

*Значение корпоративного управления для стран Евразии<sup>1</sup> с переходной экономикой*

**Стилпон Нестор, Такахиро Ясуи и Мари-Лоранс Ги<sup>2</sup>**

***I. Вступление***

Корпоративное управление недавно вышло на передний план политических дебатов во всем мире. По сути оно относится к механизмам и системе корпоративного принятия решений, но оно также может включать широкий спектр других вопросов, в основном касающихся стимулов, которые движут поведением фирм. С точки зрения Принципов корпоративного управления ОЭСР 1999 года, корпоративное управление имеет двоякое значение. С одной стороны оно охватывает отношения и стиль поведения между разными агентами в обществе с ограниченной ответственностью. Иными словами, корпоративное управление относится к способу, которым руководители и акционеры, а также сотрудники, кредиторы, основные клиенты и общины взаимодействуют между собой с целью формирования стратегии корпорации.

С другой стороны, корпоративное управление также нуждается в поддержке государственной политики, поскольку корпоративная стратегия формируется в рамках, создаваемых рядом норм. Эти нормы могут включать частное саморегулирование, но в основном они складываются из государственных законов и нормативных положений, таких как закон о предприятиях, законодательство о ценных бумагах, требования к допуску ценных бумаг к котировке на бирже и законодательство о неплатежеспособности. Надлежащая практика корпоративного управления не может развиваться без соответствующей государственной политики и без адекватной законодательной основы. Вот почему правительства во всем мире уделяют надлежащее внимание корпоративному управлению.

В течение последних нескольких десятилетий роль корпораций частного сектора как движущей силы экономического развития и создания рабочих мест во всем мире значительно возросла. Экономический рост все больше зависит от развития конкурентного корпоративного сектора. Улучшение корпоративного управления – это вопрос, который все больше волнует все страны. В особой мере это относится к странам с переходной экономикой, которым необходимо создавать у себя частный корпоративный сектор с нуля в контексте трудной экономической трансформации.

Этот краткий документ разделен на две части. Первая фокусируется на том, почему надлежащее корпоративное управление так важно в процессе экономической трансформации. В этой части будут обсуждаться три вопроса.

---

<sup>1</sup> В этом документе термин «Евразия» относится ко всем странам, принимающим участие в процессе Евразийского круглого стола. В основном, это страны, созданные в результате распада бывшего Советского Союза, за исключением России, трех государств Балтии, Беларуси, Туркменистана и Таджикистана. Мы также включаем в эту группу Монголию, несмотря на то, что Монголия не входила в состав бывшего Советского Союза.

<sup>2</sup> Директорат по финансовым, налоговым вопросам и вопросам предпринимательства, ОЭСР. Мнения, выраженные в этом документе принадлежат авторам и не обязательно совпадают с мнениями ОЭСР.

Во-первых, надлежащее корпоративное управление необходимо странам с переходной экономикой для построения хорошо функционирующих учреждений для экономического роста. Во-вторых, надлежащее корпоративное управление ведет к эффективному распределению капитала и делает вклад в развитие финансовых рынков. В-третьих, существование надлежащего корпоративного управления является важной предпосылкой для привлечения иностранных инвестиций в странах с переходной экономикой. Вторая часть документа сосредотачивается на Евразийском регионе. Она делает попытку описать ключевые элементы структуры стимулов, которая привела к ограниченной корпоративной реструктуризации в регионе. Потом она делает обзор основных проблем корпоративного управления через призму Принципов ОЭСР.

## ***II. Значение корпоративного управления в контексте переходной экономики***

### **A. Построение учреждений рыночной экономики**

В рыночной экономике частные корпорации мобилизуют средства инвесторов и комбинируют эти средства с другими ресурсами – трудовыми и земельными. Таким образом они осуществляют свою деятельность. Их цель проста – прибыль. Признание жизненно важной роли и чрезвычайно хорошей работы корпораций частного сектора в экономическом росте было мощным мотиватором широко распространенной приватизации в многих развитых и развивающихся странах в течение последних двух десятилетий. В странах с переходной экономикой в течение последних десяти лет в беспрецедентных масштабах проходила передача корпоративной собственности в контексте экономической трансформации. Для того, чтобы в этих странах мог развиваться эффективный и конкурентный корпоративный сектор, приватизация считается необходимым шагом. Она была проведена в разной степени во всех этих странах, но проходила она по-разному.

Без надлежащего корпоративного управления корпорация неспособна достигать своей фундаментальной цели – получения прибыли – с максимальной эффективностью, как с точки зрения частного, так и общественного благосостояния. Этот важный принцип часто забывали при проведении приватизации переходного периода. Предполагалось, что корпоративное управление появится автоматически, как прямой результат трансформации собственности. На самом деле, опыт стран с переходной экономикой показывает, что передача корпоративной собственности в частные руки далеко не является достаточной для обеспечения развития сильного корпоративного сектора. Основная причина того, почему страны с переходной экономикой не имели большого успеха в корпоративной реструктуризации – это отсутствие надлежащего корпоративного управления. Предприятия не будут эффективно действовать без соответствующих правил управления и учреждений, которые следят за их выполнением, а также без создания и поддержания культуры корпоративного управления среди руководителей, акционеров и заинтересованных лиц. В странах с переходной экономикой развитие надлежащего корпоративного управления заключается не только в увеличении эффективности рынков акционерного капитала или «настройке» процессов принятия корпоративных решений, но и в создании ключевого института,

который будет двигать успешную экономическую трансформацию в направлении рыночной экономики – частной корпорации.

Во-первых, чтобы иметь надлежащее корпоративное управление, все соответствующие стороны, особенно руководители и акционеры, должны признать свои роли и играть их соответствующим образом. Для такого культурного перехода нужно время, и это не еще не является очевидным в большинстве стран с переходной экономикой. Массовая приватизация создала ряд частных акционеров, которые еще не осознали свою роль, права и обязанности, которые им необходимо взять на себя как владельцам корпорации, может быть потому, что они получили акции почти даром. Большинство из них просто ожидают выплаты дивидендов, которые в основном составляют незначительные суммы. Руководители корпораций, кажется, не полностью понимают свою роль как представителей акционеров. Они руководят предприятиями так, как если бы предприятия им принадлежали, стремясь получить личную выгоду за счет акционеров, а часто – за счет предприятия в целом. Изменения в этом контексте потребуют времени, а также эффективной политики «кнута и пряника». Во многих случаях это сведется к признанию того, что увеличение долгосрочной стоимости предприятия лучше, чем размещение его активов на заграничном банковском счету.

Во-вторых, законодательная основа корпоративного управления все еще слаба в странах с переходной экономикой. Улучшение ее согласованности и способности осуществляться принудительно возможно является наиболее настоятельной задачей политиков в преобразовании их микроэкономики. В большинстве этих стран уже приняты законы о компаниях, являющиеся основой корпоративной системы. Однако, во многих случаях законы не дают достаточно ясный и полный набор норм и недостаточно хорошо внедряются в связи с отсутствием соответствующего механизма выполнения.

Корпорация с ограниченной ответственностью – это юридическое лицо, созданное в соответствии с положениями закона о компаниях. Ограничивая ответственность акционеров суммами, которые они инвестируют в акции, закон позволяет такому учреждению привлекать средства у широкой общественности с целью проведения и расширения деятельности. Давая возможность корпорации иметь свою собственную четко определенную собственность, он предоставляет кредиторам гарантию, что кредиты обеспечиваются активами корпорации. Без адекватной юридической поддержки такая сложная институциональная договоренность не может функционировать удовлетворительно или нормально развиваться. Более того, хотя закон о компаниях является ключом к системе корпоративного управления, его недостаточно. Другие законы и нормативные акты также имеют значительное влияние на формирование корпоративного поведения. Они включают законодательство о неплатежеспособности и о ценных бумагах, которые еще необходимо разработать и внедрить во многих странах с переходной экономикой.

С другой точки зрения корпоративное управление – это процедура отбора руководителей корпорации в соответствии с рыночным механизмом. В адекватной корпоративной среде квалифицированные менеджеры могут в

достаточной мере вознаградить поставителей капитала и таким образом привлечь больше инвестиций для развития предприятия, а неквалифицированные менеджеры встретятся с трудностями в привлечении средств для их деятельности и потеряют свое предприятие. Рыночный отбор корпоративных менеджеров – это центральная черта хорошей институциональной организации. Обеспечивая компетенцию менеджеров, он способствует развитию здорового корпоративного сектора и экономики в целом. Этот аспект корпоративного управления все еще во многом отсутствует в странах с переходной экономикой.

Наконец, необходимо отметить, что улучшение корпоративного управления должно оказывать положительное влияние на общество в целом. Неподотчетные и непрозрачные корпорации вероятнее всего подрывают верховенство права и эффективность правительства, создавая и поддерживая замкнутый круг коррупции, взяточничества и низкого качества управления не только в частном секторе, но также и в государственном. Развитие корпоративного управления может рассматриваться как ключевой государственный элемент построения учреждений для прозрачного и подотчетного общества.

#### Б. Эффективное использование капитала

Корпоративное управление близко связано с корпоративными финансами и инвестициями. При коммунизме корпорации целиком зависели от правительства в том, что касалось их потребностей в инвестировании. В рыночной экономике напротив им необходимо привлекать средства непосредственно или опосредовано у общественности через финансовые учреждения; и/или получать достаточную прибыль для финансирования собственного развития. Общественность и финансовые учреждения предоставляют свои средства корпорациям не в виде подарка, а ожидая достаточной финансовой прибыли. В поисках максимальной прибыли поставители средств пытаются принудить менеджеров корпораций работать в их интересах.

Надлежащее корпоративное управление является ключом развития рынков акционерного капитала в развивающихся странах с переходной экономикой, как и во всех прочих странах. Прежде всего, если акции не приносят достаточной финансовой прибыли, никто не желает в них инвестировать. Во-вторых, стоимость акций не может быть надлежащим образом оценена из-за неподотчетного и непрозрачного руководства корпорации, также трудно ожидать эффективной торговли акциями такой корпорации. Другими словами, если существует достаточное количество предприятий, которые приносят разумную прибыль и имеют подотчетное руководство, рынок будет расти и корпоративный сектор будет получать выгоду от более низкой стоимости капитала. В противоположном сценарии, влияние «ненадлежащего управления» приведет к повышению затрат немногих хороших корпораций и вытеснит их с рынка в поисках других (как правило, заграничных) котировок. Это так называемый эффект «отрицательного отбора».

Хорошее корпоративное управление также имеет большое значение для нормального развития банковского сектора. Банки являются каналом передачи общественных сбережений корпоративному сектору. Если банки не могут оценить жизнеспособность и риск предприятий, которым они предоставляют кредит, возникает ряд значительных системных рисков. Бухгалтерские балансы банков будут отображать все большее количество безнадежных кредитов, и таким образом банки будут вынуждены пройти прямую или опосредованную обратную национализацию. Еще одной общей «болезнью» банковского сектора в нестабильных странах с переходной экономикой является оказание влияния корпорациями на банки. Это влияние часто осуществляется с помощью правительства, указывая на важность другого аспекта корпоративного управления – управления банками. Невозможно переоценить значение надлежащей практики корпоративного управления в банковском секторе для стабильности финансового сектора.

Установление надлежащего корпоративного управления имеет особое значение для стран с переходной экономикой в двух аспектах. Во-первых, в этих странах внутренние сбережения незначительны. Их следует использовать более эффективно для развития экономики. Это означает, что финансовые ресурсы должны направляться наиболее прибыльным предприятиям с наивысшим потенциалом роста. Этого невозможно достичь, если поставщики средств не могут получить адекватную информацию и не могут обеспечить адекватный контроль путем механизмов корпоративного управления. Поэтому, корпоративное управление оказывает прямое влияние на эффективное распределение незначительных сбережений.

Во-вторых, механизм корпоративного управления, основанный на законодательных нормах, чрезвычайно важен для стран с переходной экономикой, потому что дисциплина рынков капитала и товаров не будет действовать эффективно из-за существенных недостатков рынка. Таким образом этой дисциплины будет недостаточно для того, чтобы регулировать поведение руководителей корпораций. В странах с развитой рыночной экономикой, когда акционеры не удовлетворены работой предприятия, они могут переместить свои инвестиции путем продажи акций на рынке, что приводит к снижению цены на эти акции. После этого предприятие столкнется с трудностями в привлечении средств путем выпуска новых акций или корпоративных облигаций, потому что рейтинг предприятия неминуемо упадет. Банки будут менее охотно предоставлять кредиты такому предприятию. Руководители также могут встретиться с реальной угрозой поглощения по мере снижения цены на акции. В развивающихся странах и странах с переходной экономикой этот механизм рыночной дисциплины едва ли работает в связи с отсутствием рынков ценных бумаг и эффективного банковского сектора. Поглощение может быть возможно, но его будет трудно осуществить в условиях отсутствия организованных рынков и недоступности надежной корпоративной информации. Таким образом, с целью обеспечения эффективного управления корпорациями в этих странах необходимы прямые нормы, создающие механизм корпоративного управления, благодаря которому акционеры, а иногда также и кредиторы, могут призвать корпоративных менеджеров к порядку.

В общем, усилия политиков в этой области должны сводиться к тому, чтобы содействовать появлению этического цикла. Надлежащее корпоративное управление – это важный фактор в установлении качественно функционирующего финансового рынка, который приводит к эффективному использованию финансовых ресурсов и является ключевым для экономического роста. Эффективный финансовый рынок должен содействовать лучшей практике корпоративного управления путем укрепления рыночной дисциплины руководства корпораций.

## В. Содействие иностранным инвестициям

Из-за сравнительно небольших размеров внутренних сбережений развивающиеся страны и страны с переходной экономикой должны привлекать средства из других стран. Установление надлежащего корпоративного управления становится все более важным в этом контексте, по мере того, как иностранные инвесторы уделяют все большее внимание выбору своих инвестиций.

За последние несколько десятилетий международные финансовые рынки сильно изменились. Одним из самых заметных изменений является их глобализация. Громадные капиталы сейчас переводятся из одной страны в другую на ежедневной основе. Были созданы многочисленные инвестиционные фонды и другие средства управления деньгами, которые в значительной мере содействовали расширению рынков ценных бумаг. Очень важно, что пенсионная реформа в некоторых больших странах ОЭСР создала громадные финансовые ресурсы, которые инвестируются в разные рынки по всему миру.

Глобализация рынков капитала приносит пользу странам с переходной экономикой. Хотя недавние финансовые кризисы в странах с зарождающейся экономикой подчеркнули риски, связанные с такими операциями, до сих пор справедливо утверждение, что иностранные инвестиции сыграли ключевую роль в быстром экономическом росте этих стран перед кризисом. Более того, есть доказательства, что инвесторы в акционерный капитал, портфельные или прямые, не спешили выходить с рынка. Резкий отток капитала создали в основном краткосрочные банковские кредиты.

Растущая тенденция иностранного инвестирования в основном необратима, потому что излишек сбережений в странах с развитой рыночной экономикой ищет инвестиционные возможности в развивающихся странах, в которых отсутствуют достаточные внутренние сбережения. Значительные активы, накопленные в пенсионных и инвестиционных фондах требуют диверсификации. Частично они направляются на высокорисковые, но и высокоприбыльные инвестиции в развивающихся странах. Крупные институциональные инвесторы также склонны уделять внимание корпоративному управлению, поскольку многие из них, особенно пенсионные фонды и компании страхования жизни, имеют долгосрочные планы инвестирования, которые соответствуют длительным срокам погашения их обязательств. Вместо того, чтобы быстро продавать акции, когда прибыль не соответствует ожиданиям, эти инвесторы пытаются обеспечить существование

надлежащего корпоративного управления, особенно прозрачности и надлежащей защиты мелких акционеров, которое в свою очередь обеспечит долгосрочное увеличение стоимости инвестиции. Для привлечения этих долгосрочных иностранных инвесторов, странам с переходной экономикой необходимо установить надлежащее корпоративное управление. Эмпирический анализ доказывает, что страны с худшим положением в области корпоративного управления понесли больший урон в Азии в результате оттока иностранных инвестиций.

Иностранные портфельные инвестиции является вторым фактором после иностранных прямых инвестиций, который способствует облегчению быстрого перехода к рыночной экономике. Было продемонстрировано, что иностранные прямые инвестиции наиболее эффективно решают проблемы корпоративного сектора в странах с переходной экономикой. Они состоят не только из передачи средств, но и умений, доступа к рынкам, технологии и ноу-хау. Таким образом, страны с переходной экономикой, которые привлекли больше всего иностранных инвестиций показали более высокие темпы экономического роста и трансформации в течение последних десяти лет.

Уместно ли корпоративное управление для иностранных прямых инвестиций? В конце концов, прямой инвестор получает контроль и может функционировать без внешних ограничений. Однако, на практике прямые инвесторы очень беспокоятся о системе корпоративного управления. Поскольку многие из них функционируют по мировым стандартам прозрачности и подотчетности, они могут оказаться в невыгодном положении в среде, где местные предприятия могут избежать этих затрат путем коррупции, скрытого портфеля и непрозрачности. Прямым инвесторам необходима здоровая среда, создаваемая законом о компаниях, в той же степени, что и портфельным инвесторам, поскольку им часто придется иметь дело с мелкими акционерами и кредиторами в среде, где отсутствует верховенство права. В странах с переходной экономикой не удивительно, что в предприятиях, контролируемых прямыми инвесторами, участвуют государство, местные органы и граждане, получившие приватизационные сертификаты. Если нормы корпоративного управления не ясны может возникнуть (и возникало в прошлом) множество проблем.

### ***III. Контекст корпоративной реформы в Евразии***

В Евразии, как и в других странах с переходной экономикой, ожидалось, что экономические реформы приведут к значительному перераспределению ресурсов, исправив искривления, унаследованные от центрального планирования. Приведя к временному экономическому и социальному сдвигу, это распределение позже станет основой экономического возрождения. Однако, хотя рыночные реформы продолжаются в этом регионе почти десять лет, в корпоративном секторе реструктуризация проходит в небольшом объеме и существует хронический недостаток инвестиций. Результаты корпоративной реформы после почти десяти лет реформ показывают, что процесс перехода дольше и сложнее, чем предполагалось сначала.

#### **A. Стимулы корпоративной реформы**

#### а. Слабая и неэффективная приватизация

Десять лет назад, после развала Советского Союза и начала рыночных реформ в большом количестве бывших социалистических стран, приватизация неэффективных государственных предприятий стала символом перехода от центрального планирования к капитализму. Приватизация казалось обещала конец неэффективному центральному планированию – ключ к освобождению ресурсов и талантов и повышению уровня жизни. В большинстве стран Евразии прошла беспрецедентная трансформация. Экономика этих стран почти на 100% принадлежала государству, а теперь стала в основном принадлежать частным лицам. Однако, реальные изменения и модернизация на корпоративном уровне проходили медленно, в основном из-за существования негативных стимулов, движущих поведением корпораций.

Как двигатель реструктуризации, приватизация привела к значительно более скромным результатам, чем ожидалось сначала. Хотя мелкие и средние предприятия почти все были приватизированы, большая часть экономической деятельности до сих пор остается в руках государства в большинстве стран Евразии. Государство владеет или эффективно контролирует предприятия энергетической отрасли и многие из крупнейших фирм. Это резко контрастирует с тремя странами Балтии и с Россией. В Казахстане 330 крупнейших предприятий, которые вырабатывают 1/3 ВВП, все еще контролируются государством. Положение крупных государственных корпораций в Евразии не дает оснований полагать, что продолжение существования государственной собственности приведет к лучшим результатам деятельности предприятий или общества в целом.

Страны Евразии проходили приватизацию различными методами. В Украине была в основном сертификатная приватизация и трансферты инсайдерам. Только недавно она начала пытаться привлечь иностранных инвесторов в некоторые из крупнейших предприятий. Другие страны уже ввели тендерную приватизацию и в результате получили выгоду от большего объема иностранных инвестиций, как богатый энергетическими ресурсами Казахстан. Корпоративная собственность в Украине все еще рассеяна, здесь насчитывается 19 миллионов акционеров. Она более концентрирована в странах, где приватизация проходила путем продажи, и собственность находится в руках стратегических инвесторов. Украина, как и большинство других стран региона, использует подход, при котором акции продаются или дарятся руководству и работникам предприятия. В рамках новой программы приватизации украинский парламент, например, утвердил в июле этого года закон о преимущественной продаже 50% плюс одной акции одного из крупнейших металлургических предприятий в Украине, Мариупольского металлургического комбината им. Ильича, руководству и работникам предприятия, объединившимся в закрытое акционерное общество. Могущественное положение руководителей как в Украине, так и в России, дает этому подходу двойное преимущество – осуществимость и политическая популярность. Несмотря на это, опыт показывает, что крупная продажа инсайдерам создает значительные препятствия корпоративной реструктуризации в будущем, поскольку инсайдеры неохотно выполняют условия для привлечения крайне необходимого внешнего финансирования, особенно лучшего корпоративного управления.

Ваучерная приватизация была основным методом приватизации в Грузии, Армении и Республике Киргизия. Простота и справедливость этого метода в плане распределения собственности делает его довольно привлекательным с политической и административной точки зрения. Ее главным недостатком является то, что расплывчатая структура собственности приведет к слабому давлению со стороны акционеров в сфере корпоративного управления и, таким образом, замедлит процесс реструктуризации, обусловив бесконтрольное управление со стороны менеджеров компании. Эти проблемы были частично решены путем консолидации ваучеров в инвестиционных или взаимных фондах. Эти инвестиционные фонды создавались в процессе массовой приватизации с целью сбора приватизационных сертификатов у населения. К примеру, в Киргизстане в результате программы массовой приватизации появилось около 400 000 акционеров, четвертая часть которых является акционерами инвестиционных фондов. В Казахстане граждане должны были инвестировать свои ваучеры через такие фонды. На практике ваучерные фонды не выполнили своей предполагаемой роли как принципалов корпоративного управления. Они зачастую попадали под влияние менеджеров (компаний) или других сторон, имеющих связи в политических кругах. В ряде случаев они содействовали инсайдерам в распродаже активов и затем просто исчезали вместе с полученной прибылью.

Изначальные надежды на то, что массовая приватизация заложит фундамент для улучшения корпоративного управления и изменит механизмы стимулирования на уровне компаний так и не нашли своего воплощения. Ваучерная приватизация принесла лишь незначительные ощутимые выгоды для предприятий. Слабость институционализации была сильно недооценена на начальном этапе этого процесса. Ожидания, что институты и практика корпоративного управления в кратчайшие сроки получат свое развитие на пользу предприятиям и обществу в целом оказались нереалистичными. Как корпоративный сектор, так и новорожденные финансовые посредники страдали одной и той же болезнью: слабость мониторинга со стороны собственников и полное отсутствие «фидуциарной культуры».

С учетом вышесказанного, процесс рекомбинации активов действительно происходит в большинстве регионов, главным образом на внебиржевом рынке ценных бумаг. Передача активов новым более тесно контролируемым компаниям является довольно широко распространенной практикой, поскольку менеджеры вновь приватизированных компаний, где присутствует расплывчатая структура собственности (или если они имеют достаточные полномочия по перемещению активов в еще государственном предприятии), пытаются заполучить больший контроль над активами компании. В этом отношении для зарождающихся рынков региона характерно не привлечение средств, а обмен акциями и перераспределение собственности непрозрачным и, зачастую, незаконным способом. Это углубляет негативные последствия и создает огромные проблемы в развитии.

Медленная и неэффективная приватизация стала основной причиной отсутствия реструктуризации. «Красные» директора государственных и вновь приватизированных предприятий, особенно в городах, которые во многом зависят от одного конкретного предприятия, отказываются внедрять

неизбежное сокращение и видоизменение деятельности их предприятий. Государственные предприятия традиционно предоставляли множество социальных услуг работникам, что отвлекало эти предприятия от их основной деятельности, приводило к повышению затрат и не позволяло выйти на конкурентоспособные позиции. Решение проблемы социальных активов является ключевым вопросом пост приватизационной реструктуризации, поскольку компании зачастую являются единственными поставщиками ключевых социальных услуг, а государственные учреждения, которые могли бы заменить их на этом поприще, не функционируют. Реализации социальных активов иногда препятствует та же руководящая элита, которая получила выгоды от первой волны реформ. Способность влиять на социальное благосостояние зачастую является ключевым элементом определения политики.

Отсутствие инвестиций также в значительной степени объясняется низкой эффективностью и темпами приватизации. Во многих странах региона внутренние инвестиции сократились, а размеры внешних инвестиций по-прежнему остаются весьма ограниченными. И наоборот, в тех государствах, которые заняли более активную позицию в отношении внешней торговли процесс реструктуризации проходит более активно и возрастают объемы инвестиций. Казахстан создал условия для значительных инвестиций в топливно-энергетический сектор, где в настоящее время наблюдается определенный рост. С началом денежной приватизации такое небольшое государство как Молдова за первый квартал 2000 г. смогло привлечь более 48 млн. долларов прямых зарубежных инвестиций по сравнению с 6,9 млн. долларов за аналогичный период прошлого года.

#### б. Верховенство права и правоприменение

Отсутствие верховенства права является главным недостатком для развития корпораций во всех странах региона. Надлежащая защита имущественных прав требует во-первых, надлежащей законодательной базы и, во-вторых, эффективных механизмов правоприменения. Однако, в странах Евразии эти два требования зачастую не выполняются. В отличие от стран центральной и восточной Европы, стран Балтии или даже России, длительный период централизованного планирования и сравнительно недавнее обретение независимости и государственности большинством их этих стран предопределяют отсутствие законодательных и регулятивных традиций. Хотя некоторые страны поторопились принять законы, предложенные зарубежными консультантами, они впоследствии часто приходили к выводу, что эти законы слабо соотносятся с реальной ситуацией в стране. В Молдове и Грузии приняты основополагающие правовые инструменты, определяющие среду корпоративного управления. Украине и Армении все еще предстоит усовершенствовать свою законодательную базу. В Украине ключевые законы уже в течение длительного периода ожидают рассмотрения в Парламенте (например, новый гражданский кодекс, налоговый кодекс, земельный кодекс и т. д.).

Во всех странах региона судебные органы часто характеризовались как коррумпированные и отличающиеся медлительностью судопроизводства. Однако судьи зачастую утверждают, что их работа отличается особой

сложностью, поскольку в действующем законодательстве все еще существует много пробелов и противоречий. Изменения зачастую не отличаются взвешенностью и впоследствии претерпевают дальнейшие изменения, не принимая во внимание общую последовательность правовой системы. Реформа и усовершенствование правовой системы является приоритетным для всех стран региона.

Ввиду отсутствия сильных институтов, обеспечивающих верховенство закона, компании, как отечественные так и зарубежные, сталкиваются с проблемами в плане обеспечения выполнения контрактных обязательств, возврата долгов и разрешения споров. На государственных или вновь приватизированных предприятиях менеджерам легко проводить практику экспроприации, поскольку законы, которые могли бы воспрепятствовать этому, либо не существуют, либо не находят надлежащего правоприменения. Менеджеры также считают это вполне рациональным, поскольку слабая защищенность инвестиций делает перевод активов на счета зарубежных банков более привлекательным: государство или конкурент могут конфисковать капитал или в любое время изменить правила игры для компании. В среде, где существует угроза экспроприации, невозможно обеспечить использование средств по их целевому назначению. В системах, где распространено взяточничество, предпринимателям приходится постоянно платить больше большему количеству людей, поскольку лица, занимающие те или иные властные должности, постоянно меняются. Известно, что сумма взяток, выплачиваемых компаниями Грузии, составляет 8% их годового дохода, а более 50% компаний Азербайджана признают, что часто дают взятки государственным должностным лицам. В конечном итоге жертвами такой практики становятся экономика страны и общество в целом.

#### в. Макроэкономические и структурные недостатки

Слабая корпоративная реструктуризация также является результатом неспособности политики обеспечить долгосрочные перспективы развития, основанные на макроэкономической стабильности. Несмотря на то, что в большинстве стран региона (за исключением Молдовы) в этом году наблюдается определенный экономический рост, десятилетие экономической нестабильности, высокий уровень инфляции и непоследовательная монетарная политика подорвали доверие к экономике. Сложности функционирования в нестабильном окружении сужают горизонты бизнеса и негативно отражаются на частном секторе экономики. Девальвация валютного курса также является дополнительным элементом нестабильности. Недавняя сдача позиций в плане либерализации торговли в странах Центральной Азии вновь изменили экономические перспективы для многих предприятий Казахстана, Узбекистана и Киргизии. Ввиду непредсказуемости развития экономической ситуации, местные менеджеры, хотя им зачастую и принадлежат крупные пакеты акций компаний, во многих случаях воспринимают свое положение как нестабильное и временное. При краткосрочных перспективах их возможный доход от увеличения стоимости компании меньше того, что они могут получить за счет распродажи активов. Оказавшись перед выбором максимизации стоимости компании или перевода денежных потоков для получения сиюминутной личной выгоды, контролирующие менеджеры зачастую выбирают второй

вариант, и не только ввиду отсутствия верховенства закона. В среде, которой характерна длительная нестабильность, отсутствие стимула еще больше усложняет ситуацию.

Существенное искажение стимулов берет свое начало в рамках налоговой системы. В этом отношении, некоторые страны Евразии, такие как Казахстан, Киргизстан и Армения опережают Россию, приняв полноценный налоговый кодекс, хотя правоприменения в этом аспекте не всегда отличается надлежащей эффективностью. Напротив, Украина до сих пор использует налоговый кодекс, который предусматривает репрессивные налоговые ставки для предприятий. В свою очередь, это вынуждает менеджеров предприятий вести двойную бухгалтерию и обуславливает нецелевое использование активов предприятий.

Слабое конкурентное давление обуславливает негибкость компаний по отношению к развитию ситуации на рынках. Во многих странах сохраняется проникающее присутствие государства в экономике путем прямого или опосредованного субсидирования. Многочисленные требования по лицензированию препятствуют развитию конкуренции; к примеру, в Киргизстане некоторым компаниям необходимо получить более 100 лицензий для осуществления своей деятельности. В Узбекистане государственные предприятия преобразовываются в акционерные общества а частные предприятия составляют 45% всех зарегистрированных фирм. Однако хозяйственные решения по ценообразованию, выпуску продукции и инвестициям зачастую принимаются не на рыночной основе и не в интересах бизнеса. В условиях практического отсутствия дисциплины, менеджеры имеют полную свободу преследовать свои личные цели (или цели их политических патронов), при этом мало заботясь о рентабельности предприятия в целом.

Хотя доступ к банковскому кредитованию практически отсутствует для корпораций Евразии, большинство предприятий имеет задолженности по заработной плате и взаимная задолженность между предприятиями остается значительной в странах Евразии. Это, отчасти, является наследием коммунистического периода, когда платежи другим предприятиям или налоговым органам осуществлялись в безналичной форме и не сопровождалось переводом наличных средств. Хроническая задолженность затрудняет насаждение дисциплины в сфере внешних платежей, где отсутствием ликвидности поражен практически весь корпоративный сектор экономики. В то же время, это способствует непрозрачности корпоративного сектора, поскольку в общей среде, характеризующейся задолженностями и бартерными операциями, очень тяжело установить реальную ситуацию на отдельных предприятиях.

Системы банкротства оказались неэффективными в странах Евразии и как дисциплинарный механизм, и как механизм перераспределения ресурсов. К примеру, в случае с Украиной действующее законодательство о банкротстве, которое не распространяется на государственные предприятия, предусматривает ликвидацию предприятия-банкрота, но не определяет порядок финансовой реструктуризации в процессе банкротства и нечетко регулирует целый ряд других вопросов. Так в 1998 г. на рассмотрение судебных органов было подано 9 075 дел о банкротстве, в 3 500 случаях была инициирована

процедура банкротства, однако, на сегодняшний день лишь в 40 случаях банкротство принесло конкретные результаты для компании-должника. В других странах, таких как Грузия и Киргизстан, принято относительно более прогрессивное законодательство о банкротстве, однако, в большинстве случаев на практике оно не находит действенного правоприменения.

#### г. Наследие социалистической культуры управления

Для понимания вопросов, связанных с зарождением корпоративного управления в странах Евразии, огромное значение имеет тот факт, что многие из недостатков предыдущей системы имели место ввиду массовых сбоев в структуре управления, существовавшей в условиях централизованного планирования и общественной собственности на капитал.

Радикальные изменения в структуре собственности и контроля стран региона сопровождались существенными изменениями в том, как компании и их руководство рассматривают акционеров и устанавливают цели и перспективные задачи на будущее. Однако, очень многие из старых моделей так и не претерпели изменений. Государственные органы и компании по-прежнему тесно взаимосвязаны и зачастую утрачиваются границы между регулирующей инстанцией и регулируемой стороной. Корпоративное поведение по-прежнему остается жертвой мягких бюджетных ограничений. Государство предусматривает широкий круг прямого и опосредованного субсидирования предприятиям, а предприятия обеспечивают государственным должностным лицам определенную степень контроля за денежными потоками и процессом принятия решений. Таким образом, поведение менеджеров в значительной степени мотивировано поиском новых прямых и не прямых субсидий, а не решением назревших или потенциальных проблем инвесторов. Для многих руководителей старого поколения опыт использования активов компании в целях личного обогащения (при отсутствии официального материального вознаграждения за успешную деятельность), нашел новое применение в непредсказуемом контексте переходного периода. Многие подчеркивают тот факт, что хотя у многих руководителей старого толка попросту отсутствовал опыт принятия решений по использованию ресурсов и определению перспектив деятельности компании, они достигли высокого искусства в личном обогащении за счет нецелевого использования активов предприятий.

#### Б. Главные проблемы корпоративного управления

Принципы корпоративного управления ОЭСР, с момента их принятия в 1999 г. 29 странами-членами ОЭСР, стали в политическом плане главным ориентиром для реформ в сфере корпоративного управления. В марте 2000 г. они были включены в Свод 12 всемирных стандартов финансовой стабильности, составленный в рамках Форума по вопросам финансовой стабильности. Поэтому, ожидается, что эти принципы будут во все большей степени использоваться для оценки государств международными финансовыми организациями, в частности, Мировым банком. В связи с этим, целесообразно рассмотреть некоторые ключевые проблемные аспекты корпоративного управления в странах Евразии в контексте Принципов ОЭСР.

#### а. Права акционеров

Неблагоприятный инвестиционный климат стран региона в значительной степени объясняется отсутствием надежной защиты инвесторов. Корпоративное законодательство не предусматривает необходимую правовую защиту прав акционеров, а в тех случаях, когда такая защита все же предусмотрена, механизмы правоприменения и средства защиты права в случае нарушения прав акционеров являются либо недейственными, либо попросту отсутствуют. Защита прав акционеров является основой любой эффективной системы корпоративного управления. В этом отношении первым важным правом является эффективная система регистрации права собственности. В странах Евразии практика мошенничества при регистрации была в прошлом довольно распространенной.

Способность принимать участие в принятии главных решений, касающихся жизнедеятельности компании, главным образом через участие в общих собраниях акционеров, также определяется как одно из важнейших прав акционеров. В этом плане наиболее типичные нарушения включают отказ в предоставлении информации о компании, создание препятствий для участия в общем собрании акционеров, а также внесение изменений в устав компаний без принятия соответствующего решения общим собранием акционеров. В 1999 г., в адрес ГКЦБФР Украины поступило 9 345 жалоб от граждан и профессиональных участников фондового рынка о нарушении их прав и законных интересов, что на 33,5% больше, чем в 1998 г. Размывание акционерного капитала акционерами, владеющими контрольным пакетом акций, также является распространенной практикой, и последующая передача контроля над компаниями, главным образом их менеджерам, характеризуется отсутствием прозрачности. Эти нарушения по-прежнему имеют место в Украине, Молдове и Грузии. В большинстве случаев они негативно отражаются на мелких акционерах и работниках компаний.

#### б. Одинаково справедливое отношение ко всем акционерам

Принципы корпоративного управления ОЭСР предусматривают, что система корпоративного управления должна обеспечивать одинаково справедливое отношение ко всем акционерам. Прежде всего, это право на юридическую защиту. Как уже упоминалось выше, это право сильно ограничено ввиду слабого верховенства закона в странах Евразии. В Грузии, где защита прав мелких акционеров предусмотрена положениями Закона о предпринимателях и считается адекватной, главная проблема состоит в том, что мелкие акционеры не знают о всей полноте их прав, а руководители предприятий, которым, возможно, известны эти права, не заинтересованы в том, чтобы они были известны и мелким акционерам. Кроме того, отсутствуют институциональные инвесторы, которые могли бы стать инициаторами улучшения практики корпоративного управления. Есть надежда, что в Казахстане эту роль смогут сыграть вновь созданные пенсионные фонды и таким образом увеличат потенциал фондового рынка страны.

Как уже упоминалось выше, операции в личных интересах со стороны менеджеров и контролирующих акционеров компаний являются бичом для большинства стран Евразии. Во всех странах региона корпоративное управление является частью заколдованного круга внутреннего контроля и низкого уровня внешних инвестиций. Менеджеры компаний, которые зачастую также являются и акционерами, используют активы компаний в личных корыстных целях в ущерб интересам мелких акционеров. В результате, у внешних инвесторов отсутствует уверенность в том, что они смогут реально влиять на процесс принятия решений и, соответственно, они не приходят на эти рынки.

Операции в личных интересах (или сделки между связанными сторонами – термин, употребляемый в акционерном законодательстве) могут проявляться по разному. Они могут осуществляться посредством трансфертных цен, т.е. продажа по низкой цене компаниям, созданным инсайдерами, или покупка продукции у таких компаний по завышенной цене. Они могут осуществляться в виде непосредственной распродажи активов компаниям, которые контролируются инсайдерами. Операции в личных интересах могут быть аннулированы лишь при условии применения к ним очень жестких правовых санкций, таких как штрафные санкции, предусмотренные в некоторых странах ОЭСР (например, во Франции). Также должны применяться жесткие и действенные требования к менеджерам относительно раскрытия информации о любой прямой или опосредованной заинтересованности в сделке, которая заключается компанией. Комиссии по ценным бумагам должны предоставляться реальные полномочия по практическому внедрению таких требований. В большинстве стран Евразии отсутствуют нормы относительно раскрытия информации о сделках между связанными сторонами.

#### в. Роль заинтересованных сторон

В Принципах ОЭСР подчеркивается, что стимулирование активного участия заинтересованных сторон в процессе корпоративного управления отвечает долгосрочным интересам компаний. Должны эффективно соблюдаться юридические права заинтересованных сторон (работников, кредиторов, поставщиков и потребителей). Такие факторы как бизнес этика и корпоративное понимание вопросов экологии и общественных интересов региона, в котором функционирует компания, могут в значительной степени влиять на репутацию и долгосрочный успех компании. Но в настоящее время эти вопросы не находят понимания со стороны инвесторов и руководителей предприятий в странах Евразии.

Прежде всего, отсутствует необходимая законодательная база по защите заинтересованных сторон от противоправного корпоративного поведения компаний. В большинстве стран региона законы по защите потребителей и окружающей среды, а также трудовое законодательство, ориентированное на рыночные отношения, находятся на ранней стадии разработки.

В странах Евразии заинтересованные лица, особенно работники предприятий (не смотря на то, что они одновременно являются и акционерами), получают недостаточную информацию и играют очень незначительную роль в процессах

корпоративного управления. Представительство работников предприятий могло бы стать действенным инструментом контроля за фидуциарными функциями менеджеров и ограничения операций в личных интересах. Однако, в настоящее время акционерным капиталом работников часто манипулируют посредством угроз для консолидации власти руководителей и углубления разграничения между контролем и финансовыми потоками.

#### г. Раскрытие информации и прозрачность

Надлежащее корпоративное управление требует строгого режима раскрытия информации, признания прозрачности как ключевого элемента эффективной рыночной экономики. Они требуют своевременного и точного раскрытия информации по таким вопросам, как финансовые и операционные результаты предприятия. Большинство стран в регионе взяли на себя инициативу по улучшению прозрачности и практики отчетности путем принятия Международных стандартов бухгалтерского учета, как в Киргизстане, или использования Международных стандартов бухгалтерского учета как основы для национальной системы бухгалтерского учета, как в Украине и Молдове. На самом деле, в некоторых отношениях Евразия более продвинута чем Россия в принятии рыночной практики бухгалтерского учета и порыве со старой основанной на налогах советской системой бухучета, установленной Министерством финансов. Однако, на практике многие предприятия продолжают вести двойную бухгалтерию, особенно для избежания уплаты больших сумм налога.

В Украине не существует четко установленных механизмов или ограничений относительно назначения и отзыва внешних аудиторов. Хотя независимые аудиторы необходимы, руководство предприятия обычно назначает и увольняет их без существенного внешнего контроля за этим процессом. Большинство стратегических инвесторов знакомы с фривольной практикой бухучета и аудита и пытаются проводить международный независимый аудит перед покупкой пакетов акций в предприятиях. Но руководство все еще может воздвигнуть значительные препятствия проведению качественных диагностических процедур. В будущем стоит важная задача по созданию адекватных профессиональных органов в регионе, которые могут осуществлять надежный контроль качества и соблюдения этических принципов их членами и стать движущей силой прозрачности. В течение последних двух лет было немало позитивных событий в этом отношении в регионе.

Гораздо более трудно добиться раскрытия нефинансовой информации, такой как цели предприятия, собственность крупных пакетов акций и прав голоса, вознаграждение ключевых должностных лиц, личная материальная заинтересованность членов наблюдательного совета и правления в вопросах, влияющих на корпорацию и существенные прогнозируемые факторы риска. В большинстве стран Евразии мало требований к раскрытию нефинансовой информации. В этих обстоятельствах структуры контроля не прозрачны и операции с использованием внутренней информации в основном не выявляются. Говорят, в Казахстане существует пять крупных корпоративных групп, но в связи со сложными договоренностями между предприятиями практически невозможно выявить реальных собственников этих предприятий.

Развитие фондовых бирж Евразии, находящихся в зародышевом состоянии, может зависеть от доступности финансовой и нефинансовой информации. Поэтому фондовые биржи должны первыми внедрять международные стандарты и практику, как в области принятия, так и выполнения правил.

#### д. Обязанности наблюдательного совета

Наблюдательный совет должен быть основным механизмом для эффективного контроля правления и стратегического руководства корпорации. Обязанность наблюдательного совета действовать справедливо по отношению ко всем группам акционеров и заинтересованных лиц и обеспечивать соблюдение действующего законодательства. Члены совета должны иметь возможность высказывать объективные суждения по делам корпорации, независимо от правления. Надлежащее корпоративное управление зависит от компетенции и порядочности членов совета и наблюдательного совета в целом.

Наблюдательные советы юридически обязательны в большинстве стран региона. В Украине с января 1998 г. акционерные общества с более чем 50 акционерами должны выбирать наблюдательный совет, представляющий интересы акционеров. На практике же правление часто не желает признавать орган, который осуществляет надзор за его деятельностью. На самом деле, многие действующие акционерные общества не имеют работающих наблюдательных советов.

Поскольку присутствие государства как акционера все еще представляет важность для региона, оно может быть использовано для улучшения структур Наблюдательного совета. Государство и его учреждения по управлению активами (ФГИ) могут внедрить такую политику управления, которая вынудит компании привлекать в состав Наблюдательного совета независимых членов, которые серьезно относятся к обязанностям контроля. В этом плане с членами Наблюдательного совета можно проводить необходимую образовательную работу. Если бы государство стало пионером в сфере корпоративного управления, это могло бы привести к существенным позитивным сдвигам как для частных компаний, так и для рынка в целом. Во многих странах ОЭСР государство, как акционер, занимает активную позицию: Швеция и Италия использовали свои права собственности для усовершенствования структур Наблюдательного совета и улучшения практики корпоративного управления.

#### ***IV. Заключение***

Опыт переходного периода стран Евразии показывает, что реформаторы недооценили роль институционализации. Отсутствие надлежащим образом функционирующих частных институтов, т. е. корпораций, непосредственным образом влияет на темпы роста, ограничивая кредитование и инвестиции в акционерный капитал. Это также влияет на распределение дохода в обществе: в условиях прозрачности и отчетности у крупных акционеров и контролирующих менеджеров будет меньше возможностей распродавать активы и обогащаться за счет других акционеров и общества в целом. Однако надлежащее функционирование компаний также зависит от существования адекватных

государственных институтов, таких как судебные органы, комиссии по ценным бумагам и т. д., призванных обеспечить соблюдение имущественных прав и правил управления.

Хотя эффективное корпоративное управление не может существовать без надлежащего государственного управления, последнее не сможет укорениться если частный сектор экономики и его главные участники, компании не станут прозрачными и законопослушными корпоративными гражданами. Понимание этой взаимозависимости должно быть ключевым аспектом любых реформ.

В последнее время высшие руководители государств все в большей степени осознают важность практики корпоративного управления и его влияние на экономику в целом и, соответственно, принимают меры по улучшению системы корпоративного управления. В июле 1997 г., правительство Киргизии, первое из всех стран региона, своим постановлением утвердило учебное пособие по корпоративному управлению, в котором подчеркивается важность эффективного корпоративного управления и прилагается образец типового устава компании.

Но одних государственных инициатив недостаточно. Опять таки, частный сектор играет огромную роль для внедрения практики эффективного корпоративного управления. Для активного участия частного сектора менеджеров и других ключевых должностных лиц необходимо убедить в том, что эффективное корпоративное управление имеет большую важность для бизнеса. В этом отношении внешние инвесторы, а в случае стран Евразии – международные финансовые организации, такие как ЕБРР и МФК, могли бы занять более активную позицию и в большей степени учитывать аспекты корпоративного управления при определении своей инвестиционной политики.