

доктор экономических наук, профессор,  
заместитель директора по научно-исследовательской работе Института  
управления бизнес-процессами и экономики Сибирского федерального  
университета.

### **Эволюция акционерной собственности как основа трансформации содержания корпоративного управления**

*В статье рассматриваются меры по развитию института акционерной собственности, направления эффективной реализации прав акционеров. Выделены проблемы формирования эффективного собственника в институциональной среде российского бизнеса.*

*Ключевые слова: акционерная собственность, бизнес, институциональная среда, эффективный собственник.*

*The article considers measures to develop the Institute Stock Ownership direction of the effective realization of the rights of shareholders. Highlighted the problems of forming an efficient owner in the institutional environment of Russian business.*

*Keywords: stock ownership, business, institutional environment, efficient owner.*

Российский бизнес прошел противоречивый путь от перестроечных кооперативных форм, стихийного развития малого бизнеса в 90-ые годы XX столетия до встроенных программ поддержки малого и среднего предпринимательства в системе государственной политики, создания крупных транснациональных корпораций. В настоящее время российская экономика находится на таком этапе своего развития, когда её эффективность и поворот к инновационной модели объективно возможен только на основе сочетания крупных корпоративных структур и компаний малого и среднего бизнеса. В тоже время для институциональной среды российского бизнеса проблема защиты и устойчивого развития института частной собственности и ее разновидности – акционерной – сохранила свою актуальность. И дело здесь не только в продолжающемся переделе собственности, рейдерстве, использовании технологии гринмэйла при вхождении в корпоративный капитал и неэффективных транзакций на рынке слияний и поглощений. В первую очередь речь идет об эффективной реализации прав акционеров, о справедливой цене при обратном выкупе акций у миноритарных акционеров, реальном наполнении экономическим содержанием акционерной собственности, развитии данного института как феномена рыночной экономики и формировании бизнеса как общественной ценности.

Развитие института частной собственности является элементом институциональной среды бизнеса, условием экономической свободы. Но переход от частной собственности как формы к наполнению ее реальным содержанием включает ряд формальных и неформальных процедур, регулирующих права и обязанности субъекта собственности в отношении используемых ресурсов. Высокий уровень альтернативных издержек ведения бизнеса, незащищенность собственности, асимметричность информации, определяют движение как к расширению спектра и усилению государственных институтов, так и к самоопределению различных групп собственников в форме ассоциаций, союзов, функциональная роль которых состоит, прежде всего, в защите и поддержке различных форм частной собственности, интересов акционеров. Это означает, что институциональная среда в виде различных защищающих и стимулирующих бизнес норм и процедур предполагает совместные усилия государства и бизнеса. Для бизнеса необходимость программ институционального развития, особенно в части развития института частной собственности, очевидна в силу разобщенности и индивидуализации предпринимателей, нерешенных проблем по защите собственности, оценки эффектов по использованию имеющихся у собственника ресурсов. Для акционеров корпораций принципиально важным является совершенствование акционерного законодательства в направлении реализации их различных прав.

Исторически переход к ассоциированной собственности в форме акционерного капитала был вызван и одновременно сопровождался и сопровождается тремя особенностями.

Во-первых, переход к акционерной собственности был предопределен противоречиями в движении индивидуального капитала, пределы роста которого определяются доходами индивидуального предпринимателя или возможностями семейного бизнеса. Снятие границ и разрешение противоречий индивидуального капитала было обеспечено механизмом формирования акционерных обществ и их широким распространением в конце 19-го-начале 20-го века.

Развитие рынка капитала, включение в него фондовых инструментов и усложнение отношений собственности ускорили динамику эволюции акционерной собственности. В свою очередь движение акционерного капитала дает импульс изменениям структуры рынка ценных бумаг и его отдельных элементов. Стоимостная форма акционерного капитал обособливается в виде движения акций на первичном и вторичном рынках ценных бумаг. Соответственно, происходит раздвоение в управлении акционерным капиталом - через менеджмент компании и институты рынка ценных бумаг.

Во-вторых, по мере эволюции акционерной формы бизнеса происходит отделение управления от собственности, усиливается роль управленческих компетенций и менеджмента.

В-третьих, эффективное функционирование акционерного капитала базируется на постоянном притоке инвестиций в целях обеспечения экономического роста корпорации и увеличении ее капитализации.

Современные тенденции заключаются в опережающем росте рыночной капитализации корпорации по сравнению с оборотом и прибылью предприятий.

В этой связи эффективность современной акционерной собственности проявляется в двух аспектах:

- усиливается ее технологическая функция, проявляющаяся в повышении роли акционерного капитала в структурной перестройке экономики и обновлении основного капитала;

- развивается социальная функция акционерной собственности, проявляющаяся в ее растущей роли в разрешении противоречий участников корпоративных отношений путем реализации их экономических интересов.

Специфические черты в развитии акционерной собственности применительно к российской трансформационной экономике проявляются в виде:

- нормативного введения развитых, взятых из зарубежной теории и практики, положений о сложной структуре прав собственности, конструкции расщепленных прав;

- формирования юридической формы движения акционерного капитала без соответствующего профессионального менеджмента, эффективного собственника и развитого рынка ценных бумаг.

В рамках прав, вытекающих из участия в акционерном капитале, принципиальными являются право на доход, право на участие в управлении, право на получение информации. Уровень концентрации прав собственности определяет степень контроля корпорации. Вместе с тем незавершенность процесса передела объектов собственности в российской экономике ограничивает эффективность использования конструкции расщепленных прав в связи с отсутствием эффективной институциональной среды.

Эволюция современного бизнеса напрямую связана с решением проблемы эффективного собственника, оставшейся России в наследство от прежней социально-экономической системы. Первоначально выдвинутая в начале 90-х годов XX века идея о возникновении эффективного собственника с переходом к частной собственности базировалась на том, что хозяйствующий субъект в качестве частного собственника, независимо от его организационно-правовой формы, в отличие от государственного предприятия стремится к эффективной производственной деятельности. Однако продолжающийся процесс передела собственности, значительный объем сделок по слияниям и поглощениям, не дающим общественного эффекта, зачастую этого тезиса не подтверждает.

Поскольку в российской практике приватизации упор был сделан на создание доминирующей в структуре форм собственности акционерной собственности, постольку проблема эффективного собственника является проблемой, прежде всего, эффективности акционерной собственности.

Проблема эффективности акционерной собственности может быть представлена в виде проблемы самоидентификации собственника и иных агентов в качестве субъектов бизнеса. Эффективность собственника проявляется в принятии таких стратегических решений, которые соответствуют целям бизнеса и в этом отношении совпадает с понятием эффективности

капитала. С другой стороны, проблема эффективности используемых ресурсов усложняется наличием иных участников бизнес - процесса со своими специфическими интересами. Эффективность для одних групп будет проявляться в росте капитализации компании, в решении экологических, социальных задач; для других (например, менеджмента) – в личной капитализации. Результаты бизнеса, ориентированные на интересы и потребности всех участников не могут быть полностью описаны в терминах рыночной эффективности. Структура интересов не только разнообразна, но и не сводима к системе рыночных индикаторов. Интересы могут быть представлены не в виде абсолютного значения рыночного параметра, а с помощью иерархической по степени важности структуры предпочтений.

В этой связи критерии рыночной эффективности не тождественны критериям экономической эффективности. Рыночные критерии интегрируют лишь те предпочтения и интересы, которые могут проявляться на рынке. Экономические же критерии включают также интересы отдельных корпоративных групп, не вмещающихся в систему рыночных показателей. Так, если стремление менеджмента к расширению функций контроля еще можно представить в рыночных показателях экономического роста компании, увеличении доли рынка, то его же интерес в росте профессионализации деятельности предполагает введение показателей качества корпоративного управления и т.д. Следовательно, необходимо использование иной системы измерения эффективности (рейтинговой и пр.). Рыночные показатели инкорпорируют лишь часть интересов различных групп, участвующих в бизнес-процессе.

Проблема эффективного собственника корпорации усложняется наличием разнообразных групп акционеров со своими специфическими интересами. Эффективность корпорации для одних групп акционеров будет проявляться в росте дивидендов, для других - в росте капитализации компании. Структура интересов основных корпоративных групп не только разнообразна, но и противоречива. Интерес мажоритарных или миноритарных акционеров может принципиально расходиться в связи с наличием противоречий между интересами различных корпоративных групп. Например, принятие контрольным собственником эффективных рыночных решений (через совет директоров или собрание акционеров путем «продавливания» этого решения) может повлечь ответные действия со стороны других акционеров, подвергающих атаке легитимность принятых решений.

Эффективный и доминирующий собственник, безусловно, не одно и то же. Исторически можно выделить две формы проявления действий владельца контрольного или блокирующего пакета акций, в целом отражающих различные этапы в становлении рыночных отношений. Первая форма являет нам собственника, ориентированного на рост размеров компании, динамику абсолютных финансовых и иных показателей: объем продаж, объем ресурсов, долю рынка, величину контролируемых активов. Подобный подход преимущественно свойствен экстенсивному этапу развития бизнеса. Оценка эффективности акционерной собственности через количественные показатели

фактически может искажать оценку реального финансового состояния компании.

Другая форма действий собственника по мере рыночной трансформации экономики ориентируется на изменение относительных показателей – динамику нормы прибыли, оборачиваемость средств, рентабельность инвестиций и т.д. Иначе говоря, данный для данной формы характерна направленность на рост эффективности капитала, рациональное использование ресурсов компании.

Обе формы действий контролирующих собственников присутствуют в российской экономике. Если же, как в первом случае, собственник преимущественно заинтересован в росте валовых показателей, рано или поздно корпорация столкнется с проблемой конкурентоспособности. Со временем эта модель становится неэффективной с позиции корпоративного управления.

Во втором варианте развития корпорации в направлении роста эффективности, роста относительных показателей характерно отделение собственности от функций управления. Собственник стремится к эффективности, делегируя функции оперативного контроля менеджменту, оставляя за собой функции и полномочия по стратегическому развитию бизнеса. Тем самым эффективность акционерной собственности базируется на профессионализации собственника и профессионализации менеджмента. При таком подходе ресурс производительности труда собственника используется более эффективно.

Эффективное развитие акционерной собственности осуществляется через институты корпоративного управления (отчетность, совет директоров, эмиссию ценных бумаг, слияния и поглощения) и его качество. Безусловно, корпоративное управление является лишь частью более широкого круга факторов успешного функционирования компании, включающего макроэкономическую политику и уровень конкуренции на финансовых рынках. В свою очередь качество корпоративного управления также зависит от нормативной базы и регулирующей роли государства.

Теоретическое исследование различных аспектов корпоративного управления имеет достаточно длительную историю. Можно выделить три основных этапа в эволюции основных направлений разработки теории корпоративного управления:

1-й этап (1932 г. - 1980-е годы) - введение принципа разделения собственности и контроля.

2-й этап (1980-е годы - конец 90-х годов) - ряд исследований отдельных элементов и институциональных механизмов системы корпоративного управления (рынка корпоративного контроля, роли совета директоров, стейкхолдеров, агентских издержек).

3-й – этап (конец 90-х годов 20 столетия по н.в.) - правовая система признается фундаментально важным внешним механизмом корпоративного управления; проводятся исследования, связанные с применением рейтингов корпоративного управления.

Наибольший интерес исследователей последних двух десятилетий был направлен на изучение:

- отношений между мажоритарными и миноритарными акционерами;
- поглощений как способа перераспределения собственности и контроля;
- корпоративных захватов в условиях незащищенности прав собственности и неразвитости рыночной инфраструктуры.

Очевидно, единой системы корпоративного управления, подходящей для всех, стран не существует. Тем не менее, Организацией Экономического Сотрудничества и Развития (ОЭСР) были разработаны принципы, носящие общий характер и которые были одобрены правительствами стран-членов ОЭСР в качестве рекомендаций и в той или иной степени стали впоследствии применяться на практике в экономически развитых и развивающихся странах. ОЭСР опубликовала в 1999 году (в 2004 году - в новой редакции) «Принципы корпоративного управления», определив корпоративное управление как «внутренние механизмы, с помощью которых осуществляется руководство компаниями, а также контроль над ними, что подразумевает систему взаимоотношений между правлением компании, ее советом директоров, акционерами и другими заинтересованными лицами» [1].

Серия опросов институциональных и частных инвесторов, проведенных компанией McKinsey [2], выявила, что около 80% инвесторов отмечают существенное значение уровня корпоративного управления при оценке привлекательности той или иной компании. Они чрезвычайно чувствительны к практике корпоративного управления компаний, в которые намерены инвестировать. Им необходимо знать, как компания строит взаимоотношения с инвесторами, насколько эффективно использует их средства, какие решения (крупные сделки, реструктуризация, слияния и др.) готовятся и принимаются менеджментом, возможно ли своевременно получать об этом информацию и влиять на процесс.

Инвесторам важно оценивать корпоративное управление, сравнивая различные стандарты, понимая особенности функционирования компаний и степень их прозрачности. Они хотят иметь возможность оценивать риски компании (значит, и свои тоже), знать, как компания учитывает интересы всех акционеров, включая миноритарных. При принятии инвестиционных решений немалое значение имеет также объем информации. Доступ к инвестиционному капиталу является одним из самых значимых факторов развития любой компании.

В обобщенном виде рекомендации ОЭСР охватывают четыре основных компонента корпоративного управления:

- права акционеров;
- роль заинтересованных лиц (stakeholders) в управлении корпорацией;
- раскрытие информации и прозрачность;
- роль совета директоров и обязанности его членов.

С учетом базовых компонентов, охватывающих все основные вопросы корпоративного управления, ОЭСР сформулировала общие принципы корпоративного управления, получившие признание в большинстве стран мира в качестве основополагающего документа:

- справедливость. Система корпоративного управления должна защищать права акционеров и обеспечивать равное отношение ко всем акционерам, в том числе к миноритарным;
- ответственность. Система корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных лиц;
- прозрачность. Система корпоративного управления должна обеспечивать своевременное раскрытие достоверной информации по существенным вопросам корпорации;
- подотчетность. Система корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое руководство обществом, эффективный контроль за управляющими со стороны совета директоров, а также подотчетность совета директоров акционерам.

В мировой практике внедрение стандартов корпоративного управления в виде специального свода правил корпоративного управления, определяющего основные принципы, которых должны придерживаться корпорации при построении своих систем корпоративного управления, при принятии решений внутри компании, во взаимоотношениях с акционерами и инвесторами, оказалось оправданным в качестве одного из эффективных способов разрешения корпоративных противоречий.

В этой связи надлежащее и широкое распространение принципов корпоративного управления на деятельность российских компаний является существенным элементом защиты прав акционеров. Дело здесь не только в формальном принятии Кодексов корпоративного поведения (управления). Речь идет о комплексе мер по развитию корпоративных отношений, отвечающего интересам всех групп акционеров и инвесторов, что требует значительного времени и немалых затрат. Экономический смысл состоит в том, что наличие в компании системы корпоративного управления повышает ее привлекательность в глазах инвесторов, что отражается в премии, которую инвесторы готовы платить к обычной рыночной цене ценных бумаг таких компаний.

Основными целями совершенствования корпоративного управления является устранение информационной асимметрии между акционерами и менеджерами и группами акционеров путем адекватного распределения компетенции органов управления, прав и обязанностей лиц, составляющих органы управления, а также установление адекватной ответственности. Существенным условием эффективности участия акционеров в управлении является их доступ к корпоративной информации (годовым и ежеквартальным отчетам, материалам собрания акционеров и др.). Право на получение информации сопровождается технологическими процедурами по ее раскрытию как при проведении эмиссии ценных бумаг, так и при иных корпоративных действиях. Система раскрытия информации становится важнейшим звеном,

защитой интересов акционеров и формой разрешения внутренних корпоративных противоречий.

Среди значительного круга нарушений прав акционеров, свидетельствующих о неэффективности акционерной собственности, являются нарушения при проведении эмиссий ценных бумаг, реорганизациях, слияний и поглощений компаний. К ним относятся снижение доли миноритарных акционеров, нарушение права выкупа акций, информационная закрытость транзакций для акционеров. При этом тенденция в развитии процессов слияний и поглощений за период с 2006 по 2011 годы достаточно устойчива на рынке корпоративного контроля. В 2010 году отмечено 872 завершённые сделки, что на 13% больше результата 2009 года [3]. Фактический объём сделок слияний и поглощений оказался близок к уровню 2006 года, то есть к докризисному уровню. В тоже время специальные внутрикорпоративные и государственные программы по защите прав акционеров при слияниях и поглощениях отсутствуют.

Важнейшим направлением роста эффективности акционерной собственности является развитие функций контроля. Независимо от степени распыления акций и их концентрации право и возможность управлять остаются у акционеров. Способы реализации права участия в управлении, по существу, представляют собой формы разрешения противоречий между менеджментом и акционерами. Существующая в России пирамидальная схема зависимости степени контроля от объёма пакета акций несёт в себе признаки несбалансированности интересов мажоритарных и миноритарных акционеров. Дело здесь не только в том, что механизм реализации контрольных функций несовершенно. В самой схеме осуществления контроля заложена возможность пренебрежения правами акционеров, не имеющих возможностей повлиять на принятие решений, предложенных крупным владельцем. В этой связи возникает необходимость совершенствования акционерного законодательства с учётом имеющейся российской практики развития внутреннего корпоративного контроля. В частности, имеется необходимость, на наш взгляд, законодательно закрепить существование института независимых директоров с учётом наличия определённого количества акционеров (например, при наличии не менее 500). То же самое касается заключения крупных сделок. Здесь также необходимы изменения механизма одобрения с учётом интересов всех групп акционеров.

Уровень контроля имеет принципиальное значение для рыночных показателей стоимости корпорации. Попытки перенести зарубежные методики оценки стоимости корпорации в зависимости от уровня контроля на российскую почву не всегда оправданы с учётом двух обстоятельств:

- 1) механизм реализации контрольных функций зачастую не ориентирован на достижение рыночных показателей эффективности самой корпорации;

- 2) оппортунистическое поведение крупного собственника может быть настолько явным, что результатом контроля будет реорганизация корпорации со всеми вытекающими последствиями.

Имея в виду указанные обстоятельства, необходимо при определении стоимости компании делать поправки на степень контроля пакета акций с учетом российских реалий.

Управление через контроль дает преимущественное право мажоритарному акционеру, что безусловно сказывается на стоимости пакета акций и его возможности влиять на стоимостные показатели компании в большей степени, нежели его доля в уставном капитале. Тем самым фактически подрывается принцип «одна акция – один голос».

Механизм реализации указанных прав может быть установлен нормативными и локальными актами корпорации. Управление через сбор доверенностей или непосредственно лишь конкретизирует специфику осуществления прав. Принципиальным остается вопрос учета интересов различных групп акционеров при принятии стратегических для корпорации решений (эмиссии, реорганизации, дивидендной политики).

Здесь также необходимы изменения механизма одобрения с учетом интересов всех групп акционеров.

Противоречия собственников и менеджеров корпорации обычно проявляются в агентских конфликтах. В условиях распыленности акционерного капитала возможен более эффективный контроль со стороны совета директоров за счет развития института независимых директоров («аутсайдеров»). В настоящее время в России сделана попытка создать подобный институт, в том числе, как для частных компаний, так и компаний с участием в акционерном капитале государства.

При наличии слабоконцентрированной акционерной собственности, снижении доходности от продажи акций теряются стимулы в долгосрочном инвестиционном проектировании, что ограничивает действия менеджеров исполнением текущих управленческих функций по поддержанию бизнеса.

При наличии высокой роли инсайдеров в управлении корпорацией в составе совета директоров возможен другой вариант разрешения агентского конфликта: в пользу интересов менеджмента. В данном случае контроль со стороны миноритарных акционеров не только затруднен, но и может не иметь позитивного влияния на корпорацию, так как совет директоров легитимно представлен управленческим персоналом, имеющим собственный экономический интерес. Поэтому в условиях распыленности акционерного капитала вопросы структурирования совета директоров, определение его количественного состава, прозрачной деятельности становятся существенными факторами эффективности корпоративных отношений.

Концентрация собственности у крупных акционеров в то же время порой не только ведет к ущемлению интересов миноритарных акционеров, но и может приводить к нарушению принципов корпоративного управления, когда крупные акционеры могут использовать аффилированные с ними компании для вывода средств из компании. Что касается миноритарных акционеров, то они, как правило, имеют ограниченные возможности воздействия на уровень корпоративного управления. Существует множество факторов, из-за которых они оказываются вне сферы эффективного управления, и прежде всего, из-за

значительной асимметрии информации между менеджерами и акционерами с небольшим пакетом акций. Вследствие этого миноритарии чаще всего не имеют возможности контролировать деятельность менеджеров.

В этой связи законодательное закрепление роли независимых директоров и представительства миноритарных акционеров в составе совета директоров компании представляется одним из эффективных инструментов корпоративной политики.

Важнейшим элементом механизма, стимулирующего рост эффективности акционерной собственности, становится также развитие форм контроля использования капитала со стороны фондового рынка. Роль фондовых индикаторов в развитии корпоративного контроля не отменяется волатильностью финансовых рынков, но корректируется. Необходимо учитывать при этом своеобразие как структуры акционерной собственности, сложившейся в России к настоящему времени, так и зависимость функционирования корпораций от состояния глобальных финансовых рынков.

Таким образом, система мер по развитию акционерной собственности должна институционализироваться в конкретных инструментах и направлениях программ по совершенствованию корпоративного управления. Среди них, на наш взгляд, следует выделить:

- 1) создание специальных систем защиты прав акционеров, особенно при проведении слияний и поглощений;
- 2) введение норм в действующее акционерное и уголовное законодательство, предусматривающих ответственность за использование технологий гринмейла и рейдерства в российской экономике;
- 3) совершенствование дивидендной политики компаний;
- 4) стимулирование корпораций по выходу на фондовые рынки;
- 5) изменение роли института «независимых директоров»;
- 6) внедрение стандартов корпоративного управления в деятельность каждого акционерного общества.

## Литература

1. Принципы корпоративного управления, согласованные странами – членами Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) - OECD, Principles of Corporate Governance, 1999 // URL: <http://www.Oecd.Org> (ред. 2004).
2. Кузнецова Л.В. Анализ тенденций и методов оценки корпоративного управления // Кузнецова Л.В., Зинкевич В.А., Черкашенко В.Н. // Банковское дело, 2010, № 2.
3. [www.mergers.ru](http://www.mergers.ru)