

VIII МЕЖДУНАРОДНАЯ НАУЧНАЯ КОНФЕРЕНЦИЯ
МОДЕРНИЗАЦИЯ ЭКОНОМИКИ И ОБЩЕСТВЕННОЕ РАЗВИТИЕ

Москва, 3-5 апреля 2007 г

Оценки регулирующего воздействия изменений корпоративного законодательства

С.Б.Авдашева, д.э.н., профессор ГУ-ВШЭ, зав. сектором Фонда «Бюро экономического анализа»

А.Е.Шаститко, доктор экономических наук, профессор экономического факультета МГУ им. М.В.Ломоносова, Генеральный директор Фонда «Бюро экономического анализа»

Ключевые слова: корпоративное управление; оценки регулирующего воздействия; права собственности

JEL: D230; G300 ; K220

Аннотация: Доклад посвящен обобщению результатов применения метода оценок регулирующего воздействия к анализу изменений корпоративного законодательства. На основе разделение проведенных оценок регулирующего воздействия на две группы рассмотрены общие и специальные проблемы их применения

Введение

Доклад посвящен обобщению результатов применения метода оценок регулирующего воздействия к анализу изменений корпоративного законодательства. В рамках деятельности БЭА проведена формализованная оценка 16 изменений корпоративного законодательства, в том числе результаты 10 оценок нашли отражение в специальных бюллетенях. Оценка регулирующего воздействия (ОРВ) – новый в российской системе нормотворчества метод, именно поэтому результаты его апробации важны не только по существу, но и с точки зрения возможностей дальнейшего применения.

При различии объектов анализа, большинство проведенных оценок могут быть разделены на две группы. Первая группа изменений отражает необходимость дополнительной спецификации прав собственности различных групп участников корпоративных отношений, а вторая – потребность уточнения корпоративных норм в условиях активных процессов перераспределения и концентрации собственности. Безусловно, такое разграничение весьма условно, поскольку регулирование корпоративных отношений в условиях перераспределения собственности также нацелено на дополнительную спецификацию и защиту прав различных групп собственников. Вместе с тем, вторая группа изменений обладает важной особенностью: для эффективной системы корпоративного управления значение имеют не только издержки защиты прав собственности при данном их наделении, но и издержки обмена на рынке прав собственности (издержки перераспределения прав собственности).

Проблемами, рассмотренными в *первой группе* ОРВ, являются:

- повышение ответственности директоров и менеджеров;
- ответственность основного общества по долгам дочернего общества;
- распределение прав и ответственности при хищении бездокументарных ценных бумаг;
- спецификация прав собственности на «ничейные» ценные бумаги;
- правовое регулирование дробных акций.

Ко *второй группе* объектов ОРВ относятся:

- защита прав кредиторов при реорганизации юридического лица;
- регулирование перекрестного владения акциями;
- регулирование прав акционеров на продажу/выкуп акций при поглощении акционерного общества и перераспределении контроля.

Обобщение результатов анализа позволяет не только выработать рекомендации в отношении отдельных проблем, но и сделать ряд выводов об особенностях и тенденциях развития корпоративного законодательства в России.

1. Оценки изменения корпоративного законодательства: общие проблемы

При подготовке оценок регулирующего воздействия и оценке изменений корпоративного законодательства три проблемы были общими:

- В какой степени оправдывается дополнительная спецификация прав собственности, не превосходят ли издержки по дополнительному уточнению прав выигрыши от подобного уточнения?

- Не могут ли новые нормы – даже если цели их внедрения вполне оправданы, - на практике ограничить возможности развития корпоративных отношений, в том числе перераспределения прав собственности?

- Насколько важно при оценке новых норм корпоративного законодательства учитывать соотношение между фактическим состоянием корпоративного управления в России и «идеальным», с нашей точки зрения?

Оценивая изменения корпоративного законодательства, мы опирались на следующее представление об эффективном (результативном) законодательстве. Цель конструирования правовых норм – снижение суммарного бремени издержек правоприменения, включая потери от ошибок I и II рода. Издержки правоприменения могут быть классифицированы по участникам корпоративного управления, включая различные группы собственников (доминирующие и мелкие собственники, государство и другие группы собственников), исполнительный менеджмент, кредиторы, регулирующие органы, судебная система. Для каждой из этих групп собственников соотношение явных и неявных (альтернативных) издержек может различаться. Кроме того, явные и неявные издержки разных групп собственников имеют разное значение для перспектив развития корпоративного управления, и могут учитывать при анализе нововведений с разным весом. В этом контексте возникает серьезная проблема измерения издержек разных групп участников и их учёта при принятии решений.

Приведем типичный пример. Издержки миноритарных собственников в российской институциональной среде всегда будут преимущественно неявными. В процессе перераспределения прав собственности миноритарии предпочтут отказаться от защиты своих прав с помощью судебной системы, и их издержки смогут быть измерены лишь как альтернативные (упущенная выгода). С другой стороны, число миноритарных акционеров в России становится все меньше. Складывается ощущение, что в тенденции издержками этой группы можно пренебречь при конструировании правовых норм. Однако реализация такого подхода приведет к исключению возможностей финансировать российские компании с помощью привлечения акционерного капитала.

Ряд принципиальных замечаний может быть сделан в связи с учётом в нормотворчестве оценки состояния отношений в корпоративном секторе. Главное из них может быть сформулировано следующим образом: при планировании изменений корпоративного законодательства следует принимать во внимание позитивную, но не нормативную экономическую теорию. Факторы, повышающие трансакционные издержки разных групп участников корпоративного управления, безусловно, должны приниматься во внимание. Поэтому оправданы нормы, нацеленные, например, на частичную компенсацию асимметрии информации между внешними (как правило, мелкими)

собственниками и инсайдерами (крупными собственниками, в особенности объединенными с исполнительным менеджментом). В то же время не должны приниматься во внимание представления об идеальной (при данных условиях) модели корпоративной собственности.

Отдельного упоминания в этой связи заслуживает проблема эффективного собственника. Традиционным в последние годы стало представление о том, что в российской институциональной среде эффективной может быть только концентрированная собственность. Из этого утверждения часто делается вывод о том, что и корпоративное законодательство должно быть ориентировано на интересы крупных, доминирующих собственников, а защищенность мелких собственников после принятия закона «Об акционерных обществах» 2002 года уже является избыточной. На наш взгляд, преимущества крупной концентрированной собственности не означают, что корпоративное законодательство должно защищать исключительно крупных собственников. Принцип должен состоять в том, чтобы защищена была собственность не концентрированная, и не распыленная, а законная. Любой другой подход усиливает правовой нигилизм и в перспективе снижает защищенность прав собственности всех участников экономики. Именно в этом должен состоять приоритет прав собственности в целом и юридических норм в частности.

Опыт разработки ОРВ требует сделать еще один важный вывод относительно факторов эффективности этого метода. Он чрезвычайно чувствителен по отношению к предварительно заданным вариантам сравнения. В этом контексте ОРВ не может заменить предварительного анализа ситуации и экспертных заключений.

2. Спецификация прав собственности

Важный вывод анализа ОРВ, посвященных спецификации прав собственности, состоит в том, что «специфицировать» и «конкретизировать» безусловно не являются синонимами. Более того, подмена одного понятия другим представляет для развития законодательства потенциально большую опасность.

Примером служит проблема уточнения механизма определения *оснований и объема ответственности директоров и менеджеров* за убытки, причиненные ими компаниям. Было выделено три потенциально конкурентоспособных варианта решения проблемы:

(А) Разработка официального толкования статьи 71 Закона «Об акционерных обществах» с целью определения, в каких случаях вина руководителей будет прямо следовать из решений, принимаемых ими.

(В) Детализация критериев добросовестности и разумности.

(С) Установление презумпции виновности членов коллегиальных органов управления и руководителя.

С точки зрения требований «конкретности» вариант (В) проигрывает и варианту (А), и варианту (С). Вместе с тем, именно в его пользу был сделан выбор. Главный аргумент в пользу варианта (В) – более правильное разделение бремени доказывания факта оснований возникновения ответственности. Более конкретные критерии предоставляют большие основания для возникновения ошибок I и II рода, по сравнению со сравнительно

расплывчатой формулировкой. Правда, эффективность последней, в свою очередь, решающим образом зависит от квалифицированности, добросовестности и независимости судей.

При анализе проблемы ответственности материнского общества по убыткам дочернего также были отвергнуты «более конкретные» методы решения проблемы – например, возложить на основное общество полную безвиновную ответственность за любые убытки дочернего общества или, напротив, полностью отказаться от института ответственности основного общества за результаты деятельности дочернего общества. Объектом итогового сопоставления были два варианта, которые отличались распределением бремени доказательства: либо принимается презумпция невиновности основного общества, и бремя ответственности влияния на дочернее возлагается на акционеров дочернего общества, либо принимается презумпция виновности основного общества, и именно оно несет бремя доказывания отсутствия влияния на деятельность дочернего. Сделанный выбор в пользу первого из двух указанных вариантов, на первый взгляд, противоречит логике защиты интересов мелких собственников. Однако сопоставление издержек правоприменения заставляет отказаться от презумпции виновности материнской компании. При значительных масштабах распространения холдингов возложить на материнскую компанию обязанность доказывать факт непричинения вреда означает предопределить избыточные масштабы применения нормы. Объективным результатом стало бы повышение риска оппортунизма со стороны менеджеров дочерних обществ, поскольку неадекватно большая доля риска перекладывалась бы на материнскую компанию. Соответственно, следовало бы ожидать усугубление проблемы принципала-агента, осложняющей перспективы развития в России модели собственности, отделенной от менеджмента.

Защита прав собственности одновременно означает спецификацию ответственности участников корпоративного управления. В качестве примера можно привести решение вопроса об *определении ответственности за хищение бездокументарных ценных бумаг*. При анализе проблемы ответственности за хищение бездокументарных ценных бумаг главный выбор был связан с определением объекта ответственности (регистратор или эмитент) и механизмом применения ответственности – солидарная или субсидиарная. Выбор в пользу солидарной ответственности регистратора и эмитента сделан для того, чтобы снизить издержки определения объекта взыскания для пострадавшей стороны. Владелец ценных бумаг может обратиться к любому из двух агентов, выбор ответственной стороны не влияет на объем взысканных убытков. Данный пример еще раз подтверждает, что спецификация прав собственности лучшим, на взгляд разработчиков, путем может и должна отличаться от предельной конкретизации прав и обязанностей.

2. Издержки перераспределения прав собственности

Проблемы, возникающие в связи с перераспределением прав собственности и его нормативно-правовым обеспечением, вполне очевидны. С одной стороны, реструктуризация компаний, включая изменение акционерной собственности, является залогом повышения эффективности использования ресурсов. С другой стороны, перераспределение акционерной собственности в России сопровождается масштабным нарушением прав участников системы корпоративного управления. В этом контексте

законодатель стоит перед дилеммой: рост издержек перераспределения собственности может блокировать реструктуризацию. С другой стороны, низкие издержки перераспределения собственности могут облегчить не только реструктуризацию, но и характерные для российской экономики недобросовестные захваты чужой собственности.

Эта проблема диктует вариативность подходов к решению отдельных вопросов. Так, в сфере *обеспечения прав кредиторов при реорганизации юридического лица* эксперты БЭА высказались против сохранения статус-кво, которое предполагает избыточную защиту прав кредиторов в форме права требовать прекращения или досрочного исполнения обязательств перед ними и возмещения убытков. Выбор был сделан в пользу варианта о том, чтобы кредиторы были вправе требовать досрочного исполнения или прекращения обязательств и возмещения убытков исключительно в судебном порядке. При данном варианте суд должен оценить, обоснованы ли подобные требования, то есть возникает ли в результате реорганизации опасность ненадлежащего исполнения обязательств со стороны должника. Вместе с тем, этот вариант требует внесения в действующее законодательство значительных компенсирующих изменений, в число которых могут входить:

- солидарная ответственность всех правопреемников реорганизованных юридических лиц;
- механизма обязательного предоставления участниками (акционерами, членами) реорганизуемого юридического лица обеспечения исполнения создаваемым юридическим лицом тех обязательств, которые перейдут к нему в порядке универсального правопреемства;
- ответственности менеджеров и членов советов директоров реорганизуемых юридических лиц за убытки, причиненные кредиторам, если эти убытки возникли благодаря сокрытию информации, связанной с фактом реорганизации или существенными условиями ее проведения.

В ряде случаев обсуждение изменений в корпоративное законодательство осложняется тем, что один и тот же инструмент может служить разным целям. Ярким примером является перекрестное владение. С одной стороны, система перекрестного владения является способом «окапывания» исполнительного менеджмента, снижающим действенность корпоративного контроля. С другой стороны, перекрестное владение может использоваться и в других целях, например, в рамках стратегических альянсов в качестве залога «взаимной лояльности» или в рамках реорганизации компании, как переходная форма.

Именно поэтому, сравнивая варианты запрещения системы перекрестного владения и ограничения использования прав по акциям, находящимся в перекрестном владении, эксперты БЭА сделали выбор в пользу последнего. С точки зрения целей «окапывания» ограничение использования прав по акциям приведет к тому же результату, что и прямой запрет на перекрестное владение, однако может и не ограничить использование перекрестного владения для других целей. Важным аргументом в пользу выбора более «мягкого» варианта было снижение издержек правоприменения: не возникает необходимости осуществлять какие-либо операции с пакетами акций, находящимися в перекрестном владении.

Проблемы обеспечения прав собственности в ходе перераспределения контроля и связанные с этим издержки рассматривались в ОРВ, посвященном регулированию прав акционеров при перераспределении контроля, и одновременно – возможности закрепления одностороннего контроля. В данном вопросе, как нигде, проявилась проблема противоречивого воздействия принимаемых норм.

При перераспределении доминирующего контроля в акционерном обществе миноритарные акционеры сталкиваются с риском изменения стратегии компании и снижением ценности акций. Чтобы предоставить акционерам дополнительные права, законодатель налагает на приобретающую контроль сторону обязательства предложить мелким акционерам возможность продать акции по «справедливой» цене (механизм определения «справедливых» цен – с помощью независимого оценщика или с помощью котировок на финансовом рынке, - был объектом отдельного обсуждения). Право акционеров на принятие решений должно действовать достаточно продолжительное время. Однако в течение этого времени возникает опасность манипулирования решениями акционерного общества с двух разных сторон. С одной стороны, исполнительный менеджмент может использовать возможность провести на общем собрании акционеров выгодные решения («золотые парашюты»). Следовательно, необходим мораторий на принятие акционерным обществом комплекса защитных мер. С другой стороны, если новый контролирующий собственник представлен в собрании акционеров, он может повышать стимулы для мелких акционеров принять его предложения, продвигая решения, снижающие будущую ценность акций. Следовательно, и от действий нового контролирующего собственника акционерное общество должно быть защищено. Как мы видим, применение процедуры обязательного предложения о продаже акций создает высокие и комплексные издержки.

Не менее серьезный комплекс проблем связан с режимом вытеснения мелких акционеров. Основное расхождение между экспертами БЭА и мнением законодателя возникло в связи с вопросом о том, каким образом следует компенсировать нарушенные при определении «справедливой цены акции» права мелких акционеров. Законодатель встал на позицию о том, что мелкий акционер может требовать возмещения причиненного убытка через суд, однако при этом сам факт перераспределения собственности не может быть оспорен. На первый взгляд, такое решение обладает по крайней мере преимуществом окончательности. Однако эксперты БЭА придерживались той точки зрения, что в условиях, когда мелкие акционеры сталкиваются с проблемой безбилетника (стимулы требовать возмещения нанесенных убытков для каждого из них сравнительно невелики), налагать на них издержки судебного иска без перспективы оспорить саму сделку – означает создавать слишком высокие стимулы для злоупотреблений со стороны доминирующих акционеров.

3. Тенденции развития корпоративного законодательства в России с точки зрения издержек правоприменения

Подводя итоги, можно сделать следующие выводы о тенденциях развития корпоративного законодательства:

- до сих пор при конструировании норм законодательства законодатель пренебрегает оценками ожидаемых затрат как участников корпоративного управления, так и системы правоприменения.

- стремление максимально конкретизировать правовые нормы («устранить неопределенность») ведет к росту опасности ошибок I и II рода, усилению режима дискриминационности в защите прав собственности. Гибкость правовых норм, определяющих конкретные формы легального и нелегального поведения, выглядит предпочтительнее жесткости;

- при изменении правовых норм важной задачей является поиск более «мягких» вариантов, которые позволяли бы достичь первоначально выдвинутых целей, не возлагая на участников корпоративного управления избыточных издержек правоприменения;

- стремление повысить долю «окончательных решений» при применении корпоративного законодательства может вести к повышению переговорной силы того, кто и в рамках статус-кво обладает ею. В этом контексте стремление снизить издержки доминирующих акционеров могут принести им краткосрочные выгоды, которые, однако, впоследствии могут быть с избытком компенсированы снижением ценности прав собственности в российской корпоративной системе.

- важнейшим фактором, воздействующим на эффективность применения норм корпоративного законодательства, является квалифицированность и добросовестность судебной системы. Продолжающиеся попытки повысить независимость действенности норм от применяющих их участников системы корпоративного управления, на наш взгляд, обречены на неудачу.

Еще один важный вывод связан с возможностью оценить отдельно взятую норму корпоративного законодательства, не прибегая к рассмотрению общего контекста. Однозначный вывод здесь невозможен. С одной стороны, ОРВ требуют оценки влияния вариантов конкретных изменений, при прочих равных условиях (включая неизменность прочих законодательных норм и «нормальном» уровне их применения). С другой стороны, фактический уровень применения других норм может быть таков, что либо меняет баланс оценок разных вариантов изменений, либо сводит на нет эффект потенциального улучшения от применения лучшей нормы. Этот вывод возвращает нас к старой истине о том, что совершенствование применения действующего законодательства (если оно не содержит откровенно опасных норм) при прочих равных предпочтительнее даже самых прогрессивных изменений действующих норм.

Список использованной литературы

Шаститко А.Е. Проектирование институциональных изменений в сфере корпоративных отношений. В: Ясин Е.Г. (ред.). Материалы VII Международной научной конференции "Модернизация экономики и государство". М., ГУ-ВШЭ, 2006.

Кокорев Р.А., Шаститко А.Е. (ред.). Использование оценок регулирующего воздействия для совершенствования корпоративного законодательства. М., ТЕИС, 2006.

Кокорев Р.А., Шаститко А.Е. Выявление механизмов недобросовестных корпоративных захватов и выработка предложений по противодействию их использованию (с учетом мирового опыта). М.: ТЕИС, 2004.