в переходных странах по-прежнему сосредотачивает в своих руках значительную власть. Сроки полномочий ведущих менеджеров, как правило, очень длинные — от 3 до 8 лет (чаще всего 5 лет). Это много по сравнению со странами ЕС: например, британский Комитет Кэдбери рекомендует контракты продолжительностью 1-2 года (Cadbury, 2002). Кроме того, в большинстве стран информация о количестве акций, принадлежащих менеджерам, и их заработкам по-прежнему остается нераскрытой: в лучшем случае обнародованию подлежит частичная информация (например, общая сумма заработков управленческого персонала и общее число принадлежащих им акций).

Законодательство всех стран борется со злоупотреблением полномочиями менеджеров. Практически везде запрещен сговор с целью манипулирования курсом акций. Точно также закон недвусмысленно запрещает заниматься т.н. инсайдерской торговлей (использованием служебной информации, которая может повлиять на курс акций, с целью личного обогащения). В обоих случаях суды располагают широким набором наказаний от штрафов до тюремного заклю-

чения и запрета занимать руководящие посты. Соблюдение этих законов, однако, весьма слабое: ни в одной из анализируемых стран не было широкомасштабного и успешного судебного преследования менеджеров, несмотря на многочисленные скандалы и случаи злоупотребления полномочиями (например, «туннелирование»¹⁴, которое привело к финансовому кризису в Чехии или финансовые пирамиды, крах которых привел к беспорядкам в Албании).

Наконец, необходимо отметить, что, несмотря на то, что законодательная база корпоративного управления в рассматриваемых странах представляется довольно хорошо развитой и полной, это не означает, что так же хорошо обстоят дела с использованием этих законов на практике. Как отмечают многие исследователи, одной из важнейших проблем переходных стран является соблюдение законов. Многие авторы и организации опубликовали работы, посвященные законодательной базе и правоприменению в странах с переходной экономикой за последние несколько лет (в частности, La Porta et al. 1997; Pistor et al. 2000; Kaufman et al. 2002 и *Transition Reports*, подготовленные Европейским банком реконструкции и развития). В этих исследованиях приводятся рейтинги законодательства, особенно в области соблюдения законов и эффективности законодательства, касающегося финансового сектора этих стран. В таблице 4 приведены оценки, подготовленные в ходе двух новейших исследований, посвященных применению законов в рассматриваемых нами странах.

Таблица 4. Правоприменение и эффективность законодательства, регулирующего финансовую сферу

Страна	Правоприменение		Эффективность финансового регулирования		
	1997/98	2000/01	1998	2001	2002
Албания			2-	2-	3
Болгария	-0,15	0,02	3	3	4
Босния и Герцеговина			1	1	1
Венгрия	0,71	0,76	4	4-	4-
Литва	0,18	0,29	2	4-	4-
Македония			2	2	4-
Польша	0,54	0,55	3	3	4-
Россия	-0,72	-0,87	2	2+	4-
Румыния	-0,09	-0,02	3-	3	4
Словения	0,83	0,89	3-	4-	4-
Чехия	0,54	0,64	3-	3	4-

Источник: Kaufman et al. 2002; EBRD 1999 и 2002.

Не подлежит сомнению, что, хотя законодательная база переходных стран значительно улучшилась, соблюдение законов в большинстве стран остается

¹⁴ Вывод фондов и прибыли за пределы предприятия (прим. перев.).

неудовлетворительным. В исследовании Д. Кауфмана, А. Краая и П. Зоидо-Лобатона особенно плохо выглядит Россия (и ее положение продолжает несколько ухудшаться), в то время как ситуация в Польше и Чехии выглядит значительно лучше. В плане эффективности регулирования финансовой сферы в большинстве стран произошло улучшение ситуации, которую теперь можно назвать удовлетворительной, хотя нас и удивляет улучшение, отмеченное аналитиками ЕБОР в 2002 г., поскольку его не подтверждают наши исследования. Однако даже если это правда, ни одна из рассматриваемых стран не достигла уровня стран с развитой рыночной экономикой, который составляет 4+.

5. Выводы

Эффективное корпоративное управление имеет фундаментальное значение для процессов восстановления экономики переходных стран. Оно улучшает функционирование предприятий, согласовывая различные интересы и уменьшая злоупотребления и проявления оппортунизма. Оно повышает качество информации, предоставляемой участником рынка ценных бумаг, и облегчает доступ к внешнему финансированию. Все переходные страны добились ощутимого прогресса в развитии основ корпоративного управления и готовятся к принятию Принципов ОЭСР в качестве рекомендаций или положений закона. Польша и Россия — это страны, где практика корпоративного управления наиболее развита.

Почти во всех переходных странах (с небольшими исключениями) принята немецкая (континентальная) система органов компании с отдельным наблюдательным советом (отвечающим за стратегические вопросы функционирования фирмы и за надзор за менеджерами) и правлением (занимающимся оперативным управлением). Тем не менее способность акционеров влиять на эти органы путем использования права голоса и участия в процессе принятия решений во многих странах несколько ограничены. Голосование по почте практически не применяется, а для голосования по доверенности необходимы дополнительные действия, которые отнимают много времени (оформление официальной доверенности). В этом плане как в Польше, так и в России должны быть предприняты дополнительные шаги, направленные на то, чтобы облегчить акционерам использовать свои права в более полном объеме. Другой сферой, нуждающейся в улучшении, является назначение независимых членов наблюдательного совета — это пока не удалось ни одной из рассматриваемых стран. При этом кодек-

сы лучшей практики, принятые в Польше и России, рекомендуют включать в состав наблюдательных советов от 1/3 до 1/5 независимых членов.

В сфере защиты мелких акционеров большинство стран ввело такие меры, как кворум на общем собрании акционеров и квалифицированное большинство голосов при принятии особо важных решений. Только в нескольких странах существуют такие инструменты, как преимущественное право акционеров на покупку акций новой эмиссии, подача обязательного предложения на покупку акций, если акционер достигает определенного порога владения акциями, и право акционеров подавать иск на неосторожные действия менеджмента компании. Польша является единственной страной, где мелкие акционеры могут объединить свои голоса и выбрать члена наблюдательного совета, но в то же время это единственная страна, вступающая в ЕС, где нет автоматического права акционеров на покупку акций новой эмиссии. В ходе пересмотра корпоративного законодательства следует задуматься над улучшением положения в этой сфере. Разумеется, защита прав меньшинства не должна препятствовать вовлечению крупнейших акционеров в предпринимательскую деятельность. Злоупотребления со стороны мелких акционеров являются потенциальной проблемой, и переходные страны должны отдавать себе в этом отчет и вводить соответствующие средства правовой защиты, которые, однако, не ограничивали бы прав меньшинства.

Законодательство рассматриваемых стран не уделяет внимания правам стейкхолдеров, за исключением права работников компании быть представленными в наблюдательном совете (например, в Чехии и Словении). Законодательство не содержит также положений, касающихся проведения консультаций с кредиторами, поставщиками и государством, а также какого-либо вовлечения этих категорий стейкхолдеров в функционирование корпоративного управления компании и предоставления им целевой информации. Выборы в состав наблюдательного совета представителей трудового коллектива рекомендованы Принципами ОЭСР и практикуются в ряде стран ЕС. Интересно, что, несмотря на отсутствие соответствующих требований в законодательстве, в России такая практика также распространена, особенно в крупных компаниях. Также в этой сфере компании могут улучшить процедуры корпоративного управления без каких-либо негативных последствий для функционирования их руководящих органов.

Наконец, законодательство всех стран предусматривает санкции за нарушение закона — от штрафов до тюремного заключения и ограничения права занимать руководящие посты. Все это очень важно и необходимо, однако недостаточно для эффективной борьбы с мошенничеством и злоупотреблениями слу-

жебным положением. Несмотря на вполне высокое качество законодательства в этой сфере, во многих странах правоприменение и введение принципа верховенства закона остаются на весьма неудовлетворительном уровне. Во многих странах основополагающие положения законодательства по регистрации акционеров, информировании о созыве общего собрания акционеров, а также касающиеся защиты мелких акционеров, не соблюдаются в полном объеме или внедряются слишком вяло. В Польше регулирование функционирования компаний, котирующихся на Варшавской фондовой бирже, является весьма строгим, однако этого уже нельзя сказать о регулировании деятельности всех остальных фирм. Также и в России уровень правоприменения довольно низкий, за исключением крупных котирующихся компаний. Информация о реальных владельцах многих компаний скрывается с помощью оффшорных фирм, что снижает доверие инвесторов к правилам функционирования финансового рынка. Также и в этой области органы государственной власти должны добиться ощутимого прогресса, чтобы обнадежить инвесторов и кредиторов. Разработанный ЕБРР индекс эффективности законодательства, регулирующего финансовую сферу, показывает поразительное улучшение положения дел в 2002 г. по сравнению с предыдущими годами. Однако это улучшение не подтверждается другими исследователями и предыдущими разработками ЕБРР, поэтому надо относиться к нему с осторожностью.

Библиография

- Barca, F. and M. Brecht (2001), *The Control of Corporate Europe*, Oxford: Oxford University Press.
- Berglof, E. and A. Pajuste (2003), Emerging Owners, Eclipsing Markets?, in Cornelius, P.K. and B. Kogut, eds, *Corporate Governance and Capital Flows in a Global Economy*, Oxford: Oxford University Press.
- Berglöf, E. and E. L. von Tadden (1999), The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries, рукопись, доступная в Интернете: <http://www.worldbank.org/research/abcde/washington11/pdfs/berglof.pdf>.
- Blaszczyk, B., I. Hoshi and R. Woodward (2003), *Secondary Privatization in Transition Economies*, Basingstoke: Palgrave Macmillan.
- Cadbury, A. (2002), *Corporate Governance and Chairmanship, A Personal View*, Oxford: Oxford University Press.
- European Bank for Reconstruction and Development, *Transition Report*, различные годы.
- Frydman, R., E. S. Phelps, A. Rapaczynski and A. Schleifer (1993), Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe, *Economics of Transition*, 1(2), pp.171-207.
- Gleaser, E., S. Johnson and A. Shleifer (2001), Coase Versus the Coasians, *Quarterly Journal of Economics*, 116, pp. 853-99.
- Grosfeld, I. and I. Hashi (2003), Mass Privatisation, Corporate Governance and Endogenous Ownership Structure, William Davidson Institute Working Paper No. 596 (July).
- Hashi, I. (1998), Mass Privatisation and Corporate Governance in the Czech Republic, *Economic Analysis*, 1(2), pp.87-134.
- International Corporate Governance Network (1998), *Statement on Global Corporate Governance Principles*, July, www.icgn.org.
- Kaufman, D., A. Kraay and P. Zoido-Lobaton (2002), Governance Matters II: Updated Indicators for 2000/01, World Bank Policy Research Working Paper.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer and R. W. Vishny (1997), Legal Determinants of External Finance, *Journal of Finance*, LII (3), pp. 1131-1150.

- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1998), Law and Finance, *Journal of Political Economy*, 106 (6), pp.113-1155.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes and A. Shleifer (1999), Corporate Ownership Around the World, *Journal of Finance*, 54(2), April.
- Mihalyi, P (2002), The Growing Irrelevance of Corporate Governance in Transition Economies, доклад на конференции «Beyond Transition – Development Perspective and Dilemmas», организованной CASE – Центром социально-экономических исследований, Варшава, 12-13 апреля 2002 г.
- OECD (1999), *Principles of Corporate Governance*, Paris: OECD.
- OECD (2002), *Comparative Study of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States*, Paris: OECD (January).
- Pistor, K., M. Raiser S. Gelfer (2000), Law and Finance in Transition Economies, *Economics of Transition*, 8 (2), pp. 325-368.
- Roe, M. (1993), Some Differences In Corporate Structure in Germany, Japan and the United States. *The Yale Law Review*, 102, pp.1927-2003.
- Shleifer, A. and R. W. Vishny (1997), A Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance*, 52, pp. 737-783.
- UNMIK (2001), Regulation No. 2001/6 on Business Organizations, *Official Gazette of Kosovo*, www.unmikonline.org.

Приложение 1

Анкета «Механизмы корпоративного управления»

Участие в принятии решений на общем собрании акционеров

1. Дают ли все акции одинаковое право голоса, т.е. одна акция равна одному голосу? Или же некоторые категории акций имеют бóльшие права при голосовании?
2. Возможно ли голосование по почте?
3. Возможно ли голосование по доверенности?
4. Сколько составляет кворум на общем собрании акционеров?
5. Какое большинство голосов необходимо для принятия решений на общем собрании акционеров? Необходимо ли квалифицированное большинство (например, 66% или 75%) для принятия некоторых особо важных решений? Если да, то приведите примеры.
6. Каким образом акционеры получают информацию о проведении общего собрания акционеров? Через газеты (какие — национальные, региональные и т.п.) или письмами в адрес акционеров?

Наблюдательный совет (совет директоров в России) и правление

1. Есть ли в составе наблюдательного совета независимые члены? Насколько это распространено?
2. Есть ли представители трудового коллектива в составе наблюдательного совета или правления? Если да, то сколько? Требуется ли это по закону?
3. Сколько обычно составляет срок полномочий генерального директора компании?
4. Может ли наблюдательный совет, правление или трудовой коллектив предотвратить скупку акций внешними инвесторами?

Права мелких акционеров

1. Может ли достаточно большое число мелких акционеров выбрать члена наблюдательного совета? Достаточно ли иметь 51% голосов, чтобы выбрать члена наблюдательного совета?
2. Дает ли обладание 33% акций какие-то особые права их владельцу (например, наложение вета на определенные решения наблюдательного совета или правления, право выбрать члена наблюдательного совета и т.п.)?
3. Могут ли мелкие акционеры подать в суд иск на определенные решения руководящих органов (*oppressed minority rule*)?

4. В случае увеличения капитала имеют ли акционеры право преимущественной покупки акций новой эмиссии (и только если они откажутся от покупки, акции могут быть проданы третьим лицам)?

Раскрытие информации и мониторинг

1. Выше какого порога владения акциями закон требует раскрытия информации об акционере? (5%, 10%, 33%, 50%?)
2. Допускаются ли т.н. номинальные владельцы акций и требуется ли по закону раскрытие информации о реальном владельце акций?
3. Необходима ли по закону подача предложения на покупку остальных акций, если акционер превысил определенный порог владения акциями (например, 33% или 50%)?
4. Как часто компании, котирующиеся на бирже, а также все остальные должны публиковать свои финансовые отчеты (ежегодно, раз в полгода ежеквартально)? Является ли правовое регулирование котирующихся компаний более жестким, чем не котирующихся?
5. Раскрывается ли в финансовых отчетах или где-либо еще информация о членах правления и наблюдательного совета по заработной плате, премиям и владении акциями?
6. Должен ли по закону проводиться независимый аудит акционерных обществ?

Прочее

1. Отличается ли курс акций на бирже от цен на акции во внебиржевом обороте? Насколько значительное количество акций находится во внебиржевом обороте?
2. Существуют ли положения законодательства, напрямую запрещающие сговор между менеджерами и третьими лицами с целью оказания влияния на курс акций? Если да, то каковы меры наказания? Штраф, запрет занимать руководящие посты в течение определенного времени, тюремное заключение?
3. Существуют ли положения законодательства, напрямую запрещающие использование конфиденциальной информации лицами, вовлеченными в торговлю акциями (инсайдерская торговля)? Если да, то каково наказание?
4. Существует ли независимый реестр акционеров? Как он называется? Кто отвечает за информирование реестра акционеров об изменениях (выше определенного порога) — компания или акционеры?
5. Насколько серьезно соблюдаются законы, регулирующие перечисленные выше сферы?
6. Требуется ли по закону выплачивать определенный процент прибыли компаний в качестве дивидендов?