

ГЛОБАЛЬНЫЙ ФИНАНСОВЫЙ КРИЗИС И КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

А. А. ЯКОВЛЕВ, Ю. А. ДАНИЛОВ, Ю. В. СИМАЧЕВ

Институт анализа предприятий и рынков ГУ–ВШЭ

В статье проанализированы проблемы и новые вызовы для корпоративного управления, выявившиеся в контексте глобального экономического кризиса 2008–2009 гг. Показаны причины постепенного накопления неэффективности крупных корпораций, действующих на глобальных рынках. Обосновывается сходство между современными глобальными компаниями с их распыленной структурой собственности и советскими «общенародными» предприятиями — в силу отсутствия в обоих случаях ответственного собственника с долгосрочными интересами. Выдвигается тезис о необходимости поиска новых форм организации крупного бизнеса. В этом контексте охарактеризованы преимущества и слабые стороны корпоративного управления в российских компаниях.

Ключевые слова: корпоративное управление, мировой финансовый кризис, глобальные корпорации, советское «общенародное» предприятие, искажение мотивации менеджеров и акционеров.

Последние прогнозы Всемирного банка и МВФ отличаются оптимизмом: по уточненным оценкам экспертов этих организаций, в 2010 г. мировой ВВП может вырасти на 3% и даже более [Global..., 2010]. Основные риски, которые могут затормозить выход из глобального кризиса, — преждевременное сворачивание программ господдержки (хотя избыточная накачка экономики

деньгами также чревата надуванием пузыря).

Однако традиционный «макрровзгляд» на нынешний кризис не учитывает важные обстоятельства, связанные с поведением компаний. Причины кризиса заключались не просто в перегреве экономик развитых стран и (или) накоплении плохих долгов. По нашему мнению, одной из существенных

Статья подготовлена с использованием результатов, полученных авторами в рамках Программы фундаментальных исследований ГУ–ВШЭ в 2009–2010 гг. и представляет собой часть третьего Национального доклада по корпоративному управлению. Авторы признательны за высказанные замечания и комментарии Я. Ш. Паппэ, Л. М. Фрейнкману, Р. И. Капелюшникову, И. А. Розинскому, Т. Г. Долгопятовой, Г. И. Колесникову, А. Ф. Якушину и двум анонимным рецензентам. Авторы также благодарны С. А. Поршакову из Национального совета по корпоративному управлению и А. А. Шаститко из Фонда «Бюро экономического анализа» за поддержку данного исследования.

© А. А. Яковлев, Ю. А. Данилов, Ю. В. Симачев, 2010

причин кризиса стала неэффективность крупных корпораций, которые долгое время принимали на себя избыточные риски и скрывали неудачные результаты реализуемых проектов. Эта неэффективность проявилась не только в России, но и во всем мире. Именно поэтому в настоящее время встает вопрос: на какие модели корпоративного управления следует ориентироваться российским фирмам и российским регуляторам?

В данной статье мы с критических позиций анализируем ту реакцию на кризис, которую в сфере корпоративного управления пока демонстрируют международные организации и национальные регуляторы. Мы исследуем объективные предпосылки формирования той модели публичной корпорации, которая в течение последнего десятилетия рассматривалась в качестве «целевого ориентира» компаниями и правительствами стран с развивающимися и переходными экономиками.

В статье показано, что доминирующим среди международных экспертов является суждение о том, что ключевым фактором негативных тенденций в корпоративном развитии была система стимулов для менеджмента, характерная для сложившейся модели публичной корпорации и ориентированная на краткосрочные финансовые результаты деятельности компаний. Однако, по нашему мнению, наряду с данным фактором существенную роль в искажении мотиваций в корпоративном секторе сыграло распыление структуры собственности и размывание позиций «принципала», который в теории противостоит менеджменту-«агенту» и в споре с ним должен отстаивать долгосрочные интересы развития бизнеса.

Мы выделяем последствия этого процесса для корпоративного сектора и аргументируем тезис о недостаточности мер, предпринимаемых регуляторами, и неизбежности поиска новых форм организации крупного бизнеса — поиска, который будет идти через эксперименты, сочетающие в себе элементы различных моделей, и с

высокой степенью вероятности приведет к появлению более сложных механизмов корпоративного управления.

В заключении статьи охарактеризована специфика России. Наряду с преимуществами, которые в контексте кризиса могут быть связаны с высококонцентрированной структурой собственности, также обозначены институциональные барьеры, ограничивающие возможности развития и успешной конкуренции на глобальных рынках для российских компаний.

1. Кризис и реакция регуляторов в сфере корпоративного управления

Мировой финансово-экономический кризис 2007–2009 гг. выявил существенные слабости сложившихся в последние десятилетия экономических институтов. Институты корпоративного управления также оказались неадекватны реалиям современной экономики. Эта неадекватность, на первый взгляд, проявляется прежде всего в формировании *ложных стимулов корпоративного развития*. Формирование таких стимулов происходило в силу ряда причин.

В частности, имело место углубление «агентской проблемы» — традиционного противоречия между преимущественно краткосрочными интересами менеджеров и долгосрочными интересами собственников-акционеров. Нарастание этой проблемы проявлялось в относительном падении эффективности и накоплении рисков в деятельности крупнейших международных компаний, причем такое падение эффективности и такие риски были не видны для внешних инвесторов, что создавало иллюзию стабильности и общего снижения рисков в экономическом развитии. Считается, что механизмы, обеспечивавшие углубление данного противоречия, были весьма разнообразны: это и система стимулирования менеджеров, и система расчета достаточности собственного капитала и/или безопасности уровня долговой нагрузки, и система риск-менеджмента, ор-

ганизация работы совета директоров, реализация прав акционеров, и, возможно, система учета обязательств по производным инструментам.¹ Среди этих механизмов, по общему мнению, ведущую роль играла сложившаяся в последние годы *система стимулирования менеджеров*, ориентированная на сугубо краткосрочные интересы и исключавшая из рассмотрения иные ориентиры, кроме роста капитализации корпорации в краткосрочном периоде (как правило, годовом).

Сдвиг в практике корпоративного управления в сторону названных выше механизмов, порождавших ложные стимулы, имел определенные объективные предпосылки. По нашему мнению, этот сдвиг был связан с последствиями азиатского кризиса 1997 г., когда очевидной стала неэффективность системы, основанной на преимущественно банковском финансировании корпоративного сектора. В условиях слишком тесного взаимодействия и персонального сращивания с нефинансовыми корпорациями банки оказались неспособны к объективной оценке финансового состояния крупных заемщиков, что привело к накоплению плохих долгов и стало одной из причин кризиса в Южной Корее и ряде других стран.

Ответом на этот «провал рынка» в сфере корпоративного управления стало смещение акцентов в пользу альтернативной модели, исторически характерной для Великобритании и США и предполагавшей оценку компании через механизмы фондового рынка. Теоретической основой для такого сдвига стали многочисленные работы, рассматривавшие фондовый рынок

как объективный независимый механизм, не подвластный манипулированию со стороны инсайдеров и тем самым более эффективно защищающий права и интересы сторонних инвесторов (аутсайдеров).

Начало теоретических исследований такой функции фондового рынка, как объективная оценка инструментов, предприятий и/или инвестиционных проектов, в известной мере связано с появлением работы [Arrow, 1964]. Исследования оценок предприятий со стороны банков и рынков продолжались в рамках теории асимметрии информации (см.: [Stiglitz, Weiss, 1981; Mishkin, 1991]). Определение цены финансовых активов в дальнейшем традиционно включалось в число основных функций фондового рынка. Это стало «общим местом» экономической теории, войдя в учебники (см., напр.: [Фабоцци, 2000, с. 16–17]). Особенности проявления этих функций в условиях развивающихся финансовых рынков были исследованы Дж. Стиглицем [Stiglitz, 1993].

Как было показано в более поздних работах, полноценная реализация функции оценки возможна при наличии таких предпосылок, как эффективная защита инвесторов и применение передовых стандартов корпоративного управления [Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1998]. При этом было установлено, что в странах, где регулирование обеспечивает необходимый уровень раскрытия информации, менеджеры эмитентов подвергаются постоянному давлению со стороны фондового рынка [Easterbrook, 1997]. Было также установлено, что наиболее эффективно такое регулирование действует в странах с системой общего права. В странах с системой континентального права оно менее действенно, но его внедрение заметно повышает эффективность регулирования [Lopez-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997].

Анализ опыта азиатского кризиса 1997 г. позволил сделать вывод о том, что индикаторы защиты инвесторов и качества правоприменения могли бы служить наиболее эффективными прогнозными показателями

¹ В докладе ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы» были выделены следующие основные проблемы корпоративного управления, наиболее ярко проявившиеся в ходе кризиса (приводятся в той же последовательности, что и в докладе): компенсационные системы; системы риск-менеджмента; организация работы совета директоров; реализация прав акционеров [OECD, 2009].

уровня падения национальных рынков в период кризиса [Johnson et al., 1999]. Исследования последствий азиатского кризиса также привели к укоренению представления о том, что фондовый рынок является более адекватным (по сравнению с банками) механизмом обеспечения инвесторов полным знанием об объекте инвестирования [Allen, Gale, 1999].

Одним из следствий восприятия результатов этих исследований практиками бизнеса стало своего рода «возвышение» показателя капитализации, а также его становление с конца 1990-х гг. в качестве основного интегрального показателя успешности корпоративного развития. При этом считалось, что если показатель прибыли может быть подвержен манипулированию со стороны инсайдеров, то на капитализацию они повлиять не могут, так как капитализация есть оценка, сделанная множеством участников рынка.

Однако в теоретических работах, в которых в качестве интегральной оценки успешности развития корпорации указывалась долгосрочная относительная динамика капитализации, одновременно указывались и те предпосылки, при которых возможно корректное использование данного показателя. Необходимым условием этого, в частности, является полная информационная эффективность фондового рынка (сильная форма эффективности рынка), которая, как известно, практически никогда не достигается в реальности. Существовавшие же в реальности полусильная, и особенно слабая форма информационной эффективности фондового рынка² порождали значительные искажения, которые неизбежно отражались в динамике капитализации. Тем не менее широкое использование показателя капитализации

для оценки результатов деятельности компаний привело к тому, что эти особенности, очевидные для теоретиков, как правило, игнорировались в бизнес-практике.

Каждый кризис предоставляет возможность внести дополнительный вклад в понимание природы экономических процессов. Кризис 1997–1998 гг. помог понять, что банки не могут самостоятельно и эффективно давать адекватную оценку стоимости бизнеса ([Allen, Gale, 1999; Rajan, Zingales, 1998; Demirguc-Kunt, Maksimovic, 1998]). Результатом этого стал вывод о том, что оценка со стороны рынка, воплощенная в капитализации, более объективна. Следует отметить, что внедрение капитализации в качестве интегральной оценки эффективности корпоративного развития было простимулировано стремлением к повышению ответственности менеджеров за результаты деятельности корпорации, а также к объективности оценок их вклада в корпоративное развитие. Кризис 2007–2009 гг. подводит к выводу о том, что и оценка стоимости корпорации только со стороны рынка тоже может быть недостаточно объективной, односторонней.

Последние два года, сопровождавшиеся чередой корпоративных скандалов и банкротств на развитых рынках, наглядно показали, что без решения выявившихся проблем корпоративного управления невозможен полноценный выход из финансово-экономического кризиса. Для этого в глобальном контексте в области корпоративного управления требуется решение двух ключевых задач:

- переход от краткосрочного целеполагания и стимулирования к долгосрочному, сопоставимому с длиной экономического цикла;
- расширение пространства корпоративных отношений с включением в их рамки и учетом интересов всех ключевых стейкхолдеров, а не только традиционных участников в лице акционеров и менеджеров.

«Провалы» применяемых на практике методов и инструментов корпоративного

² Сильная, полусильная и слабая формы эффективности фондового рынка понимаются нами в соответствии с определениями Ю. Фамы и его последователей. Гипотеза эффективного рынка была впервые сформулирована американским экономистом Ю. Фамой в его диссертации 1960 г. [Fama, 1965].

управления осознаются мировым сообществом. Так, в докладе ОЭСР «Финансовый кризис и корпоративное управление: ключевые выводы и основные направления работы» сформулированы достаточно четкие подходы к решению проблем в ряде важнейших областей, таких как система компенсаций, риск-менеджмент, реализация прав акционеров [OECD, 2009]. В свою очередь «Принципы лучшей практики в области вознаграждений. Стандарты внедрения», подготовленные Советом по финансовой стабильности для Питтсбургского саммита G20, дают пример практического применения этих подходов [FSB..., 2009].

Вместе с тем в оценке провалов в сфере корпоративного управления пока доминирует следующая позиция: сформировавшиеся в последние десятилетия и кодифицированные в документах ОЭСР принципы корпоративного управления не нуждаются в изменении, так как в них уже заложены подходы по преодолению выявленных проблем. Основной задачей является надлежащее применение принципов корпоративного управления.

Так, в уже упоминавшемся докладе ОЭСР, опубликованном в июне 2009 г. и посвященном влиянию финансового кризиса на корпоративное управление, а также анализу причин неэффективности отдельных ведущих подсистем корпоративного управления (в частности, системы вознаграждения и системы риск-менеджмента) и их влияния на разрастание финансового кризиса, утверждается: «Не существует потребности в ревизии принципов ОЭСР (в области корпоративного управления). Принципы обеспечивают хорошую основу... для достижения целей (корпоративного управления). Наиболее срочный вызов состоит в поддержке эффективного применения уже согласованных стандартов» [OECD, 2009, p. 7].

Иными словами, проблема заключается не в теоретических представлениях о том, каким должно быть корпоративное управление, а в практической реализации

сформулированных рекомендаций по использованию лучшей практики корпоративного управления. И хотя некоторые международные эксперты высказываются за корректировку отдельных стандартов³, в целом предполагается, что сама сложившаяся «идеальная модель» корпоративного управления и теоретические основы, на которых она базируется, неизменно верны.

В этой логике с точки зрения базовой для корпоративных отношений «агентской проблемы» общая направленность мер по совершенствованию корпоративного управления в настоящее время сводится к регламентации действий и ужесточению контроля за менеджерами («агентами») со стороны регуляторов, действующих в интересах акционеров («принципалов»). Следует подчеркнуть, что такие меры не являются новыми, — в таком же ключе была сформулирована и реализована на политическом уровне реакция на кризис, порожденный банкротством компании Enron в 2001 г.

2. Капитализация как индикатор успеха, рост компаний и мотивация собственников

Названные в предшествующем разделе меры представляются разумными. Однако, на наш взгляд, выявившиеся в условиях кризиса проблемы корпоративного управления являются более глубокими и указанных выше мер может быть недостаточно для их решения.

Следует подчеркнуть, что такая ситуация характерна не только для сферы корпоративного управления. Предпринимаемые

³ Например, наиболее авторитетный специалист ОЭСР в области корпоративного управления Г. Киркпатрик считает, что принципы корпоративного управления ОЭСР должны быть пересмотрены в таких ключевых областях, как надзор совета директоров и риск-менеджмент [Kirkpatrick, 2009, p. 2]. Однако и он не ставит вопрос более широко: насколько сложившаяся система стандартов в области корпоративного управления отвечает сегодня и будет отвечать в ближайшее десятилетие реалиям экономической жизни?

меры по разрешению кризиса, в целом эффективные с точки зрения выхода мировой экономики из финансово-экономического кризиса, тем не менее крайне слабо затрагивают те фундаментальные причины, которые лежат в основе текущего кризиса и будут оставаться причинами подобных и более глубоких кризисов в будущем, при этом многие из них в той или иной мере связаны с финансовой сферой.⁴ Как было показано в работах Г. Б. Клейнера, кризис системы корпоративного управления имеет общие причины с системным финансово-экономическим кризисом [Клейнер, 2010]. Проблемы корпоративного управления, наглядно проявившиеся в условиях кризиса, проистекали не только из возросшего оппортунизма менеджеров, но и из *существенного ослабления позиций собственников*, размывания самой этой категории участников корпоративного управления.

Необходимо подчеркнуть, что слабость позиций акционеров уже отмечалась в литературе. Так, В. Л. Тамбовцев пишет: «Множественность „центров власти“ в современных корпорациях означает, что цели, стратегии и действия последних зависят от множества стейкхолдеров, являются результатом согласования их интересов» [Тамбовцев, 2008, с. 12]. Другие авторы обуславливают ослабление возможностей влияния акционеров на деятельность ком-

паний отсутствием реальной ответственности советов директоров за принимаемые ими решения ([Montgomery, Kaufman, 2003; Бухвалов, 2006]). Однако здесь мы хотим обратить внимание не на процедуры принятия решения и разные возможности влияния на них для различных категорий участников корпоративных отношений. В фокусе нашей работы — процесс активного распыления (деконцентрации) собственности в рамках сложившейся в последние 10–15 лет глобальной модели публичной компании.

Этот процесс носил объективный характер и был обусловлен логикой конкуренции за привлечение финансовых ресурсов. Приобретение фирмой X статуса публичной компании, связанное с определенными стартовыми издержками и необходимостью последующего раскрытия информации, давало этой фирме доступ к более дешевым финансовым ресурсам и обеспечивало более благоприятные возможности для развития. Но эти возможности не были исключительными — компании-конкуренты также могли приобрести их, выйдя на фондовый рынок. В результате фирма X могла эффективно реализовать это временное конкурентное преимущество в доступе к финансовым ресурсам только в рамках стратегии быстрого роста — как на собственной производственной базе, так и за счет слияний и поглощений (M&A), особенно с использованием кредитных ресурсов.⁵

При этом очевидно, что с точки зрения демонстрации быстрого результата M&A оказывались предпочтительнее. Более того, отказ от такой стратегии был чреват рисками утраты собственного бизнеса — в логике «если не куплю я, то купят меня». Однако подобная стратегия перманентной

⁴ В этой связи следует упомянуть доклад «Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность решений», подготовленный Институтом посткризисного мира на основе опроса 223 экспертов из 51 страны мира. Один из выводов данного доклада таков: «Все это делает практически неизбежным наступление ярко выраженного цивилизационного кризиса в ближайшие 10–15 лет. Острая форма разрешения этого кризиса по своим разрушительным последствиям была бы сравнима с последствиями мировой войны... Есть все основания предполагать, что последующие кризисы, являющиеся этапами глобального цивилизационного кризиса, также будут проявляться в первую очередь в финансовой сфере» [Финансовая архитектура..., 2009, с. 81–82].

⁵ Следует подчеркнуть, что причинами активизации выхода компаний на фондовый рынок и использования возможностей M&A были не только стимулы менеджеров — важнейшей фундаментальной причиной этих процессов мы считаем возросший уровень конкуренции, ставший следствием процессов глобализации.

экспансии (под которую, в свою очередь, подстраивались механизмы внешней оценки компаний аудиторами и рейтинговыми агентствами и система стимулов для менеджмента) неизбежно требовала привлечения все большего объема финансовых ресурсов, что создавало стимулы к проведению новых дополнительных размещений акций и вело к размыванию пакетов существующих акционеров.

Причины, побуждающие корпорации становиться публичными, проводить IPO и SPO, в последние 10–12 лет активно обсуждаются в литературе. При этом, как правило, выделяются четыре основные цели IPO:

- 1) рост стоимости корпорации (снижение стоимости капитала и стоимости привлечения капитала);
- 2) получение инсайдерами денег за продаваемую часть пакета своих акций;
- 3) облегчение деятельности по слияниям и поглощениям и усиление позиций корпорации в таких сделках;
- 4) достижение стратегических целей развития (повышение общественного признания и репутации, распыление собственности, получение «преимуществ первопроходца» и т. д.) [Brau, Fawcett, 2006].

Такая классическая цель, как повышение капитализации корпорации (которая изначально определялась как рост стоимости капитала компании, а затем была выражена в категориях снижения стоимости привлечения капитала), впервые была сформулирована еще в 1963 г. Ф. Модильяни и М. Миллером [Modigliani, Miller, 1963]. Впоследствии она была переформулирована С. Майерсом в терминах теории асимметрии информации (см.: [Myers, 1984; Myers, Majluf, 1984]).

Выход корпорации на публичный рынок посредством IPO создает возможности для инсайдеров частично выйти из капитала корпорации, конвертировав часть своих активов в максимально ликвидную форму, т. е. обменяв акции на деньги. Поэтому они заинтересованы в проведении компа-

нией IPO не только как аффилированные лица, интересы которых совпадают с интересами компании, но и как носители интереса получения персонального дохода (см., напр.: [Black, Gilson, 1998; Brau, Francis, Kohers, 2003; Mello, Parsons, 2000; Zingales, 1995]).

В последние годы усилились исследования важности IPO для процессов слияний и поглощений, которые стали все более активно применяться в ходе конкурентной борьбы, и, как мы показали выше, этот процесс совершенно объективен. Л. Зингалес утверждал, что IPO является первым шагом для получения компанией привлекательной цены в ее поглощениях, которые могут произойти впоследствии [Zingales, 1995]. Авторы работы [Brau, Francis, Kohers, 2003] пришли к выводу о том, что публичность акций компании может стать дополнительной «валютой» в процессах поглощений, причем как в тех, в которых данная компания выступает субъектом поглощения, так и в тех, где она сама поглощает другие компании.

Осуществление IPO может преследовать достижение и других стратегических целей развития. Такими целями могут быть: расширение базы собственников компании [Chemmanur, Fulghieri, 1999], т. е. распыление корпоративной собственности; повышение общественного признания и репутации [Maksimovic, Pichler, 2001]. В ряде случаев (например, когда на публичный рынок выводятся акции предприятий из отрасли, представленной ранее исключительно закрытыми компаниями) такой целью может выступать получение «преимуществ первопроходца» [Maksimovic, Pichler, 2001], в том числе повышение компанией доли в общем объеме инвестиций, привлекаемых в страну, отрасль или регион. Кроме того, замечено, что аналитики инвестиционных банков и брокерских контор, как правило, повышают рекомендации по акциям, прошедшим IPO [Bradley, Jordan, Ritter, 2003], что приводит к дополнительному росту курса таких акций.

Начало системному исследованию проблемы мотивации корпораций, выходящих на IPO, было положено статьей [Pagano, Panetta, Zingales, 1998]. В числе ее выводов — вывод о том, что основным фактором, влияющим на вероятность принятия решения об IPO, является отраслевое соотношение рыночной и балансовой стоимости компании. Вторым по значимости фактором осуществления IPO является размер компании: чем больше размер компании, тем выше вероятность того, что она станет публичной. Авторы также установили, что в условиях континентальной Европы существует достаточно устойчивый баланс позитивных и негативных последствий осуществления IPO в поведении корпораций. Важнейшим позитивным результатом они считают удешевление кредитных ресурсов, привлекаемых корпорациями после IPO: ставка процента для них снижается, а количество банков, предоставляющих кредит, возрастает. В качестве отрицательных последствий они рассматривают сокращение рентабельности корпораций и их инвестиционной активности, наблюдаемое в течение трех лет после IPO. Однако, учитывая, что такие последствия не фиксируются в США, авторы делают следующее предположение: данный факт связан с тем, что на IPO в континентальной Европе выходят, как правило, более крупные и более старые компании, чем в США. Более старые и более крупные компании используют IPO для реструктуризации своего баланса в целях придания ему большей устойчивости после периодов бурного роста, основанного на интенсивной инвестиционной деятельности. Более молодые и относительно более мелкие компании используют IPO для финансирования своих инвестиционных проектов [Pagano, Panetta, Zingales, 1998, p. 29, 61]. Следует отметить, что аналогичный вывод примерно в то же время был сделан и применительно к условиям США [Mikkelsen, Partch, Shah, 1997]. В развитие исследований мотивации выхода на IPO авторы работы [Brau, Fawcett, 2006], опросив 336 финансовых директоров, пришли к выводу о том, что главным на-

чальным мотивом выхода на IPO является облегчение процессов слияния корпораций [Brau, Fawcett, 2006, p. 399].

Таким образом, мы видим, что слияния и поглощения стали одной из важнейших причин обретения компаниями публичного статуса. Одновременно объективно возрастает роль показателя капитализации, равно как и значимость максимизации капитализации (в том числе по причине получения лучших переговорных позиций в процессах слияний и поглощений). Поэтому описанное выше возрастание роли показателя капитализации является, кроме всего прочего, следствием активизации процесса выхода корпораций в сектор публичных компаний.

3. Феномен «общенародного предприятия» на глобальном рынке и потребность в новых моделях организации крупного бизнеса

Как было показано в предыдущем разделе, по мере развития конкурентной гонки в сфере M&A крупные доминирующие акционеры постепенно превращались в миноритариев — с соответствующим изменением их целей и горизонта интересов. В этой связи можно отметить, что для доминирующих акционеров, как правило, характерны долгосрочные цели развития бизнеса, и они могут рассматриваться как выразители (носители) интересов всей компании.⁶

⁶ В данном случае мы исходим из представлений об интересах доминирующих акционеров, общепринятых в литературе по корпоративному управлению. Вместе с тем в реальности возможны ситуации, когда доминирующий собственник заставляет менеджмент принимать решения, принципиально ориентированные на краткосрочную перспективу (например, когда он одновременно является собственником конкурирующего предприятия). В литературе также предлагаются альтернативные подходы, рассматривающие предприятие как «непрерывно и неограниченно существующий автономный субъект экономики», интересы которого не сводятся к интересам его собственников или стейкхолдеров (см.: [Клейнер, 2004]).

Напротив, для миноритариев более типична забота о стоимости своего пакета акций на кратко- и среднесрочном горизонте, особенно в условиях слабой или неэффективной защиты их прав.⁷ Миноритарии объективно не обладают достаточными возможностями для контроля за действиями менеджмента, и одновременно на них начинает сказываться «проблема безбилетника», так как плоды их возможных усилий по повышению эффективности компании в значительной степени достанутся не им, а другим акционерам, которые не понесли ради этого никаких затрат.

Тем самым ценой повышения эффективности компаний, достигавшегося в кратко- и среднесрочном периоде после выхода на фондовый рынок, становилось постепенное исчезновение «принципала», который в идеальной модели должен в споре с «агентом» формулировать и отстаивать долгосрочные интересы развития бизнеса.

Это процесс протекал в течение последних 15–20 лет на фоне глобализации финансовых рынков, объективно способствовавшей повышению активности процессов слияний и поглощений, и не имел существенных страновых и региональных различий. Вместе с тем характерно, что кризис 2008–2009 гг. начался именно в США, где данные тенденции ослабления позиций крупных акционеров стали проявляться раньше, чем в других странах.

⁷ Именно так чаще всего обстоит дело в корпорациях развивающихся рынков, где уровень защиты инвесторов низок, а доли пенсионных инвестиций незначительны (в том числе и как следствие слабой защиты интересов инвесторов). Вместе с тем мы не оспариваем важность учета интересов миноритарных акционеров, причем с точки зрения не только обеспечения формальной справедливости, заключающейся в защите их интересов как инвесторов, но и общественных интересов. Высокая степень соответствия интересов портфельных инвесторов общественным интересам — это не только общепризнанная теоретическая конструкция (см. обоснование данного тезиса и обзор литературы в [Евстигнеев, 2002, с. 11–16]), но и реальная практика, в том числе российская.

Парадоксальное следствие такого развития заключается в том, что современные глобальные корпорации стали напоминать знакомое нам по советской плановой экономике явление «общенародного предприятия», которое формально принадлежало государству, а реально управлялось менеджерами. В свою очередь, многоступенчатая корпоративная иерархия (когда крупная компания может иметь под собой 10–15 уровней дочерних структур) все более напоминает бюрократическую структуру советских отраслевых министерств — с похожими стимулами для оппортунистического поведения менеджеров среднего звена и отсутствием у первых лиц реальной информации о том, что на самом деле происходит в их бизнесе. Подчеркнем, что эти параллели в данном случае проводятся не для российских компаний, а для глобальных корпораций, действующих на международных рынках и имеющих штаб-квартиры в Нью-Йорке или Лондоне.

Таким образом, проблемы корпоративного управления не сводятся лишь к ложным стимулам на стороне менеджмента. Проблема стимулов (а точнее — проблема краткосрочности интересов) сегодня также присутствует на стороне акционеров. В этом контексте те направления совершенствования корпоративного управления, которые предпринимаются в настоящее время международным сообществом, с известной долей упрощения можно охарактеризовать как попытки реконструкции, воссоздания комплекса интересов мажоритарного собственника в условиях отсутствия самого мажоритарного собственника. Функцию представительства интересов собственника в этих условиях все более берет на себя государство, а защита этих интересов реализуется путем ужесточения и формализации регулирования взаимодействия собственников и менеджеров.

Однако, на наш взгляд, данный подход не решит проблем, выявившихся в ходе кризиса. Государственный регулятор не может заменить частного собственника. Такая постановка вопроса возвращает нас

к старой дискуссии о преимуществах и недостатках разных моделей корпоративного управления. Компании с наличием доминирующего акционера скорее могут обеспечить эффективный контроль за действиями менеджмента, но на кратко- и среднесрочном временном горизонте они, как правило, проигрывают публичным компаниям, привлекающим более дешевые финансовые ресурсы с фондового рынка. В свою очередь, публичные компании с распыленной структурой собственности и контроля сталкиваются с возрастанием оппортунизма менеджеров («агентов») на фоне ослабления позиций акционеров («принципала»). При этом по мере роста масштабов бизнеса перед всеми компаниями встает проблема усложнения структур внутрифирменного управления и снижения их эффективности.

Иными словами, та «идеальная модель» корпоративного управления в рамках публичной корпорации, которая, казалось бы, сложилась в последнее десятилетие и выступала своего рода целевым ориентиром для фирм из развивающихся и переходных экономик, на самом деле не является идеальной.

Кризис 2007–2009 гг. показал, что наряду с бесспорными преимуществами данная модель имеет свои слабые стороны. Атрибутами «идеальной» модели считались более рыночные механизмы регулирования взаимоотношений ключевых участников корпоративных отношений, в том числе стимулирование менеджмента в зависимости от динамики капитализации компании на фондовом рынке, более высокая мобильность менеджмента и работников, меньшая привязка компаний к «локальным сообществам» в силу глобализации их производственной деятельности. Эта модель позволяла привлечь финансирование на более выгодных условиях и обеспечивала быстрый рост компаний. Однако одновременно она усиливала противоречия между краткосрочными интересами менеджмента и долгосрочными интересами развития бизнеса при общем

ослаблении позиций крупных акционеров (в силу размывания их пакетов в ходе многократных IPO и SPO).

Эти противоречия стали одним из ключевых факторов кризиса. Глобальный финансовый кризис показал необходимость *поиска новых моделей организации крупного бизнеса*. И, по нашему мнению, сегодня в сфере корпоративного управления неизбежным будет своего рода «обратное движение маятника» — с восстановлением интереса к *старым механизмам мотивации менеджеров* (материальным и нематериальным), обеспечивавшим привязку их личных интересов к долгосрочным интересам компании. В этом ряду можно отметить не только политику пожизненного (или квазипостоянного) найма, в течение многих десятилетий применявшуюся ведущими японскими фирмами, но также политику «входа снизу», предполагающую возможность продвижения менеджеров на высшие управленческие должности только после успешной работы на низших позициях (используется в Philip Morris, McDonalds и ряде других крупных глобальных компаний).

Наряду с этим вероятен *поиск новых механизмов включения менеджеров в состав акционеров — с созданием у них предпринимательской мотивации*. Как показывает опыт, эксперименты такого рода оказываются успешными лишь тогда, когда топ-менеджеры являются крупными акционерами и в случае падения капитализации компании им есть что терять, а противостоящие им внешние инвесторы не обладают контрольным пакетом, но в то же время не являются миноритариями, которые без больших потерь могли бы продать свои акции на рынке. В этих условиях обе стороны оказываются вынуждены считаться с интересами друг друга. Примерами успешной реализации такого рода подходов является деятельность фонда Iozma по созданию венчурной индустрии в Израиле, а также инвестиции ЕБРР в переходных экономиках. Движение в этом направлении, на наш взгляд, более вероятно для

компаний, сохранивших концентрированную структуру собственности и контроля и готовых пойти на изменение модели своего развития — с ориентацией на венчурные схемы финансирования иницируемых ими новых бизнес-проектов.

Еще одно направление изменений может быть связано с *повышением устойчивости компаний за счет разного рода «альянсов» с ключевыми стейкхолдерами* — не только по линии «акционеры — менеджеры», но и по линиям «акционеры — государство» и «акционеры — работники». Возможный пример такого рода — концерн Volkswagen, который отличается нестандартными механизмами корпоративного управления (с представительством работников и региональных властей в совете директоров) и прошел кризис успешнее других автомобильных компаний. Очевидно, что такие альянсы будут более затратными, но в долгосрочной перспективе они обеспечивают больший баланс интересов ключевых стейкхолдеров и могут стать предпосылкой для повышения устойчивости компании на фоне возросшей неопределенности рынков.

Вместе с тем необходимо сознавать, что все эти старые и новые механизмы взаимодействия имеют «оборотную сторону медали». Они могут стимулировать большую приверженность менеджеров интересам компании, обеспечивать лояльность внешних стейкхолдеров, но они сложнее в управлении и требуют больших затрат, включая длительность согласования и принятия решений. Эти механизмы также оказываются менее гибкими, в особенности в ситуации, когда необходимо принимать болезненные решения, сокращать расходы, менять поставщиков.

4. Некоторые следствия для России

На фоне рассмотренных глобальных тенденций российские компании обладают существенной спецификой. С одной стороны, в большинстве случаев они сохранили концентрированную структуру собственности

и контроля. И их сегодняшним контролирующим акционерам «есть чем делиться» с менеджментом, если думать о стимулах к инициативе и т. д.

Однако в отличие от своих глобальных конкурентов российские компании существуют в качественно ином институциональном окружении. Плохой инвестиционный климат в России резко сокращает временной горизонт, в рамках которого собственник имеет возможность принимать обоснованные решения, препятствует приходу прямых и долгосрочных портфельных инвесторов. Причем вопреки сложившимся представлениям проблема скорее не в качестве российских законов как таковых, а в нестабильности институтов. Ни одна российская компания не может гарантировать реализуемость своих долгосрочных целей — в силу постоянного изменения действующих «правил игры» со стороны государства.⁸ Эта проблема особенно актуальна для крупных компаний государственного сектора.

Хроническая нестабильность «правил игры» в России реализуется в двух измерениях. На политическом уровне все чаще говорится одно («мы хотим инноваций и модернизации», «мы создаем диктатуру закона»), а делается другое (поддержка оказывается социально значимым, но низкоэффективным компаниям, приближенным к власти; закон применяется избирательно и не затрагивает представителей государства). На бюрократическом уровне постоянно иницируется масса новых частных изменений законодательства, которые объясняются благими целями, но по факту ведут к перманентному изменению правил игры. Результатом обеих тенденций является то, что компании не могут выстраивать долгосрочные стратегии и формировать соответствующую систему долгосрочных стимулов, если только отдельная

⁸ Для сравнения: в Китае уровень корпоративного управления не выше российского, но стабильность «правил игры» создает необходимые стимулы для собственников компаний и для инвесторов.

корпорация сама не в состоянии создать для себя благоприятный режим (предпринимая индивидуальные или коллективные действия).

Проблема нестабильности «правил игры» не может быть решена исключительно бизнесом. Это проблема групп интересов, действующих на стороне государства, которые наконец должны осознать разницу между собственными краткосрочными конъюнктурно-политическими целями и долгосрочными целями (приоритетами) развития страны, а также поставить себя в рамки закона.

В отсутствие таких изменений и при сохранении доминирования государства в экономике единственный способ гарантировать стабильность «правил игры» для российских компаний — предпринимать дальнейшие попытки формальной и неформальной интеграции с государством в лице его отдельных представителей. При этом, поскольку Россия уже является частью глобального рынка, российские фирмы — так же, как и их зарубежные конкуренты, — будут участвовать в поиске новых форм организации крупного бизнеса. Но при неопределенности «правил игры» это движение на уровне фирм в России будет идти медленнее, чем в других странах, и в результате мы по-прежнему будем отставать от наших конкурентов.

5. Заключение

Кризис 2008–2009 гг. показал, что модель корпоративного управления, кодифицированная в стандартах ОЭСР и рассматривавшаяся в 2000-е гг. в качестве целевого ориентира фирмами и регуляторами из стран с развивающимися и переходными

экономиками, отнюдь не является идеальной. Серьезные искажения в системе стимулов, которые предопределяли ориентацию крупных фирм — публичных компаний на достижение краткосрочных финансовых результатов без учета рисков, возникающих в долгосрочном периоде, стали одной из внутренних причин глобального финансового кризиса.

Мы показали, что в рамках сложившейся модели глобальных корпораций такие искажения в системе стимулов характерны не только для менеджмента, но и для основных акционеров. Проходя через череду IPO, SPO и M&A, из держателей крупных пакетов они незаметно превращаются в миноритариев — с соответствующим изменением горизонта интересов и мотиваций. По нашему мнению, проблема «исчезновения принципала» пока не осознается в должной мере международными организациями и национальными регуляторами. Однако без ее решения вряд ли можно ожидать, что крупные фирмы как рыночные агенты будут принимать ответственные и адекватные решения. Соответственно, мировые рынки не могут быть застрахованы от повторения кризиса.

Поэтому неизбежным представляется поиск новых, более эффективных форм организации крупного бизнеса. Этот поиск будет опираться на уже существующую нестандартную практику, проходить через эксперименты, сочетающие в себе элементы разных моделей, и с высокой степенью вероятности приведет к появлению более сложных механизмов корпоративного управления. От компаний этот процесс будет требовать большей гибкости и готовности к апробированию новых инструментов и механизмов корпоративного управления.

ЛИТЕРАТУРА

Бухвалов А. В. 2006. Корпоративное управление как реальность. *Российский журнал менеджмента* 4 (1):131–134.

Евстигнеев В. Р. 2002. *Портфельные инвестиции в мире и России: выбор стратегии*. М.: Эдиториал УРСС.

- Финансовая архитектура посткризисного мира: эффективность решений. 2009. М.: Институт посткризисного мира.
- Клейнер Г. Б. 2004. Эволюция институциональных систем. М.: Наука.
- Клейнер Г. Б. 2010. Кризис корпоративного управления и мировой финансовый кризис в свете системной парадигмы. В сб.: *X Международная научная конференция по проблемам развития экономики и общества*. В 3 кн. Кн. 2. М.: ГУ-ВШЭ; 211–219.
- Тамбовцев В. Л. 2008. Стейкхолдерская теория фирмы в свете концепции режимов собственности. *Российский журнал менеджмента* 6 (3): 3–26.
- Фабочки Ф. 2000. Управление инвестициями. М.: ИНФРА-М.
- Allen F., Gale D. 1999. Diversity of opinion and the financing of new technologies. *Journal of Financial Intermediation* 8 (1–2): 68–89.
- Arrow K. 1964. The role of securities in the optimal allocation of risk-bearing. *Review of Economic Studies* 31 (2): 91–96.
- Black B. S., Gilson R. J. 1998. Venture capital and the structure of capital markets: Banks versus stock markets. *Journal of Financial Economics* 47 (3): 243–277.
- Bradley D., Jordan B., Ritter J. R. 2003. The quiet period goes out with a bang. *Journal of Finance* 58 (1): 1–36.
- Brau J., Francis B., Kohers N. 2003. The choice of IPO versus takeover: Empirical evidence. *Journal of Business* 76 (4): 583–612.
- Brau J., Fawcett S. E. 2006. Initial public offerings: An analysis of theory and practice. *Journal of Finance* 61 (1): 399–436.
- Chemmanur T. J., Fulghieri P. 1999. A theory of the going-public decision. *Review of Financial Studies* 12 (2): 249–279.
- Demirguc-Kunt A., Maksimovic V. 1998. Law, finance, and firm growth. *Journal of Finance* 53 (6): 2107–2137.
- Easterbrook F. 1997. International corporate differences: Markets or law. *Journal of Applied Corporate Finance* 9 (4): 23–29.
- Fama E. F. 1965. Random walks in stock market prices. *Financial Analysts Journal* 21 (5): 55–59.
- FSB Principles for Sound Compensation Practices. Implementation Standards. 2009. FSB, 25 September 2009.
- Global Economic Prospects 2010: Crisis, Finance, and Growth. 2010. World Bank: Washington, DC.
- Johnson S., Boone P., Breach A., Friedman E. 1999. *Corporate Governance in the Asian Financial Crisis, 1997–1998*. MIT: Cambridge.
- Kirkpatrick G. 2009. The corporate governance lessons from the financial crisis. *Financial Market Trends* Vol. 2009/1. OECD. <http://www.oecd.org>
- Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. W. 1997. Legal determinants of external finance. *Journal of Finance* 52 (3): 1131–1150.
- Maksimovic V., Pichler P. 2001. Technological innovation and initial public offerings. *Review of Financial Studies* 14 (2): 459–494.
- Mello A. S., Parsons J. E. 2000. Hedging and liquidity. *Review of Financial Studies* 13 (1): 127–153.
- Mikkelsen W. H., Partch M., Shah K. 1997. Ownership and operating performance of companies that go public. *Journal of Financial Economics* 44 (3): 281–308.
- Mishkin F. 1991. Asymmetric information and financial crises: A historical perspective. In: Hubbard G. (ed.). *Financial Markets and Financial Crises*. The University of Chicago Press: Chicago; 69–108.
- Modigliani F., Miller M. 1963. Corporate income taxes and the cost of capital: A correction. *American Economic Review* 53 (3): 433–443.
- Montgomery C. A., Kaufman R. 2003. The board's missing link. *Harvard Business Review* 81 (3): 86–93. (Русск. пер.: Монтомери С. А., Кауфман Р. 2006. Утраченная связь между Советом директоров и акционерами. *Российский журнал менеджмента* 4 (1): 135–146.)
- Myers S. C. 1984. The capital structure puzzle. *Journal of Finance* 39 (3): 575–592.

- Myers S. C., Majluf N. S. 1984. Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *Journal of Financial Economics* **13** (2): 187–221.
- OECD. 2009. *Corporate Governance And The Financial Crisis. Key Findings And Main Messages*. OECD, June 2009. <http://www.oecd.org/dataoecd/3/10/43056196.pdf>
- Pagano M., Panetta F., Zingales L. 1998. Why do companies go public? An empirical analysis. *Journal of Finance* **53** (1): 27–64. (Русск. пер.: Пагано М., Панетта Ф., Зингалес Л. 2009. Почему компании становятся публичными? Результаты эмпирического анализа. *Российский журнал менеджмента* **7** (1): 109–148).
- Rajan R., Zingales L. 1998. Financial dependence and growth. *American Economic Review* **88** (3): 559–586.
- Stiglitz J., Weiss A. 1981. Credit rationing in markets with imperfect information. *American Economic Review* **71** (3): 393–410.
- Stiglitz J. 1993. *Financial Systems for Eastern Europe's Emerging Democracies*. ICS Press: San Francisco.
- Zingales L. 1995. Insider ownership and the decision to go public. *Review of Economic Studies* **62** (212): 425–448.

Статья поступила в редакцию
30 апреля 2010 г.