

Глава II

АКТУАЛЬНЫЕ ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ

Мерритт Б. Фокс¹

(67)

Двенадцать лет назад мы с коллегой Майклом Хеллером опубликовали статью *«Уроки корпоративного управления, извлекаемые из неудач в России»*², заголовком которой отражал безрадостное положение дел в этой сфере. Последующие исследования показали, что с тех пор был достигнут значительный прогресс, по крайней мере с точки зрения соблюдения буквы закона, однако по-прежнему многое еще предстоит сделать³. Спектр вопросов, остающихся нерешенными, до-

¹ Мерритт Б. Фокс, Michael E. Patterson профессор права, NASDAQ профессор права и экономики Школы права Колумбийского университета, Нью-Йорк. Автор выражает признательность Брайану Хэролдсону и Юлии Гусевой за помощь в изучении данной темы.

² Merritt B. Fox & Michael E. Heller, *Corporate Governance Lessons from Russian Enterprise Fiascoes*, 75, *NEW YORK UNIVERSITY LAW REVIEW*, 1720 (2000).

³ К середине прошлого десятилетия появились проблески надежды. См., например: *The National Council on Corporate Governance, Corporate Governance and Economic Growth in Russia (2004)* (далее – 2004 Report); Sergei A. Porshakov, *Recent Corporate Governance Trends in Major Russian Companies*, 1, *Corporate Governance in Russia and Transitional Economies* (2005). Последующие оценки свидетельствуют о дальнейшем прогрессе, однако ситуация все еще далека

статочно широк. В рамках данной главы автор хотел бы поделиться своими соображениями по следующим актуальным проблемам: 1) должна ли на государственные компании распространяться та же практика корпоративного управления, что и на частные; 2) раскрытие информации о бенефициарном праве собственности; 3) выплата дивидендов; 4) принудительное применение требований о раскрытии финансовой и коммерческой информации; 5) роль в корпоративном управлении стейкхолдеров, не являющихся акционерами.

2.1. Разделение вопросов корпоративного управления в государственных и частных компаниях

(68)

Почти треть крупнейших компаний России находится под контролем государства путем прямого или косвенного владения акциями¹. Большая часть дискуссий по вопросам корпоративного управления в России касается именно этих компаний². Как представляется, проблемы корпоративного управления в госкомпаниях существенно отличаются от тех, которые возникают в других российских компаниях. Поэтому исследования, в которых не проводятся различия между этими двумя типами компаний, ведут к значительному искажению выводов о том, какая модель

от идеальной. См.: Olga Lazareva, Andrei Rachinsky & Sergey Stepanov, A Survey of Corporate Governance in Russia. См.: /CEFIR/ NES Working Paper No. 103/ (2007); John Bowker, Russia Held Back by Corporate Governance Weakness: Fund, Reuters, September 10, 2010. См.: <http://www.reuters.com/article/2010/09/10/usrussiainvestorsidUSTRE6893BO20100910>; R. Pathak, Corporate Governance in Russia: A Report (2011). См.: SSRN<[papers.cfm?abstract_id=1782684](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1782684)>.

¹ Standard & Poor's, Transparency and Disclosure by Russian Companies 2010. См.: http://www.vedomosti.ru/research/getfile/429/613_T%26D_Russia_2010_ENG.pdf.

² Профессиональный обзор роли государства, тенденций и основных проблем в управлении российскими госкомпаниями, а также правовой модели государственной собственности см. в работе: Carsten Sprenger State Ownership in the Russian Economy: Its Magnitude, Structure and Governance Problems. http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1311223 (2010).

корпоративного управления в большей мере отвечает интересам негосударственных компаний¹. Чрезвычайно важно достичь ясности в отношении наиболее оптимальных методов корпоративного управления для частных компаний, поскольку на них приходится 60% капитализации российского фондового рынка². Скорее всего, именно они станут основным источником инноваций, стимулирующих экономическое развитие России, поскольку добыча нефти, газа и природных ископаемых рано или поздно неизбежно исчерпает себя как источник роста.

2.1.1. Значение корпоративного управления

(69)

Смысл корпоративного управления заключается в структурировании процесса принятия решений, касающихся выбора компанией новых инвестиционных проектов и управления существующими проектами. Значительный акцент при этом делается на факторы, влияющие на решения руководителей высшего звена компании. Несмотря на важность систем внутреннего контроля для эффективного функционирования компании, сами по себе они не связаны с корпоративным управлением. Скорее, они относятся к инструментам качественного управления, необходимым любой организации, будь то министерство, коммерческая или некоммерческая организация, для обеспечения ее работы в соответствии с целями, поставленными исполнительным руководством.

Как правило, оценка корпоративного управления компаний включает два аспекта. Во-первых, это эффективность компании как создателя стоимости, т.е. ее способность возвращать обществу более ценные ресурсы, чем она получает от него. Во-вторых, это справедливое обращение с теми, кому приходится взаимодействовать с компанией на долгосрочной основе, включая миноритарных акционеров.

¹ Пример ученых, полагающих, что в связи со значительной ролью государства в управлении многими российскими корпорациями требуется разработка другой модели для российских компаний, см. в работе: O. Lazareva et al, *supra* note 2.

² C. Sprenger, *supra* note 4, at 10.

2.1.2. Основания для государственного контроля над госкомпаниями

При оценке эффективности корпоративного управления в крупных российских госкомпаниях как создателях стоимости важно прежде всего сосредоточиться на том, почему государство владеет в них контрольными пакетами акций. В типичной госкомпании наличие у правительства доли в ее акционерном капитале не означает, что она не способна привлекать новый капитал какими-либо иными способами, кроме продажи акций государству. Ситуация в России сильно отличается от американской специфики. В США государство в свое время получило контрольные пакеты акций в General Motors и AIG благодаря предоставлению этим компаниям жизненно необходимого им финансирования. Для Российского государства получение и сохранение контроля над госкомпаниями во многом было самоцелью. Правительство заявляло, что владение контрольными пакетами акций в компаниях позволяет ему решать вопросы национальной обороны, регулировать естественные монополии, гарантировать поставки товаров в достаточном количестве, защищать культурные ценности, обеспечивать инфраструктуру с учетом внешних факторов, а также координировать параметры экономического развития¹. Государство стремилось контролировать наиболее крупные госкомпании в стратегически важных отраслях промышленности, однако отказывалось от контроля над компаниями в других секторах экономики².

(70)

Если и существует какая-то оправданная цель, которая заставляет государство владеть контрольным пакетом акций в собственных интересах, то она заключается в том, что государственный контроль может использоваться для увеличения чистого вклада компании в общественное благосостояние в отличие от ситуации, когда ее контрольный пакет акций находится в частных руках. Это очень существенное соображение. Оно означает, что корпоративное управление потерпело

¹Id. at 16.

²Id. at 15.

неудачу не только потому, что практика той или иной компании отличалась от практики другой, эффективно функционирующей компании, где все акционеры являются частными лицами. В действительности проведение подобного рода различий отражает сущность контроля со стороны государства.

Тезис о том, что государственный контроль необходим для увеличения общественного благосостояния, косвенным образом основывается на теории о нарушениях в функционировании рыночных механизмов, которые не могут быть эффективно скорректированы путем регулирования. Иными словами, считается, что компания платит за используемые ею ресурсы меньше их предельной стоимости для общества и получает за производимую продукцию/услуги меньше предельной стоимости этой продукции/услуг для общества. Если бы компания полностью принадлежала частным лицам, подобные ошибки в ценообразовании привели бы к такой ее деятельности, которая не соответствовала бы максимальному чистому вкладу в общественное благосостояние. Исходя из этого делается вывод о том, что более эффективным способом исправления этого несоответствия является установление прямого государственного контроля, а не такие механизмы, как регулирование, сбор налогов и выплата субсидий.

(71)

2.1.3. Важные общественные аспекты функционирования госкомпаний

Деятельность госкомпаний поднимает два важных для общества вопроса. Во-первых, верен ли вышеизложенный постулат применительно к любой госкомпания? Возможно ли, с практической точки зрения, использовать государственный контроль для того, чтобы компания приносила обществу бóльшую пользу, чем в случае, когда она находится в собственности частных акционеров? Во-вторых, даже если это возможно, насколько эффективно управляют компаниями представители государства? В настоящее время именно эти вопросы вызывают наиболее бурные дискуссии вокруг деятельности госкомпаний в России. Основным предметом разногласий является вопрос о степени участия

государства в экономике: следует ли правительству продать принадлежащие ему контрольные пакеты акций во многих или даже всех госкомпаниях или оно должно их сохранить¹? Другой широко обсуждаемой темой является присутствие в советах директоров госкомпаний членов, которых необходимо заменить, поскольку они получили эти должности в результате родственных связей или политической коррупции, и принимают некомпетентные или своекорыстные решения, противоречащие целям, оправдывающим государственный контроль².

(72)

¹ Например, Премьер-министр Владимир Путин недавно заявил, что «доля государства в российской экономике <...> остается достаточно высокой», и выступил в поддержку приватизации основных активов по «структурным» соображениям, в целях «резко повысить конкурентоспособность нашей экономики и открыть путь частной инициативе». По мнению В. Путина, «России нужно больше технологий и меньше коррупции».

<http://blogs.ft.com/beyondbrics/2012/01/30/guestpostbyvladimir-putinrussianneedsmoretechnologyandlesscorruption/#axzz1mgTTh6HG> (2011). Однако в середине 2000-х годов, в период нахождения на посту президента В. Путина, доля государства фактически возросла с приблизительно 30 до 35%. См.: PiotrKozarzewski, Corporate Governance Formation in Poland, Kyrgyzstan, Russia, and Ukraine <papers.cfm?abstract_id=1016064>*/Studies and Analyses No. 347 (2007). Какой бы долей ни владело государство, представляется, что правительство намерено и в дальнейшем оказывать большое влияние на управление деятельностью госкомпаний. Первый вице-премьер И. Шувалов заявил, что назначенные правительством лица будут «профессиональными поверенными», следующим образом определив это понятие: «Независимый директор действует в соответствии со своим видением наивысших интересов развития компании, а профессиональный поверенный действует на основании распоряжений правительства». См.: Denis Dyomkin, Russian Government Says Will Keep Clout on Company Boards, <http://in.reuters.com/article/2011/04/22/idINIndia56524620110422> (2011).

² Например, Президент Дмитрий Медведев призывает к замене правительственных министров в совете директоров многих госкомпаний. Он заявил, что их необходимо заменить лицами, которые были бы «беспристрастными и не подверженными коррупции». D. Dyomkin, *supra* note [4]. В ряде исследований наглядно показано, что члены советов директоров, представляющие правительство в госкомпаниях, часто назначаются в результате кулуарных и непрозрачных процедур. См.: C. Sprenger, *supra* note 4, at 17. Эти проблемы возникают и на уровне менеджеров высшего звена.

2.1.4. Отличия, касающиеся частных компаний

Ни один из этих важных политических вопросов, связанных с госкомпаниями, не имеет ничего общего с проблемами корпоративного управления российских компаний, находящихся в частной собственности. Первый вопрос, касающийся функционирования частных компаний, заключается в том, насколько эффективно функционируют рынки с точки зрения цен на товары, услуги и ресурсы, а также насколько государство способно устранять сбои в рыночных механизмах путем регулирования, сбора налогов и выплат субсидий, а не путем прямого контроля. Второй вопрос затрагивает функционирование политической системы. Проблемы корпоративного управления, с которыми сталкиваются частные компании, в большей степени связаны с правилами, в соответствии с которыми ее основные субъекты, в частности менеджеры и инвесторы, устанавливают отношения друг с другом.

(73)

Можно поспорить, что у государственных и частных компаний, тем не менее, возникают сходные проблемы, связанные со справедливостью их взаимоотношений с теми, с кем им приходится иметь дело в долгосрочной перспективе. Это является нормативным вопросом корпоративного управления. Однако справедливость также связана с соответствием поведения эмитента законным ожиданиям других заинтересованных сторон. Миноритарные акционеры госкомпаний осведомлены о том, что по правилам, продиктованным государством, порядок управления компанией не всегда может отвечать их стратегическим интересам. И если именно так и происходит, этому не следует удивляться, а любые ожидания со стороны миноритариев о невозможности подобного сценария развития событий нельзя считать обоснованными. Следует признать, что, если члены советов директоров, назначенные правительством в результате коррупции, принимают некомпетентные или своекорыстные решения, то в целом политика компании не обязательно продиктована позицией государства. В этом случае миноритариям также не следует удивляться, так как возникшие просчеты, скорее, являются производными факторами политического

процесса, и акционеры несут только «сопутствующий ущерб». Что касается компании, которую правительство решило приватизировать, то ему целесообразно определить для нее модель корпоративного управления, используемую в частном бизнесе. Однако подобные действия государства отражают скорее стремление получить высокую цену на момент продажи своего пакета акций, нежели отказ от идеи о том, что смена владельца происходит в интересах общества.

Учитывая наличие принципиальных различий между функционированием государственных и частных компаний, последующее содержание главы будет посвящено последним.

(74)

2.2. Раскрытие информации о бенефициарном праве собственности и сделках с заинтересованностью

Совершенно очевидно, что корнем всех зол в российском корпоративном управлении являются трудности, связанные с получением информации о бенефициарных собственниках акций компании и о голосовании этими акциями. В этой связи следует вспомнить самые неприятные события, произошедшие в российской корпоративной жизни в течение последних двадцати лет. Речь прежде всего идет о выводе активов, мошенничестве со стороны руководства или крупных акционеров компании и вытеснении миноритариев (после выплаты им минимальной компенсации или вообще без каких-либо выплат) различными методами, например, путем «размывания» акционерного капитала или фиктивного банкротства¹.

¹ 2004 Report, *supra* note 2, at 13, 18, 37–39. Серьезность проблемы проиллюстрирована исследованием лишь одного из многочисленных методов, использовавшихся обладающими контролем лицами для отчуждения активов в свою пользу: контракты с фирмами-однодневками, созданными под конкретную сделку и находящимися в бенефициарной собственности инсайдеров корпорации. Изучив 236 млн банковских сделок, автор одного из исследований пришел к выводу, что на долю отчуждения активов через сделки с фирмами-однодневками приходилось 11,3% российского ВВП в 2003 году и 13,1% – в 2004 году. Maxim Mironov, *Cash Flow Diversion and*

Все эти злоупотребления имеют отношение к сделкам с заинтересованностью, которые можно определить как «сделки, в которых выгоду получает инсайдер, т.е. член совета директоров, менеджер высокого уровня или акционер, обладающий достаточным объемом полномочий (единолично или совместно с другими акционерами) по оказанию влияния на действия компании». Если, как нередко происходит, условия сделки оказываются для компании менее выгодными, чем условия сопоставимой сделки без заинтересованности, то это означает, что инсайдер получил выгоду в ущерб остальным акционерам. Вряд ли удастся серьезно бороться с подобными сделками, стороной в которых (на неудовлетворительных для нее условиях) является публичная компания, пока не будут задействованы эффективные средства раскрытия информации о бенефициарных собственниках контрольного пакета акций, а также о тех, кто имеет значительный интерес с другой стороны сделки.

(75)

2.2.1. Регулирование сделок с заинтересованностью согласно

корпоративному праву Российской Федерации

В Федеральном законе «Об акционерных обществах», принятом в середине 1990-х годов, предусматривались механизмы наведения порядка со сделками с заинтересованностью. Авторы закона исходили из того, что в течение некоторого времени в России судебная система будет оставаться слабой, а судьям будет недоставать опыта в вопросах, связанных с ведением бизнеса¹. В отличие от судов такой юрисдикции, как, например, суд штата Делавэр в США, российские суды никогда не обладали достаточной компетенцией для решения таких сложных задач, как отделение сделок с заинтересованностью, приносящих выгоду компании в целом, от аналогичных сделок, обогащающих инсайдеров в ущерб остальным

Corporate Governance: Evidence from Russia, 28. (2009) <papers.cfm?abstract_id=1357730>.

¹ См.: Bernard Black & Reinier Kraakman, A Self-Enforcing Model of Corporate Law, 109. HARVARD LAW REVIEW, 1911, 1914 (1996).

2.2

Раскрытие информации о бенефициарном праве собственности и сделках с заинтересованностью

заинтересованным лицам. Поэтому в российском законодательстве содержалось требование об утверждении сделок с заинтересованностью большинством (а в случае очень крупных сделок – сверхквалифицированным большинством) голосов незаинтересованных членов советов директоров и/или акционеров¹. Предполагалось, что незаинтересованные стороны отклонят сделки, в отношении которых возникнут сомнения, что их условия будут столь же выгодными для компании, сколь и условия сопоставимой сделки без заинтересованности. В случае несоблюдения этих процедур для признания сделки недействительной несогласному внешнему акционеру было достаточно лишь наглядно доказать суду отсутствие надлежащего утверждения сделки. Считалось, что суду гораздо легче принять решение о том, было ли утверждение сделки правильным, чем решение о ее справедливости с точки зрения интересов компании².

(76)

2.2.2. Сделки с заинтересованностью на практике и проблема раскрытия информации о заинтересованности

Взятый на вооружение подход не оправдал возложенные на него ожидания. В течение длительного времени информация о бенефициарном владении акциями не раскрывалась или, по крайней мере, не была достаточно определенной, чтобы служить достаточным юридическим доказательством в суде. У российских компаний, по крайней мере до недавнего времени, отсутствовали юридические обязательства по предоставлению подобной информации³. В результате акционеру

¹ Федеральный закон «Об акционерных обществах», Федеральный закон №208-ФЗ, статьи 78–83. См. также: V. Black & R. Kraakman, *supra* note 12, at 1916–17. Процедуры, предусмотренные в этих статьях, были несколько ужесточены в поправке, вступившей в силу в 2002 году. Федеральный закон №120-ФЗ.

² V. Black & R. Kraakman, *supra* note 12, at 1916.

³ Сергей Поршаков, писавший в 2005 году, что «недавно небольшая группа эмитентов предоставила информацию о своих бенефициарных собственниках», признает, что такое раскрытие информации является «редким исключением из общего правила, поскольку большинство российских компаний все еще не прозрачны». S. Porshakov,

оказывалось трудно сформулировать свои претензии. Лицо, обладающее значительным нераскрытым бенефициарным правом собственности на акции компании-эмитента, может скрывать тот факт, что является инсайдером, влияющим на ее решения. В ином случае инсайдер, обладающий нераскрытым бенефициарным правом собственности на акции другой стороны сделки, может скрывать этот факт и, следовательно, свою заинтересованность в ней. Даже в случае подтверждения заинтересованности инайдера в сделке и ее официального утверждения акционерами, он может

supra note 2 at 8. В исследовании Национального совета по корпоративному управлению 2004 года подчеркивалось, что внешнему акционеру трудно определить даже зарегистрированных собственников крупных пакетов акций. До недавнего времени в официальных правилах содержалось только требование к эмитенту сообщать Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) о зарегистрированных владельцах пакетов, на которые приходится более 20% выпущенных в обращение акций. Однако даже это скромное правило почти никогда не соблюдалось, поскольку штрафы за его несоблюдение не предусматривались. Более того, ФСФР не была обязана раскрывать широкой общественности какую-либо информацию. 2004 Report, supra note 2, at 50–51. Что касается бенефициарной собственности, то до последнего времени даже ФСФР не предъявляла требования о раскрытии подобной информации. Id. at 50. Непрозрачность структуры собственности была одним из самых серьезных поводов для беспокойства инвесторов относительно норм российского корпоративного управления. Id. at 80. Напряженная работа могла бы предоставить шанс получить представление о структуре бенефициарной собственности российского эмитента. Эта точка зрения отражена в презентации компании Natfa Vostok Investments Ltd, представленной на круглом столе ОЭСР по корпоративному управлению, состоявшемся в Москве 12 ноября 2004 года: «Для получения достаточно точного представления о конечной структуре собственности компаний следует свести воедино действующие в России требования о раскрытии информации, и требования, предъявляемые к отчетности GAAP, а также учесть накопленный опыт расследований, проводимых международными компаниями, и заявления в прессе. Однако для этого требуются время, деньги и усилия». Учитывая, что эту информацию можно было получить лишь в результате существенных затрат, а не путем официального доступа к документам, акционеры были вынуждены отказываться от контроля за соблюдением положений, призванных защищать от сделок с заинтересованностью. Более того, не ясно, признавалась ли информация, полученная в ходе такого поиска, в качестве доказательства в суде.

(77)

2.2

Раскрытие информации
о бенефициарном праве собственности
и сделках с заинтересованностью

нарушить этот процесс, обеспечив голосование в пользу сделки акциями, находящимися в его или ее бенефициарной собственности, а также подсчет этих акций как принадлежащих внешним акционерам. Инсайдер может заниматься подобным обманом, поскольку контролирует подсчет голосов, и часто даже внешние заинтересованные стороны не в состоянии определить личности владельцев акций, проголосовавших в пользу сделки¹.

2.2.3. Правовые реформы, не связанные с раскрытием информации

С момента принятия Федерального закона «Об акционерных обществах» были проведены несколько правовых реформ, непосредственно не связанных с раскрытием информации о бенефициарном владении акциями. Они были направлены на недопущение различного рода незаконных сделок, например, размывания акционерного капитала путем предложения акций по низкой цене исключительно инсайдерам². Однако в целом эти реформы оказались ничем иным, как простым латанием дыр в законодательстве. Безусловно, они могут принести пользу, но не решают проблемы в целом. Поскольку невозможно получить достоверную информацию о бенефициарных собственниках акций российской компании, то не существует и эффективного способа недопущения какого-либо вида сделки с заинтересованностью, которая не была однозначно запрещена. В случае запрета отдельного вида сделок с заинтересованностью изобретательные инсайдеры просто разработают новые способы получения незаконных преимуществ в ущерб другим акционерам.

(78)

¹ Эти проблемы более подробно обсуждаются в работе M. Fox & M. Heller, *supra* note 1, at 1764–65.

² 2004 Report, *supra* note 2, at 13, 39–41.

2.2.4. Необходимость реформ, связанных с раскрытием информации о бенефициарной собственности

Более комплексным решением проблемы представляется набор подкрепленных жесткими санкциями правил, требующих раскрытия информации обо всех ситуациях, когда частное лицо, самостоятельно или как член скоординированной группы, является бенефициарным собственником достаточного количества акций, позволяющих оказывать влияние на деятельность компании. В официальном меморандуме ОЭСР 2005 года, посвященном анализу сделок с заинтересованностью в России, содержится рекомендация принять соответствующие правила, требующие от эмитента раскрытия информации о крупных бенефициарных собственниках¹. Принятую в октябре 2010 года поправку к Федеральному закону «О рынке ценных бумаг», которая содержит требование к эмитентам, зарегистрированным на фондовой бирже, раскрывать информацию о бенефициарных собственниках, как минимум, 5% выпущенных ими акций, можно рассматривать как попытку воплотить рекомендацию ОЭСР в жизнь².

(79)

¹ OECD Policy Options Paper: Improving Transparency of Related Party Transactions in Russia (April 2005).

² Поправка к закону №264-ФЗ от 4 октября 2010 года о внесении изменений в Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» (Федеральный закон №39-ФЗ от 22 апреля 1996 года). Однако не ясно, насколько это законодательство может считаться эффективным. В исследовании Конференции Организации Объединенных Наций по торговле и развитию (ЮНКТАД) от 2010 года указывается на внесение данного изменения в законодательство, однако делается вывод о том, что «многие российские компании по-прежнему не раскрывают своих бенефициарных собственников». UNCTAD Working Group of Experts on International Standards of Accounting and Reporting, Corporate Governance Disclosure in the Russian Federation (2011) at 9, 21. См.: at http://www.unctad.org/sections/wcmu/docs_en.pdf. Исследование 90 крупнейших компаний России, проведенное компанией Standard & Poor's, показало, что в 2010 году 30 компаний раскрывали информацию обо всех бенефициарных собственниках, владеющих более чем 10% выпущенных в обращение голосующих акций, а 46 компаний сообщали о бенефициарных собственниках, владеющих более чем 75% выпущенных в обращение голосующих акций. Standard & Poor's, *supra* note 3, at 11.

Однако необходимо, чтобы режим раскрытия информации распространялся не только на эмитентов, но и на самих бенефициарных собственников. Вполне возможно, что компания-эмитент может и не знать своих крупных бенефициаров. И даже если она их знает, сотруднику правоприменительного ведомства или частному лицу трудно доказать, что эмитенту были известны личности бенефициарных собственников, если компания не раскрывает о них информацию.

Обязательства следует распространить и на тех бенефициаров, отдельно взятые пакеты акций которых недостаточны для оказания решающего влияния на процесс принятия решений в компании, однако владельцы ценных бумаг, скоординировав свои действия, могут его обрести. В этой связи поправка к закону «О рынке ценных бумаг», принятая в октябре 2010 года, имеет большое значение, по крайней мере с точки зрения соответствия букве закона. Лица, являющиеся зарегистрированными собственниками 5% или большей доли голосующих акций, обязаны раскрывать информацию о любом другом лице, контролирующем данного акционера. Лица, совместно с другими владеющие или контролирующие более 5% голосующих акций, также должны сообщать об изменениях размера своего пакета акций. Однако опыт внедрения раздела 13(d) американского закона 1934 года «О ценных бумагах и биржах», содержащего требование к бенефициарным собственникам раскрывать факт владения пяти и более процентами акций, а также разработанные на его основе правила Комиссии по ценным бумагам и биржам и нормы прецедентного права показывают, что распространение обязательств по раскрытию информации на более мелких бенефициарных собственников, образующих контролируемую группу, которая в совокупности соответствует предусмотренному законом пороговому значению, является непростой задачей¹.

Наконец, для обеспечения эффективности процедур защиты компаний от заключения сделок с заинтересованностью на невыгодных для них условиях,

(80)

¹ Louis loss, Joel Seligman & Troy Paredes Fundamentals of Securities Regulation 607–624, 6th ed., 2011.

в Федеральном законе «Об акционерных обществах» должно содержаться требование к физическим и юридическим лицам, обладающим контролирующим объемом бенефициарной собственности, о раскрытии информации в отношении наличия у них заинтересованности в заключаемой сделке.

2.3. Дивиденды

Многие получающие прибыль российские компании не выплачивают дивиденды своим акционерам¹. Что касается компаний, которые это все-таки делают, то среди среди их инвесторов широко распространено убеждение в том, что размер дивидендов не соответствует полученной прибыли².

(81)

2.3.1. Предложения относительно обязательной выплаты дивидендов

Время от времени раздаются требования, в том числе от депутатов Государственной Думы, об обязательной выплате российскими компаниями определенной доли ежегодной прибыли в качестве дивидендов³. Подобные инициативы имеют исторический прецедент в американском корпоративном праве XIX века⁴.

¹ В последнее время существуют доказательства выплаты российскими компаниями более высоких дивидендов в соответствии с требованиями, выдвинутыми Президентом Д. Медведевым. Sophia Greene, *Takeovers Full of Eastern European Promise*, «The Financial Times», January 29, 2012. Были внесены изменения в налоговое законодательство, согласно которым доход компаний в форме дивидендов, выплаченных другими компаниями, отныне не облагается налогами. См.: Налоговый кодекс, статьи 275 и 284. Министерство экономического развития также призывает к сокращению корпоративных налогов на часть прибыли, выплаченной в форме дивидендов. O. Lazareva et al, *supra* note 2, at 39.

² *Id.* Одним из доказательств нежелания компаний выплачивать дивиденды является тот факт, что, в случае принятия компанией соответствующего решения, выплата часто осуществляется лишь спустя много месяцев.

³ S. Porshakov, *supra* note 2, at 11.

⁴ См., например: Public Laws and Resolutions of the State of North Carolina (1901), ch. 2, section 52; General Statutes of New Jersey (1895), P. L. 1891; New Mexico Statutes Annotated (1953), 451–3–16.

Однако в США от аналогичных предложений уже давно отказались, и вместо этого члены советов директоров публичных компаний получили почти неограниченные права на установление размера дивидендов¹. Появившиеся позднее требования о необходимости ограничения этих прав, в том числе высказанные автором данной главы², продолжают оставаться без внимания. Как бы то ни было, для того, чтобы вынудить компании, удерживающие значительную часть своей прибыли, выплачивать акционерам высокие дивиденды, нередко используются механизмы агрессивных поглощений³. В России существуют более веские основания требовать от компаний обязательной выплаты дивидендов, которые заслуживают серьезного внимания. Аргументированные обоснования выдвигаются в отношении предложений о введении более благоприятного налогового режима для выплаты дивидендов⁴.

(82)

2.3.2. Возражения против высоких операционных издержек

Развивающиеся компании, как правило, используют накопленные ими денежные средства как исходный источник для новых инвестиций. Для того чтобы вынудить подобную компанию направлять часть денежных средств на выплату дивидендов, необходимо использовать фонды, пополняемые за счет внешних,

¹ По вопросу об отмене этих правил и о развитии правовой практики, при которой члены советов директоров публичных компаний обладают почти неограниченной свободой в отношении определения размера выплачиваемых дивидендов, см.: Victor Brudney, *Dividends, Discretion, and Disclosure*, 66 VIRGINIA LAW REVIEW. 85 (1980). Классическое заявление о широком дискреционном праве, предоставленном членам советов директоров даже в частных компаниях, можно найти в хрестоматийном деле: *Dodge v. Ford*, 204 Mich. 459, 500 (1919), 170 N. W. 668, 682.

² Merritt B. Fox, *Finance and Industrial Performance in a Dynamic Economy: Theory, Practice, and Policy* 383–402 (1987); Zohar Goshen, *Shareholder Dividend Options*, 104 YALE LAW JOURNAL 881 (1995).

³ Michael Jensen. *The Takeover Controversy: Analysis and Evidence*. – In: *The Revolution in Corporate Finance*. Joel M. Stern & Donald H. Chew Jr. eds., 3d ed. 1998.

⁴ См.: O. Lazavera, *supra* 2, at 39.

а не внутренних источников финансирования. Хотя в результате, согласно логике оппонентов данного подхода, у компании возникают избыточные дополнительные операционные издержки. Они особенно высоки в России, поскольку асимметрия информации, которой обладают инсайдеры и внешние инвесторы, весьма существенна, что вынуждает последних проводить дорогостоящие расследования по выявлению истинного положения дел в компаниях¹.

2.3.3. Преимущества обязательной выплаты дивидендов, связанные с получением внешнего финансирования

(83)

Растущая вероятность обращения компаний к внешним источникам финансирования для выплаты обязательных дивидендов влечет за собой целый ряд дополнительных преимуществ с точки зрения интересов общества, которые в совокупности перевешивают социальные расходы, возникающие в результате сделок по привлечению внешнего финансирования. К их числу можно отнести следующие:

1. *Более высокий уровень дисциплины менеджмента и мажоритарных акционеров.* Компания, вынужденная искать внешние источники финансирования, становится объектом пристального внимания на рынке. Такого рода перспектива дисциплинирует руководство компании, заставляет его более эффективно управлять существующими активами и находить наиболее перспективные инвестиционные проекты². Кроме того, снижается вероятность отвлечения доходов и активов компании инсайдерами.

¹ Stewart C. Myers & Nicholas S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors do not Have, 13, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 187 (1984). Ограниченный доступ внешних инвесторов к информации о деятельности компаний может лишить последние необходимого финансирования для инвестиций в перспективные проекты. О. Lazareva et al, supra note 2, at 7 Рынки капитала в России «страдают от информационных асимметрий, как от чумы».

² См.: М. Fox, supra note 26, at 138–39; Frank Easterbrook, Two Agency Cost Explanations of Dividends, 74, AMERICAN ECONOMIC REVIEW, 650 (1984).

Пристальное внимание к деятельности компании приобретает особое значение в России из-за слабости других механизмов повышения уровня дисциплины большинства эмитентов. Например, качество периодического раскрытия информации о ценных бумагах хотя и улучшается, но все еще остается невысоким¹, а риски враждебного поглощения руководством компаний представляются либо маловероятными, либо вообще отсутствующими. Многие российские компании имеют контролирующего акционера, что делает поглощение практически невозможным. И даже при его отсутствии корпоративное законодательство обеспечивает топ-менеджменту достаточно высокий уровень защиты, основанный на предшествующем печальном опыте поглощений и разграблений компаний². Информационная асимметрия также делает вторичные рынки менее ликвидными и в результате повышает стоимость капитала эмитента на этапе первоначального предложения акций, поскольку низкая ликвидность снижает ценность владения ими³.

(84)

2. Реальная стоимость инвестиций с использованием собственных средств компании. Большинство менеджеров, которых положение об обязательной выплате дивидендов заставляет искать внешние источники финансирования, быстрее поймут реальную стоимость альтернатив использования денежных ресурсов, необходимых для реализации инвестиционных проектов, – как для финансируемых с помощью остаточных внутренних средств, так и за счет привлечения внешних. Менеджеры склонны рассматривать внутренние средства как «свободные деньги», однако они не могут считать таковыми средства, привлеченные извне, поскольку последние обладают очевидной стоимостью

¹ S. Porshakov, *supra* note 2, at 8–9; 2004 Report, *supra* note 2, at 16, 62–64. См. также: Part IV *infra*.

² O. Lazavera et al, *supra* note 2, at 22–23.

³ Lawrence R. Glosten and Paul Milgrom, Bid, Ask and Transaction Prices in a Specialist Market with Heterogeneously Informed Traders, 14 JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 71 (1985). Larry Harris, Trading & Exchanges: Market Microstructure For Practitioners 287–91, 299–302 (2003).

капитала¹. Как следствие, требование об обязательной выплате дивидендов, скорее всего, сократит количество реализуемых российскими компаниями инвестиционных проектов с отрицательной чистой приведенной стоимостью и тем самым повысит эффективность экономики².

3. *Оживление рынков капитала.* Поток денежных средств, поступающий на рынок в результате выполнения требования о выплате обязательных дивидендов, предоставил бы потенциальным посредникам стимулы к началу формирования реальной финансовой системы. Помимо других преимуществ это могло бы способствовать расширению масштаба инновационной деятельности в российской экономике. В США расширение практики выплаты дивидендов корпорациями в свое время привело к ускорению темпов экономического роста и расширению инвестиционных возможностей, поскольку принятие решений о выборе инвестиционных проектов для финансирования было предоставлено людям с креативным мышлением и богатым воображением³. Подобный сценарий развития событий вполне может оказаться приемлемым и для России, поскольку существуют многочисленные доказательства большей инновационной активности новых компаний по сравнению с теми, которые были образованы на основе бывших советских предприятий.

4. *Сокращение информационной асимметрии.* Подобно теории дивидендов, которая отдает предпочтение «синице в руках» и встречается в старомодных

(85)

¹ См.: M. Jensen, supra note 20; M. Fox supra note 26 at 116–140; R. La Porta et al, Agency Problems and Dividend Policies around the World, 55, JOURNAL OF FINANCE, 1 (2000).

² В исследовании НСКУ 2004 года убедительно показано, что полное реинвестирование значительных денежных потоков, аккумулированных компаниями российского сырьевого сектора в те же компании, не всегда являлось наилучшим решением. 2004 Report, supra note 2, at 27, 29.

³ M. Fox, supra note 26, at 186–206; см. также: Merritt B. Fox, Promoting Innovation: The Law of Publicly Traded Corporations, 5, Capitalism and Society, 1, 2010, Issue 3.

текстах по корпоративному финансированию¹, принудительная выплата дивидендов представляет собой важный инструмент раскрытия экономической информации в условиях, когда другие средства по стимулированию раскрытия информации часто не приносят должных результатов. Если советам директоров предоставляется право принимать решения о выплате дивидендов, то компания, не добившаяся позитивных результатов, может скрыть свое истинное финансовое положение, объявив, что прибыль была получена, но затем полностью реинвестирована. В случае введения правила об обязательных выплатах отсутствие прибыли немедленно вскроется, поскольку компания не будет располагать достаточными денежными средствами для выплаты дивидендов, требуемых при заявленном уровне прибыли.

(86)

Более того, поскольку высокая стоимость внешнего финансирования является в основном результатом информационной асимметрии между внешними инвесторами и инсайдерами, необходимость поиска внешнего финансирования порождает стимулы для расширения объема и повышения уровня достоверности раскрываемой финансовой и коммерческой информации. Этого можно добиться с помощью таких средств, как прием на работу бухгалтеров, дорожащих своей профессиональной репутацией², гарантированное размещение ценных бумаг компании в инвестиционном банке с высокой деловой репутацией³, а также перекрестный листинг акций за рубежом в целях соблюдения компанией строгого режима обязательного

¹ См., например: B. Graham & D.L. Dodd, *Securities Analysis: Principles and Techniques*, 432, 3d ed. 1951.

² Linda D. DeAngelo. Auditor Independence, A Low Balling, and Disclosure Regulation, 3 *JOURNAL OF ACCOUNTING & ECONOMICS*, 113 (1981).

³ James R. Booth & Richard L. Smith, II, Capital Raising, Underwriting and the Certification Hypothesis, 15 *JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS*, 261 (1986); Ann E. Sherman, Underwriter Certification and the Effect of Shelf Registration on Due Diligence, 28, *FINANCIAL MANAGEMENT JOURNAL* (1999).

раскрытия информации, действующего на соответствующих иностранных рынках¹.

Если бы на все компании было распространено требование о неукоснительном соблюдении практики обязательного раскрытия финансовой и коммерческой информации, те из них, которые встали на путь полной транспарентности в силу необходимости привлечения солидного внешнего финансирования, смогли бы полностью отмежеваться от компаний, намеренно скрывающих свои неудовлетворительные финансовые показатели. Таким образом, требование об обязательной выплате дивидендов может сплотить компании, избравшие вектор транспарентного развития, в борьбе за внедрение жесткого режима обязательного и полного раскрытия информации.

(87)

2.4. Обеспечение раскрытия финансовой и деловой информации

Принятие Российской Федерацией международных стандартов финансовой отчетности для эмитентов, акции которых размещены на фондовых биржах, а также правил о раскрытии коммерческой информации в соответствии со стандартами Европейского союза и Международной организации комиссий по ценным бумагам (IOSCO) можно рассматривать как прогрессивные меры². Однако без наделения регуляторов необходимыми правовыми санкциями эти правила останутся лишь буквой закона. Для того чтобы стать действенными, они должны приводиться в исполнение. Существуют многочисленные доказательства того, что из-за ненадлежащего соблюдения принятых стандартов и правил раскрытие информации российски-

¹ John C. Coffee, *Racing towards the Top? The Impact of Cross-listings and Stock and Stock Market Competition on International Corporate Governance*, 102, COLUMBIA LAW REVIEW, 1757 (2002). Исследование 2010 года показало, что деятельность российских компаний, акции которых размещены на американских фондовых биржах, «гораздо более прозрачна» по сравнению с остальными российскими компаниями. См.: Standard & Poor's, *supra* note 3, at 15.

² 2004 Report, *supra* note 2, at 14, 49.

ми компаниями хотя и улучшается, но по-прежнему еще далеко от совершенства¹.

2.4.1. Каким образом гражданская ответственность может способствовать экономической эффективности

Гражданская ответственность, налагаемая на некоторые группы эмитентов, советы директоров, менеджеров и так называемых «гейткиперов» – консалтинговые и рейтинговые агентства – за убытки, понесенные трейдерами на первичном и вторичном рынке из-за нарушения эмитентом требований о раскрытии информации, может превратиться в мощный инструмент приведения в исполнение принятых стандартов и правил. Механизмы сдерживания при этом способны повысить качество раскрываемой информации и привести к более эффективному функционированию экономики путем более точного установления цен на акции. Чем точнее цены на первичном рынке, на котором эмитенты предлагают ценные бумаги, тем выше вероятность притока капитала в компании с наиболее перспективными инвестиционными проектами. Полное раскрытие информации и более точные цены на вторичном рынке позволяют установить случаи, когда менеджеры плохо справляются со своими функциями, а также помогают сблизить их интересы с интересами акционеров, содействуя повышению эффективности системы вознаграждения, основанной на стоимости акций².

(88)

Опыт США свидетельствует, что опасение перед такой ответственностью, возможно, является единственной и самой важной причиной соблюдения требований законодательства. Более того, данные, собранные в различных странах Р. Ла Порты и его соавторами, доказывают, что наличие гражданской ответственности – это ключевой фактор, определяющий уровень эффективности или неэффективности системы

¹ UNCTAD, *supra* note 19, at 5

² Merritt B. Fox. *Civil Liability and Mandatory Disclosure*, 109, *COLUMBIA LAW REVIEW*, 237 (2009).

регулирования стоимости ценных бумаг¹. В этом нет ничего удивительного, поскольку гражданская ответственность способна устранить многие недостатки, возникающие в процессе публичного правоприменения².

2.4.2. Положения процессуального и имущественного права, необходимые для обеспечения реальности возбуждения гражданской ответственности

Для обеспечения эффективного предупреждения нарушений, связанных с раскрытием информации, необходим определенный механизм коллективных действий. Дело в том что для большинства индивидуальных инвесторов высокие издержки, связанные с судебными исками относительно стоимости ценных бумаг, превышают размер любых ожидаемых к взысканию сумм. Опыт различных стран показывает, что только американская правовая система, предусматривающая возбуждение групповых исков с возможностью отказа от них отдельных участников в сочетании с использованием надежных механизмов оплаты услуг адвоката (когда последний получает гонорар в размере утвержденной судом доли взысканной суммы), способна обеспечить полноценные судебные разбирательства. В настоящее время групповые иски с возможностью отказа от участия в них³ и система выплаты гонораров в зависимости от успеха дела, практикуются в России

(89)

¹ Raphael La Porta et al, What Works in Securities Laws? 61, JOURNAL OF FINANCE, 1 (2006).

² Merritt B. Fox. Why Civil Liability for Disclosure Violations When Issuers do not Trade, 299, WISCONSIN LAW REVIEW, (2009).

³ Высший арбитражный суд – коммерческий суд высшей инстанции, который вводит в действие процессуальные правила рассмотрения коммерческих дел. Групповые иски с возможностью отказа от участия разрешены. См.: Арбитражно-процессуальный кодекс, статья 28. Для предъявления группового иска («процессуальное соучастие») необходимо доказать, что предметом спора являются общие права и (или) обязанности нескольких истцов и ответчиков и что права и (или) обязанности нескольких истцов и ответчиков имеют единое основание. См.: Арбитражно-процессуальный кодекс, статья 46.

крайне редко¹. Кроме того, для обеспечения эффективности групповых действий как средства защиты в основании для иска по законодательству о ценных бумагах не может содержаться требование к инвестору о признании того, что он опирался на ложное заявление. Наличие подобного требования могло бы стать существенной частью иска, позволяющей доказать общность предмета иска для группы в целом. Вместо этого в законодательстве следует предусмотреть, что исковое заявление может быть основано на ложном заявлении о стоимости ценных бумаг.

2.4.3. Ценность механизма гражданской ответственности для России, несмотря на вероятность его незначительного и краткосрочного эффекта

(90)

Возложение гражданской ответственности за нарушение требований к раскрытию информации в краткосрочной перспективе вряд ли будет играть важную правоприменительную роль в России в связи с отсутствием эффективного, влиятельного и искусенного в нюансах корпоративного права судебного корпуса. Основным инструментом в данный момент должно стать централизованное применение административных нормативных актов, несмотря на все присущие ему недостатки². В то же время целесообразно внедрить в российскую правовую систему нормы, обеспечивающие потерпевшим истцам возможности для взыскания понесенного ими ущерба. В долгосрочной перспективе по мере совершенствования судебной системы правоприменительная практика такого рода норм будет только расширяться.

1. Довод о том, что возложение гражданской ответственности не решит поставленных целей. По крайней мере, в случае убытков, понесенных

¹ Global Legal Group Limited, Class & Group Actions: Russia (2008). См.: http://www.iclg.co.uk/index.php?area=4&country_results=1&kh_publications_id=166&chapters_id=3983.

² См.: Russian Corporate Governance Roundtable, Implementing International Financial Reporting Standards (IFRS) in Russia: 25 Recommendations to Facilitate the Transition to IFRS (2005).

трейдерами на вторичном рынке в результате нарушения эмитентом требований о раскрытии информации можно было бы поспорить относительно того, что эффективная система гражданской ответственности не принесет пользы, поскольку в большинстве российских компаний большая часть акций принадлежит одному физическому или юридическому лицу или контролирующей группе акционеров. Высокая степень прозрачности компаний и точная оценка стоимости акций вряд ли будут оказывать значительное влияние на политику этих компаний, поскольку их мажоритарные акционеры могут получать информацию без ее обязательного раскрытия, продиктованного необходимостью соблюдения гражданской ответственности, в то время как миноритарии не имеют доступа к ней в полном объеме. Подобный аргумент представляется недалеким по целому ряду изложенных ниже причин, особенно в случае постепенного роста компетентности судейского корпуса и проведения ряда других законодательных реформ.

(91)

2. Нарушения руководством и контролирующими акционерами своих обязанностей в компаниях, контролируемых мажоритариями. Для начала рассмотрим влияние повышения прозрачности и точности определения стоимости акций на вторичных рынках на ценные бумаги миноритариев в компаниях, принадлежащих мажоритарным акционерам. Большая прозрачность и более точное определение стоимости акций служат тем механизмом, который способен сигнализировать о возникновении проблем, и таким образом содействовать эффективной реализации акционерами права голоса (в случаях, когда большинство голосов незаинтересованных, т.е. внешних акционеров, необходимо для заключения важных сделок с заинтересованностью), а также исполнению руководством своих обязательств перед компанией¹.

¹ См.: Merritt B. Fox. Required Disclosure and Corporate Governance, 62 LAW & CONTEMPORARY PROBLEMS, 113 (1999). Различные случаи раскрытия информации свидетельствуют о возможном существовании подобной проблемы. Это также возможно при снижении цены акций, если ее точность достаточно высока.

Кроме того, при достаточно полном раскрытии компанией внутренней информации рыночные цены позволяют ей прогнозировать объемы денежных потоков лучше, чем это в состоянии сделать собственные мажоритарные акционеры. Это происходит потому, что рыночные цены отражают не только обнародованную компанией информацию, но и данные о накопленном опыте внешних покупателей и продавцов ее акций. Информация, основанная на данных аутсайдеров, касается внешнего окружения компании и, следовательно, полезна для уточнения оценки размеров ее вероятных денежных потоков. Таким образом, рыночные цены могут ориентировать контролирующих акционеров на принятие решений, наилучшим образом повышающих капитализацию компании.

(92)

Если мажоритарные акционеры сами не управляют компанией на повседневной основе, то возникают агентские расходы, связанные с разделением собственности и управления, как это, например, происходит в компаниях с распыленной акционерной собственностью. Снижая риски, связанные с владением не полностью диверсифицированным портфелем акций компании, дополнительное раскрытие информации тем самым стимулирует менеджеров получать большую долю своего вознаграждения в форме, основанной на стоимости акций, а также лучше мотивирует их на принятие решений, повышающих капитализацию компании, и, следовательно, позволяет снижать агентские расходы¹.

3. *Эффективное размещение капитала.* Справедливое и точное установление цены на акции компаний, находящихся в собственности мажоритарных акционеров, на первичном рынке полезно также с социальной точки зрения. Когда компания рассматривает возможность финансирования нового проекта путем предложения своих акций, более точная цена обеспечивает лучшее соответствие стоимости капитала компании и стоимости инвестирования ограниченных

¹ См.: Merritt B. Fox, Securities Disclosure in a Globalizing Market: Who Should Regulate Whom, 95, MICHIGAN LAW REVIEW, 2498, 2548–50 (1997).

общественных средств в предполагаемый проект. Это приводит к более рациональному распределению средств, которые предполагается последовательно направлять на финансирование наиболее перспективных инвестиционных проектов в экономике¹.

4. *Расширение возможностей компаний с распыленной акционерной собственностью.* Вглядываясь в будущее, можно отметить, что в приведенном выше доводе о бесполезности высокой прозрачности и максимально точной стоимости акций, обеспеченных гражданской ответственностью, вследствие нахождения большинства российских компаний в собственности мажоритарных акционеров не учитываются важные причины преобладания таких компаний в России. В условиях отсутствия достаточных средств защиты у неконтролирующих акционеров, ценные бумаги не могут предлагаться по ценам, соответствующим будущим денежным потокам компании. Акции, не предполагающие контроля их владельцев над компанией, продаются со значительным дисконтом. Во многом поэтому в России преобладает модель мажоритарной собственности.

(93)

Обеспечение бóльшей прозрачности и установление более точной стоимости акций, продиктованные соображениями гражданской ответственности руководства компаний, а также другие рассмотренные в данной главе реформы, будут иметь синергический эффект, усиливать действие друг друга и приближать то время, когда в российской экономике существенную роль будут играть компании с распыленной акционерной собственностью. Эта форма корпоративной собственности создаст очевидные преимущества: во-первых, благодаря обеспечению большей диверсификации понизятся риски для инвесторов; во-вторых, будет стимулироваться дух предпринимательства и инноваций, а держателям венчурного капитала будет

¹ См.: Merritt B. Fox, Retaining Mandatory Disclosure: Why Issuer Choice is not Investor Empowerment, 85 VIRGINIA LAW REVIEW, 1335, 1358–63 (1999).

предоставлена возможность выхода на фондовый рынок путем первичного публичного размещения акций¹.

2.5. Роль стейкхолдеров

Признание интересов стейкхолдеров, не являющихся акционерами, в управлении компанией – тема, ставшая предметом оживленного обсуждения на международном уровне. Большинство американских исследователей сходятся во мнении относительно того, что целью качественного корпоративного управления является максимальное увеличение остаточного продукта, который предполагает разницу между суммой, уплачиваемой компанией по заранее установленным в контрактах ценам за приобретаемые ею ресурсы, и суммой, получаемой компанией за использованные ею ресурсы. Теоретически предельная стоимость ресурсов, получаемых компаниями от общества, измеряется суммой, уплачиваемой ими по рыночным ценам за полученные на договорных условиях ресурсы. Предельная стоимость ресурсов, которые компании предоставляют обществу, равна сумме, получаемой ими по определенным рыночным ценам за свою продукцию. Разница, т.е. остаточный продукт, представляет собой добавленную стоимость и вклад компании в копилку общества.

(94)

В принадлежащих инвесторам компаниях получателями остаточного продукта являются владельцы их акций. В США деятельность таких компаний подчинена задаче максимального увеличения капитализации, и поэтому их члены советов директоров главным образом представляют интересы акционеров.

В Европе и Японии многие заинтересованные стороны выступают за существенный учет интересов стейкхолдеров в системе корпоративного управления. В их числе профсоюзы, представители сообществ, на территории которых функционируют компании, клиенты. Согласно данной точке зрения, интересы

¹ Bernard S. Black & Ronald J. Gilson, Venture Capital and the Structure of Capital Markets: Banks versus Stock Market, 47, JOURNAL OF FINANCIAL ECONOMICS, 243 (1996).

стейкхолдеров необходимо принимать во внимание даже в тех случаях, когда решения, принятые с учетом их мнения, приводят к снижению стоимости акций. Игнорирование их мнения наносит ущерб широким слоям общества из-за не оправдавшихся ожиданий. Одним из путей учета их интересов может быть закрепление за стейкхолдерами определенной роли в управлении компанией. Речь может идти, например, о представительстве сотрудников в наблюдательном совете компании, как это предусмотрено германской моделью корпоративного управления. Другим, менее радикальным способом является включение в обязанности членов советов директоров функций контроля за неукоснительным соблюдением интересов стейкхолдеров.

(95)

Действия корпорации, способствующие реализации интересов различных категорий стейкхолдеров в большей степени, чем действующие договоры, могут способствовать повышению стоимости ее акций. Так, в перспективе вполне возможно увеличение совокупного остаточного продукта компании, дисконтированного к текущей стоимости, а следовательно – рост капитализации в случае, если компании удастся добиться репутации добросовестного работодателя среди ее нынешних и потенциальных сотрудников. «Экологичная компания» может повысить свою репутацию среди клиентов, реализуя программы по минимизации воздействия глобального потепления, даже несмотря на высокую стоимость проводимых ею мероприятий с точки зрения уровня текущей прибыли. Вместе с тем следует с осторожностью относиться к мнению о том, что по крайней мере в долгосрочной перспективе благо для стейкхолдеров обязательно обернется пользой для всех акционеров. Повторяя этот тезис как магическое заклинание, некоторые властные структуры упускают из поля зрения тот факт, что действия, выгодные стейкхолдерам, часто могут приводить к снижению капитализации компаний. В результате выбор между подходами, предусматривающими либо максимальное увеличение стоимости акций, либо учет интересов стейкхолдеров, становится для руководства компаний неизбежным.

Какой подход является предпочтительным для России? Как представляется, аргумент в пользу модели максимального увеличения стоимости акций выглядит более веским и убедительным. Одна из причин такого положения – сугубо историческая. Особенностью приватизации государственных предприятий в России было участие в ней действующих директоров, управленцев, сотрудников и представителей местных органов власти; причем каждая из этих групп лиц получила значительные пакеты акций. Однако реструктуризация, способная заметно повысить стоимость предприятий, не была проведена. Вместо того чтобы приложить усилия по увеличению размера «пирога», который затем можно было бы разделить между собой, каждая из этих категорий акционеров ожидала, как в советские времена, что владение компанией само по себе обеспечит им непосредственные финансовые выгоды, превышающие те, которые можно было получить, предлагая ее услуги на внешнем рынке¹. Со временем в связи с вытеснением из числа акционеров сотрудников компаний и представителей местных органов власти эта проблема, возможно, утратила остроту. Данный пример из недавнего прошлого служит напоминанием о существовании подобного рода опасности². Предоставление стейкхолдерам, не являющимся акционерами, определенных функций в управлении компанией в России связано с риском, что они вновь будут использовать свое влияние для получения прямых выгод методами, которые вряд ли приведут к максимальному увеличению общественного благосостояния.

¹ Описание подобного поведения и анализ причин, почему различные группы владельцев акций не могли сотрудничать в проведении реструктуризации, способной в конечном итоге привести к созданию более высокой общей стоимости, которую они могли разделить между собой, см.: M. Fox & M. Heller, *supra* note 1, at 1752–58.

² В компаниях, в которых большая часть акций изначально попадала в руки менеджеров и сотрудников, но в конечном итоге стала принадлежать преимущественно менеджерам, последствия подобных действий могли ощущаться на протяжении десятилетия и дольше. В таких компаниях работало чрезмерное количество сотрудников. См.: Yaroslau Kryvoi, *Employee Ownership and Corporate Governance in Post-Privitization Russia*, 8, UNIVERSITY OF CALIFORNIA DAVIS BUSINESS LAW JOURNAL, 298 (2009).

Серьезные проблемы могут возникнуть в случае, если стейкхолдерам не будет предоставлен доступ к участию в управлении компанией, а представительство их законных интересов будет делегировано менеджерам и советам директоров¹. Модель корпоративного управления с участием многочисленных стейкхолдеров предполагает менее четкие критерии оценки процесса принятия решений в компаниях. Как следствие, советы директоров и менеджеры могут, прикрываясь заботой о соблюдении прав стейкхолдеров, принимать решения, отвечающие их собственным интересам. Так, в США менеджеры публичных корпораций чаще всего ссылаются на интересы стейкхолдеров в качестве оправдания отказа от враждебных поглощений, в результате которых они неизбежно лишаются работы. Проблема использования советами директоров и менеджерами интересов стейкхолдеров в корыстных целях может стать особенно актуальной для России, учитывая недостатки корпоративного управления в вопросах контроля за деятельностью руководства компаний.

(97)

Проблема стейкхолдеров в России нашла достаточно полное отражение в исследовании, проведенном в 2004 году Национальным советом по корпоративному управлению (НСКУ)². В этой же связи можно привести и работу П. Козаржевского 2007 года, которая хотя и посвящена преимущественно реалиям Польши, затрагивает проблемы всех восточноевропейских экономик, включая российскую³. Следует также отметить исследование корпоративного управления в России, проведенное О. Лазаревой и ее коллегами

¹ «Члены советов директоров и исполнительное руководство обязаны действовать в соответствии с принципами доброй воли, обоснованно и в интересах корпорации». – См.: Федеральный закон «Об акционерных обществах» (Федеральный закон №208-ФЗ, статья 71). Поскольку понятие «компания» является правовой фикцией, вопрос о модели максимального увеличения стоимости акций по сравнению с моделью учета интересов стейкхолдеров – это вопрос о том, как определить интересы данной компании, решения в отношении которой влияют на различные группы физических лиц.

² 2004 Report, *supra* note 2.

³ P. Kozarzewski, *supra* note 9.

в 2007 году¹. Исследование НСКУ содержит взвешенную трактовку вопроса о роли стейкхолдеров в российском корпоративном управлении. В нем подробно проанализированы серьезные проблемы, возникшие в результате давления сотрудников и местных органов власти на приватизированные в 1990-е годы предприятия. Подход, связанный с максимальным увеличением стоимости акций, характеризуется как отражение мышления ушедших в прошлое 1990-х годов. Кроме того, в исследовании положительно оценивается содержащаяся в Кодексе корпоративного поведения рекомендация о том, что «руководство и члены совета директоров должны блюсти интересы всех заинтересо-

(98)

ванных лиц – сотрудников, партнеров компании, федерального и местного правительства», и делается предположение о том, что «достижение баланса интересов всех заинтересованных лиц очень важно для обеспечения наиболее эффективного и стабильного функционирования компании»². Учитывая принцип добровольности в принятии компаниями положений Кодекса, вопрос о соблюдении интересов стейкхолдеров является для России чрезвычайно актуальным³.

В свою очередь, П. Козаржевский полагает, что участие стейкхолдеров в первоначальном приобретении акций служит одним из объяснений того, почему «континентальная» модель корпоративного управления оказалась для России более приемлемой, «во всяком случае, на первых этапах переходного периода»⁴. О. Лазарева и ее коллеги делают аналогичный вывод, согласно которому «расширенная концепция корпоративного управления», учитывающая интересы стейкхолдеров, «лучше подходит для России, поскольку заинтересованные лица, главным образом органы власти различных уровней и сотрудники компании, играют важную роль в процессе принятия решений»⁵.

¹ О. Lazareva et al, supra note 2.

² 2004 Report, at 51–52

³ Id. at 33, 40, 46–47.

⁴ P. Kozarzewski, supra note 9, at 14–15.

⁵ О. Lazareva, supra note 2, at 3.

В этой связи чрезвычайно важно, чтобы российские власти открыто признали недостатки действующего подхода к реализации прав стейкхолдеров, а также уяснили для себя, насколько интересы последних защищены договорными обязательствами вместо того, чтобы просто принимать сложившуюся практику в качестве отправной точки для нормативного анализа. Это возможно, если проблемы корпоративного управления в государственных и частных компаниях будут разделены, и основной акцент будет сделан на задачах по его совершенствованию в частном секторе экономики.

2.6. Заключение

(99)

В данной главе доказывается необходимость отдельного исследования корпоративного управления в государственных и частных компаниях, обусловленного серьезными различиями в практике их функционирования. В центре внимания автора находятся частные компании. В главе приводятся практические предложения по следующим четырем наиболее актуальным аспектам корпоративного управления в России: 1) раскрытие информации о бенефициарной собственности; 2) выплата дивидендов; 3) правоприменительная практика в отношении раскрытия финансовой и коммерческой информации; 4) роль стейкхолдеров, не являющихся акционерами, в управлении компаниями. Для осуществления всех этих предложений, неизбежно связанных с ущемлением интересов влиятельных групп, необходимо проявление политической воли. Однако реализация даже любого из них стала бы заметным вкладом в дальнейшее совершенствование качества корпоративного управления в России, которое представляет реальную ценность для экономики страны в целом.

Устойчивый экономический рост России в последнее десятилетие был в первую очередь связан с наращиванием существующих производственных мощностей, а также с повышением цен на нефть и другие природные ресурсы¹. В настоящее время ис-

¹ 2004 Report, *supra* note 2, at 21–35.

пользование действующих мощностей приближается к предельным показателям, а дальнейший рост цен на природные ресурсы не может продолжаться постоянно. Таким образом, экономический рост должен обеспечиваться не только путем более максимально полного использования существующего потенциала, но и за счет притока новых инвестиций, способных повысить возможности компаний несырьевого сектора по созданию материальных ценностей. Необходимо провести комплекс реформ, самой важной из которых, вероятно, является преодоление недальновидных действий государства в экономике, которые затрудняют и растягивают сроки ввода в эксплуатацию новых производственных мощностей. Помимо этого, следует продолжить реформы в сфере корпоративного управления, которые должны способствовать развитию институтов, стимулирующих, помимо прочего, развитие и необходимое финансирование компаний, вовлеченных в разработку инновационных и наиболее перспективных инвестиционных проектов.

(100)