

Закрытый паевой инвестиционный фонд		Акционерное общество	
Специализированный депозитарий, аудитор	Специализированный депозитарий и аудитор утверждаются по решению управляющей компании	Ревизионная комиссия, аудитор	Ревизионная комиссия и аудитор выбираются общим собранием акционеров
	Специализированный депозитарий отчитывается не перед владельцами паев, а перед ФСФР.		Ревизионная комиссия отчитывается перед акционерами
	Аудитор отчитывается перед владельцами инвестиционных паев и перед ФСФР		Аудитор отчитывается перед акционерами

Высказанные предложения могут положительным образом сказаться на всем сегменте закрытых паевых инвестиционных фондов. Дело в том, что в настоящее время практически единственной моделью корпоративного контроля в рассматриваемых фондах является «инсайдерская», которая, как известно, содержит разнообразные и избыточные риски для рядовых инвесторов. Поэтому создание предпосылок для развития закрытых фондов с «аутсайдерской» моделью контроля может существенным образом повысить привлекательность подобных форм для рядовых инвесторов. Кроме того, повышение уровня защищенности рядовых инвесторов, являющихся в своей массе неквалифицированными, позволяет расширить инвестиционные возможности предназначенных для них категорий закрытых фондов. В целом это позволит увеличить ресурсную базу паевых инвестиционных фондов как одного из наиболее эффективных механизмов аккумуляции средств и их последующего инвестирования.

Л. С. Ружанская

*Уральский федеральный университет
имени первого Президента России Б. Н. Ельцина
(Екатеринбург)*

Модель российской корпорации в условиях институциональных трансформаций¹

Детерминистская логика в условиях глобальной экономики привела к унификации характеристик модели корпорации и корпоративного управления, что подтолкнуло к накоплению негативных оппортунистических стимулов у лиц, принимающих решения в компании. Чертами господствующей модели корпорации стали: растущая доля акционеров-аутсайдеров; ориентация на финансирование со стороны фондового рынка; государственная поддержка крупного транснационального бизнеса; рост фирм за счет сделок слияний-поглощений; трансграничный характер операций.

¹ Выполнено при финансовой поддержке Центра фундаментальных исследований НИУ ВШЭ (2011 г.).

Принципы корпоративного поведения ОЭСР фиксируют единые стандарты решения агентского конфликта – центральной проблемы эффективной организации работы корпорации. В то же время многообразие институциональных сред, в которых функционируют современные компании, на практике сформировало разные типы модели корпорации, которые по-своему решают агентскую проблему. Следовательно, не может быть единого образца модели для различных институциональных сред. Возникает существенное противоречие между хозяйственной практикой компаний и действиями регулятора, ориентирующегося на идеальную модель.

Причины устойчивости детерминистского подхода к определению модели современной корпорации коренятся в стремлении инвесторов сократить транзакционные издержки при выборе объекта инвестирования. Сложившаяся практика оценки уровня корпоративного управления с помощью рейтингов решила задачу определения операционального критерия его качества. Однако сравнение конкретной компании с идеальной моделью без учета дифференциации институциональных сред приводит к существенным искажениям в инвестиционных решениях, которые дорого обходятся мировой экономике. Следует говорить не только об эффективности практики корпоративного управления в конкретной фирме, но и об эффективности типов модели корпорации. Подобная постановка вопроса требует формирования целостного представления о корпорации и разработки новых подходов к изучению ее экономического поведения.

Институциональные трансформации, характерные для переходных экономик, сформировали специфические типы модели российской корпорации. Потребность в их выявлении возрастает в связи с необходимостью перехода к новым принципам государственной политики в условиях посткризисной экономики с учетом процессов глобализации. Признание множественности типов модели корпорации позволяет решить задачу определения путей развития российской корпорации и совершенствования внутренних и внешних механизмов корпоративного управления.

В современном мире основным институциональным вызовом до сих пор является глобализация, понимаемая шире, чем слияние рынков продуктов, производимых крупными транснациональными корпорациями. Дискуссия, начатая в работе К. Омэ «Мир без границ» относительно бессмысленности экономического национализма отдельных государств на фоне деятельности «глобальных фирм», выходит на новый уровень.

Представляется важным вопрос о том, насколько универсальна предлагаемая миру модель глобальных корпораций и функционирующих на основе этого финансовых рынков. Различия в национальных институциональных средах существуют, и они значительны. Это демонстрируют многие исследования, например Мировой индекс защиты прав собственности [1]. Вопрос заключается в том, насколько институциональная среда

задает внутреннюю, контрактную организацию корпорации? Мы полагаем, что влияние институциональной среды значительно в отношении создания экономических стимулов. Институциональную среду мы понимаем широко, с точки зрения понятия института как норм и правил координации разрозненных действий отдельных экономических агентов и механизмов поддержания исполнений этих норм. В связи с этим конкуренция и другие рыночные механизмы становятся также институтами, поскольку задают условия координации экономической деятельности, в том числе отдельных фирм.

Экономические стимулы играют существенную роль в объяснении различий между результатами работы отдельных корпораций. Неоклассическая теория предлагает в качестве решения политику развития конкуренции, а теория контрактов – организационные усовершенствования. Они включают меры по сокращению транзакционных издержек и/или улучшению стимулов, а также механизмы по снижению риска и повышающие доверие и т.п. Правда, это не означает, что политика стимулирования конкуренции не может применяться, но усовершенствования требуют сам подход к балансировке этих механизмов в реальной экономике.

Несмотря на новое звучание, вопросы дискуссии о роли институтов остаются прежними: на какие институты опираться как на ключевые, какие подходят более всего для современного типа экономического развития?

Абсолютизировать национальную специфику институциональных сред в условиях глобализации, когда именно глобальные корпорации работают на мировых рынках, было бы неверно. В то же время глобальные рынки подразумевают сочетания национальных товарных и сырьевых рынков при наличии международных, наднациональных регулирующих институтов типа Мирового банка, Международного валютного фонда, Кодекса корпоративного поведения ОЭСР и пр. Однако даже среди глобальных транснациональных корпораций явно прослеживается их национальная принадлежность, в том числе по тому законодательному режиму, который они выбирают для регистрации головных офисов либо производств.

Усиление роли рыночных механизмов оборачивается институционализацией мирового хозяйства. Теоретики неонституционализма подчеркивали, что свободный обмен информацией и беспрепятственная торговля способствуют созданию институтов благодаря появлению спроса на их услуги, обеспечивающие деятельность рынка. Международные операции позволяют участникам рынка взаимодействовать с большим числом и более разнообразными по природе группами партнеров, увеличивают спрос на услуги официальных институтов, занимающихся предоставлением информации и обеспечивающих условия выполнения заключенных контрактов. Международные операции способствуют трансферу технологий. Развитие конкуренции в результате глобализации требует создания

новых институтов, обслуживающих ее. Таким образом, усиление конкуренции оборачивается созданием дополнительных регулирующих норм и организации на наднациональном уровне. При этом говорить о том, что процессы глобализации приведут к выравниванию институциональных сред в мировом хозяйств, довольно спорно, поскольку именно дифференциация является источником экономической прибыли и ренты.

В отношении модели корпорации мы приходим к выводу о том, что в условиях разнообразия институциональных сред эволюции развития корпоративной организации фирмы будет наблюдаться дифференциация типов модели корпорации. Существование укоренившихся представлений о единой унифицированной модели корпоративного управления может способствовать ограничению институциональной конкуренции моделей корпоративного управления – сосуществования различных способов выстраивания отношений между стейкхолдерами для решения похожих задач организации и развития бизнеса компании [2]. Преимуществом конкуренции между типами модели корпорации является гибкое приспособление корпорации к институциональной среде ее функционирования.

Проблема унификации модели корпорации связана во многом с задачей оценки качества защиты прав инвесторов в конкретных компаниях, т.е. с оценкой качества корпоративного управления. Данная задача подразумевает применение следующей последовательности работ:

- сбор данных об объекте для качественного анализа;

- сопоставление фактической практики корпоративного управления с идеальной моделью;

- фиксация совпадений и отличий;

- измерение текущего реального уровня развития практики по степени отклонения от идеала.

Представленная логика поддерживает ориентир на стандартизацию практик. Неверно было бы отвергать идею унификации оценок, поскольку это усложнит передачу информации для принятия решений в отношении инвестирования, однако следует учитывать приспособление модели корпорации к условиям, в которых она оперирует. Результаты множества эмпирических исследований модели корпорации с использованием данных по разным странам показывают, что очевидна разница в качестве институтов, и демонстрируют приспособление внутренней институциональной организации корпорации к внешним условиям хозяйствования.

Существование укоренившихся представлений об унифицированной модели корпорации может способствовать ограничению институциональной конкуренции моделей корпоративного управления, предполагающей различные способы организации отношений между стейкхолдерами для решения задач развития бизнеса. Преимуществом конкуренции между типами модели корпорации является гибкое приспособление корпорации к институциональной среде ее функционирования.

В институциональной среде корпорации выделяются две важнейшие составляющие:

рыночные механизмы, в первую очередь конкуренция на товарных рынках;

регулятивные меры со стороны локального и/или национального государства, а также наднациональных институтов.

В переходной экономике при низком качестве государственных институтов необходимы дополнительные стимулы к эффективному использованию ресурсов через международные институты и конкуренцию, при этом корпорация может быть построена на основе концентрированного контроля прав частной собственности. Такой тип модели отличается от принятых стандартов англосаксонской модели корпорации, но продемонстрировал свою эффективность в быстром реагировании на турбулентность внешней среды в условиях глобального кризиса 2007–2008 гг.

В широком плане можно выделить *аутсайдерский* и *инсайдерский* типы модели корпорации, которые имеют свои подтипы (с прямым вмешательством / с косвенным регулированием государством процессов корпоративного управления; с высоким / низким уровнем корпоративной интеграции; с распыленным / концентрированным контролем и т.п.). При этом типы могут различаться по используемым комбинациям внешних и внутренних механизмов корпоративного управления.

Под *моделью корпорации* будем понимать информационное представление реально действующих хозяйствующих субъектов – корпораций в форме набора ключевых характеристик, описывающих институциональную организацию их функционирования. Комплекс ключевых характеристик: соотношение прав собственности и контроля, источников финансирования и механизмов снижения агентских издержек внутри фирмы.

Различные комбинации видов ключевых характеристик формируют различные типы модели корпорации в зависимости от уровня развития институциональной среды.

Концепция множественности типов модели корпорации позволяет оценить текущее состояние, определить перспективы развития и сформулировать рекомендации для политики по снижению агентской проблемы в корпорациях. В трансформационной экономике роль государства в координации экономического поведения приобретает особое значение. Государство на формирующихся рынках в условиях действия групп интересов оказывает искажающее регулирующее воздействие на корпорации, поощряя монополию. Низкое качество государственных институтов, поддерживаемое ресурсной природой ренты, не преодолевает низкого качества механизмов корпоративного управления: раскрытия информации, дивидендной политики, совета директоров, рынка корпоративного контроля, банкротства и др. Неэффективность государства как регулятора и собственника проявляется наиболее четко в российских корпорациях с госпаке-

тами акций. Смещение функций регулятора и собственника поддерживает ориентацию на поиск ренты во взаимоотношениях власти и бизнеса. Невершенство институтов трансформационной экономики не позволяет рыночным механизмам ориентировать агентов на принятие решений, ведущих к Парето-улучшениям. Важным фактором создания эффективных стимулов у регулятора и участников корпораций выступает глобализация, усиливающая конкурентное давление и прибыли-ориентированное поведение. Рыночная конкуренция может как стимулировать, так и сдерживать эффективность корпорации. Для фирм, действующих в разных по силе конкурентного давления отраслях, оптимальной может быть различная система внутренних механизмов корпоративного управления, даже характеризующаяся как «слабая». Высокая конкуренция на товарных рынках может, по-видимому, выступать внешним механизмом корпоративного управления, ограничивающим возможность менеджмента действовать не в соответствии с интересами акционеров и широкого круга стейкхолдеров в целом.

Слабая защита прав собственности как базового института рыночной экономики порождает закрытый тип поведения корпораций в условиях институциональных трансформаций, что проявляется в информационной закрытости бизнеса, закрытости структуры собственности и создании фирмами барьеров входа на отраслевые рынки. Высокие агентские издержки подталкивают фирмы к минимизации затрат на конкурентную борьбу посредством создания специфических защитных механизмов – форм ограничения конкуренции в отрасли.

В результате выборочного эмпирического анализа российских открытых акционерных обществ, результаты которого были опубликованы ранее [3–7], выявлены особенности внутренних механизмов корпоративного управления в российских корпорациях:

1) устойчивость модели концентрированного контроля как наиболее действенного в условиях слабой защиты прав собственности механизма корпоративного управления соседствует с информационной закрытостью компаний;

2) сохранение значимой доли государства в собственности корпораций поддерживается грабберством и неэффективным управлением со стороны государства и спросом компаний на специфические эффекты для бизнеса;

3) институциональные ловушки ставят интерес доминирующего собственника главной детерминантой в распределении дохода корпорации;

4) разделение владения и управления приводит к улучшению в работе совета, однако при формальном разделении повышение качества характеристик совета может быть неустойчивым.

Выделены следующие наиболее распространенные в российской экономике типы модели современной корпорации.

Тип 1. Аутсайдерская интегрированная корпорация с концентрированным контролем, дистанцированным финансированием и прямым вмешательством государства в корпоративное управление. Для нее характерны: государство, топ-менеджмент и нефинансовые компании в структуре собственности; концентрированная собственность с возможным «противовесом» в форме блокирующего пакета; разделение контроля и владения в рядовых и управляющих компаниях холдингов; финансирование, ориентированное на рынок ценных бумаг; развитая система внешних и внутренних механизмов мониторинга; высокие барьеры входа в состав собственников и слабая защита собственности.

Тип 2. Интегрированная инсайдерская корпорация с концентрированным контролем, смешанным финансированием и вмешательством региональных властей в корпоративное управление. Для нее характерны: аналогичный состав основных акционеров с большей, чем в модели 1, долей физических лиц; более высокая концентрация собственности; разделение контроля и владения только в рядовых предприятиях холдинга, в управляющих компаниях наблюдается совмещение управления и контроля; совмещение всех типов финансирования; преобладание нерыночного мониторинга; высокие барьеры входа в состав собственников и слабая защита собственности.

Тип 3. Независимая инсайдерская корпорация с концентрированным контролем и отслеженным финансированием. Для нее характерны: топ-менеджеры и члены совета директоров как основные собственники; высококонцентрированная собственность; совмещение контроля и владения; финансирование, ориентированное на контроль; неразвитый нерыночный мониторинг; высокие барьеры входа в состав собственников и слабая защита прав собственности.

Для всех трех основных типов модели институциональная среда характеризуется слабой защитой прав собственности, что отражается концентрацией собственности. Для отмеченных типов модели разнится форма государственного регулирования корпорации и степень конкурентного давления в отраслях, зачастую определяемая масштабами конкуренции и операций компании. Для крупнейших глобально оперирующих компаний (тип 1) меры государственного регулирования дополняются конкуренцией на товарных рынках. Для типов 2 и 3 конкуренция и государственное регулирование могут выступать заменителями и дополнителями в зависимости от уровня конкуренции. Для компаний этих типов, работающих в отраслях без ресурсной ренты, роль государственного регулирования менее существенна.

Перспективами развития модели российской корпорации являются: рост числа аутсайдеров с разделением контроля и владения при сохранении концентрированной собственности;

увеличение доли дистанцированного финансирования;
преимущественное развитие внутренних механизмов мониторинга, таких как совет директоров, компенсационные схемы, раскрытие информации, дивидендная политика и смена менеджмента;

развитие внешнего мониторинга со стороны фондового рынка и конкурентного давления на отраслевых рынках в процессе глобализации;
усиление защиты прав собственности через импорт институтов, наднациональное регулирование в процессе глобализации.

На перспективы развития внутренних механизмов корпоративного управления в российских корпорациях влияют интересы доминирующего собственника и корпоративная интеграция. Первое проявляется в информационной и дивидендной политике, структуре совета директоров российских корпораций, второе – в характеристиках совета директоров.

Обоснованная концепция множественности моделей корпорации позволяет учитывать разнообразие институциональных сред в глобальной экономике. Концепция подчеркивает разнообразие поведенческих аспектов современной корпорации, расширяет представление о взаимосвязи внешней среды и внутренней организации корпорации, представляет новый подход к измерению результатов и характеристик ее функционирования.

Литература

1. <http://www.internationalpropertyrightsindex.org>
2. *Корпоративное управление в условиях кризиса (круглый стол в Институте современного развития – ИНСОП)* [Текст] // Вопросы экономики. 2010. № 3.
3. *Ружанская, Л. С.* Особенности дивидендной политики российских компаний и интересы инвесторов [Текст] / Л. С. Ружанская, С. А. Лукьянов // Вопросы экономики. 2010. № 3.
4. *Ружанская, Л. С.* Раскрытие информации российскими компаниями: результаты эмпирического исследования [Текст] / Л. С. Ружанская // Российский журнал менеджмента. 2010. Т. 8, № 3.
5. *Ружанская, Л. С.* Государство и изменение стратегических аспектов корпоративного управления в российских компаниях [Текст] / Л. С. Ружанская // Вестник Новосибирского государственного университета. Сер. Социально-экономические науки. 2010. Т. 10, № 1.
6. *Ружанская, Л. С.* Корпоративное управление в уральских компаниях: общее и особенное [Текст] / Л. С. Ружанская // Вестник СПбГУ. Сер. Менеджмент. 2009. № 4.
7. *Ружанская, Л. С.* Корпоративный контроль в российских компаниях: основные модели [Текст] / Л. С. Ружанская // Журнал экономической теории. 2008. № 2.