

ОСНОВНЫЕ ТЕНДЕНЦИИ ЭВОЛЮЦИИ КОРПОРА- ТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ЯПОНИИ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА СРАВНИТЕЛЬНЫЕ ИССЛЕДОВАНИЯ

(1)

Юко Адачи¹

В данной главе представлен анализ текущего состояния и основных тенденций развития корпоративного управления в Японии и рассматривается возможность их сопоставления с соответствующими процессами, происходящими в России.

Хотя необходимость совершенствования практики корпоративного управления в стране обсуждается уже долгое время, процесс ее реформирования протекает достаточно медленно. Япония известна непоследовательным внедрением передовых стандартов в области корпоративного управления. Характерными особенностями корпоративного управления в стране являются слабая независимость советов директоров, наличие в них недостаточного количества независимых директоров, чрезмерность перекрестного владения акциями,

¹ Юко Адачи (Yuko Adachi), доцент Отделения страноведения России, университет София, Токио, Япония.

низкий уровень раскрытия информации, частые корпоративные скандалы и мошенничество¹.

Вместе с тем события, происходящие с момента вступления в должность премьер-министра Синдзо Абэ в декабре 2012 года, настраивают на оптимистический лад относительно перспектив многообещающей реформы корпоративного управления. Сквозь призму недавних инициатив по улучшению корпоративного управления автор главы приходит к главному выводу о смене вектора развития и значительных переменах в японской практике корпоративного управления несмотря на то, что многое еще только предстоит сделать.

Структура главы выглядит следующим образом. В первом разделе кратко описана корпоративная система Японии, которая определяет характер модели корпоративного управления в стране. Во втором разделе изложены основополагающие принципы текущей реформы. В третьем представлены ключевые инициативы, направленные на совершенствование корпоративного управления, включая недавно внедренный Кодекс корпоративного управления. В четвертом разделе вниманию читателя предлагается анализ процесса практической реализации реформы корпоративного управления, а в пятом изучается ее политическая экономия. В заключительном разделе автор предпринимает попытку обсудить влияние происходящих в Японии процессов на сравнительный анализ корпоративного управления с особым акцентом на Россию, которая также переживает период реформирования корпоративного управления и недавно внедрила новую редакцию национального Кодекса корпоративного управления.

(2)

¹ Так, к примеру, три года назад в журнале The Economist была опубликована статья о корпоративном скандале в Olympus — японском производителе фотоаппаратуры. Olympian depths: Want to invest in underperforming companies with no outside directors? Go to Japan// The Economist, November 3, 2012.

7.1. Корпоративная система Японии

Корпоративная система Японии традиционно характеризуется наличием трех факторов:

1) основной банковской системы (система *Main bank*), которая стимулирует компании к установлению прочных взаимоотношений посредством заимствований и участия банков в акционерном капитале фирмы. При этом основной банк приходит на помощь компании в случае, если та испытывает финансовые затруднения;

2) системы *Keiretsu*, подразумевающей создание сети зависимых компаний, которые формируют долгосрочные коммерческие связи через перекрестное владение акциями друг друга;

3) пожизненного трудоустройства и системы старшинства, которые обеспечивают безопасность и стабильность сотрудников на всем протяжении найма вплоть до выхода на пенсию, а также заработную плату, основанную на выслуге лет и близости срока выхода на пенсию. Шкала заработной платы в соответствии с принципами старшинства мотивирует сотрудников не менять место работы, а система пожизненного найма во многих случаях формирует у них чувство принадлежности и лояльности по отношению к компании.

Результаты социологических исследований свидетельствуют о том, что в Японии цели деятельности компании и ее место в обществе видятся и понимаются иначе, чем в США или Великобритании. Согласно опросу менеджеров в Японии, США, Великобритании, Германии и Франции, проведенному профессором Масару Йошिमори, 97% респондентов в Японии считают, что компании осуществляют свою деятельность в интересах широкого круга ее стейкхолдеров — заинтересованных лиц, и только 3% ответили, что интересы акционеров должны пользоваться приоритетом. В США и Великобритании соответственно 76 и 71% менеджеров поставили интересы акционеров во главу угла. В рамках того же опроса менеджеров спрашивали об их приоритетах относительно стабильного трудоустройства и выплаты дивидендов. Отвечая на поставленный вопрос, 97% японских респондентов сочли стабильный найм более важным.

(3)

В США и Великобритании 89% менеджеров, напротив, выразили убеждение в том, что выплата дивидендов гораздо важнее, чем удержание рабочей силы¹.

Благодаря системе пожизненного найма и практике вознаграждения в соответствии с принципом старшинства японский рынок труда статичен. Однажды устроившись на работу в компанию, сотрудник обычно продолжает трудиться в ней вплоть до выхода на пенсию. Результатом пожизненного найма является также то, что президенты компаний и члены советов директоров избираются, как правило, из числа сотрудников. В сложившихся условиях практику приглашения внешних независимых директоров внедрять достаточно сложно.

Из-за преобладания перекрестного владения акциями, что способствует установлению стабильных деловых отношений, акционерам трудно проявлять активность в борьбе за свои права. Более того, исторически японские компании проводят собрания акционеров в течение одной и той же недели, порой в один и тот же день, что также уменьшает влияние акционеров. Данная практика уходит корнями в прошлое в качестве одного из инструментов противодействия корпоративному шантажу и сохраняется как традиция вплоть до настоящего времени.

На этом фоне корпоративное управление в Японии все же претерпевает существенные изменения, которые (судя по первым признакам) действительно ощутимы.

(4)

7.2. Основополагающие принципы совершенствования корпоративного управления в Японии

Со времени вступления в должность премьер-министра Синдзо Абэ в конце 2012 года в целях оживления японской экономики проводится так называемая трехвекторная политика. Этому предшествовали «два потерянных десятилетия» непрерывного экономического спада, продолжавшегося с начала 1990-х годов. Первый вектор — монетарные, кредитно-валютные послабления; второй — фискальное стимулирование; третий — политика роста, нацеленная на повышение производительности национальных компаний. «Абэномика» проходит под лозунгом повышения «способности Японии получать прибыль». Во главу угла поставлена задача увеличения прибыльности и производительности японских компаний в среднесрочной и долгосрочной перспективе.

Правительство всеми силами стремится повысить эффективность и уровень прибыли японских компаний, что позволит увеличить налоговые поступления в государственную казну и сократить дефицит бюджета. В настоящее время Япония испытывает государственный дефицит: в 2015 году ожидается превышение долга над ВВП на 230%. В то же время Правительство С. Абэ акцентирует внимание на необходимости выплаты дивидендов акционерам. Повышая прибыль акционеров, особенно пенсионных фондов, Правительство пытается поддерживать уровень благосостояния в стране с наиболее быстро стареющим населением в мире.

В целях реализации поставленной задачи совершенствование механизмов корпоративного управления, наряду с радикальным изменением умонастроений руководства крупных корпораций, стало приоритетом политики Правительства. В этой связи особое значение приобретают активные действия японских менеджеров на международной деловой арене и осознание ими необходимости повышения конкурентоспособности в глобальном масштабе, особенно в плане роста рентабельности собственного капитала (ROE). Коэффициент ROE показывает, насколько эффективно компания использует

(5)

¹ Количество охваченных исследованием компаний — от 50 до 100 в каждой стране. Первоисточник: Masaru Yoshimori. *Whose Company Is It? The Concept of the Corporation in Japan and the West* // Long Range Planning. Vol. 28, No. 4. P. 33–44, 1995, quoted in Franklin Allen and Douglas Gale. *A Comparative Theory of Corporate Governance* // Wharton Financial Institutions Center Working paper, 2002.

средства акционеров для извлечения прибыли. Имеющие биржевой листинг компании Японии исторически демонстрируют низкий, по сравнению с сопоставимыми международными корпорациями, уровень ROE: в среднем около 5% на фоне более чем 15% в США. Поскольку японские компании традиционно накапливают больший объем денежной наличности, чем корпорации других стран Большой семерки (G7), от компаний с высокой доходностью ожидают более активного использования наличных резервов в качестве новых капиталовложений, финансирования слияний и поглощений вместо дальнейшего аккумулирования внутренних денежных запасов. В этих условиях в интересах модернизации существующей системы корпоративного управления в Японии были реализованы важные инициативы.

(6)

7.3. Важнейшие инициативы в области корпоративного управления

7.3.1. Два столпа — Кодекс ответственного управления и Кодекс корпоративного управления

Недавние инициативы по внесению изменений в практику корпоративного управления в Японии опираются на два столпа. Первый — это Кодекс ответственного управления для институциональных инвесторов, внедренный в феврале 2014 года. Второй — это Кодекс корпоративного управления, который вступил в силу в июне 2015 года. Этим двум документам отводится роль «локомотива», способного вытянуть корпоративное управление в стране на новый уровень. Первая инициатива была нацелена на привлечение внимания инвесторов, а вторая — на стимулирование реформ в компаниях. Ожидается, что кодексы, ориентируясь на обе целевые группы, послужат руководством для внутренних инвесторов, традиционно являющихся послушными и молчаливыми акционерами, и для национальных компаний, которые обычно ставили во главу угла интересы стейкхолдеров — заинтересованных сторон в целом, а не прибыль акционеров.

Кодекс ответственного управления Японии предназначен способствовать устойчивому росту компаний — объектов инвестирования через капиталовложения и диалог. «Принципы ответственности институциональных инвесторов» сопровождается подзаголовком: «Для обеспечения устойчивого роста компаний посредством привлечения инвестиций и диалога»¹.

В документе особый акцент сделан на «конструктивном взаимодействии» институциональных инвесторов и компаний — объектов инвестирования, повышении стоимости последних, эффективности капиталовложений и обеспечении роста в средне- и долгосрочной перспективе. Кодекс скорее внедряет подход «соблюдай или объясняй» — соблюдай провозглашенные в документе принципы или объясняй их несоблюдение, — чем вводит обязательные требования. Он стимулирует компании раскрывать информацию о голосовании на собраниях акционеров и наличии конфликтов интересов.

(7)

Кодекс провозглашает семь основных принципов. Он рекомендует институциональным инвесторам:

- четко следовать политике ответственного управления;
- надлежащим образом регулировать конфликты интересов;
- контролировать повседневную деятельность компаний — объектов инвестирования;
- стремиться к достижению взаимопонимания с компаниями — объектами инвестирования и решать возникающие проблемы путем конструктивной вовлеченности в их дела;
- придерживаться четкой и обоснованной политики голосования на собраниях акционеров и предавать гласности информацию о своем голосовании;
- периодически отчитываться перед своими клиентами и выгодоприобретателями об участии в ответственном управлении;

¹ *Principles for responsible institutional investors: 'Japan's Stewardship Code' — To promote sustainable growth of companies through investment and dialogue* — The Council of Experts Concerning the Japanese Version of the Stewardship Code, 2014. Перевод на английский язык доступен на сайте Агентства финансовых услуг (FSA) по адресу www.fsa.go.jp

- иметь глубокое представление о деятельности компаний—объектов инвестирования и возможность оказывать на нее соответствующее влияние.

Кодекс оставляет на усмотрение каждого институционального инвестора самостоятельно принимать решение, следовать его принципам или нет. Агентство финансовых услуг (Financial Services Agency—FSA) каждые три месяца публикует обновленный список тех организаций, которые подписались соблюдать положения документа. Обнародование списка подписантов призвано стимулировать все большее число институциональных инвесторов к принятию Кодекса. Важное значение имело одобрение Кодекса ответственным управлением Государственным пенсионным инвестиционным фондом Японии (Government Pension Investment Fund—GPIF) в мае 2014 года. GPIF—крупнейший мировой государственный пенсионный фонд, под управлением которого находятся около 130 трлн японских иен. В настоящее время Правительство С. Абэ реформирует деятельность фонда в целях изменения его инвестиционной стратегии и структуры управления. Ожидается, что, последовав примеру GPIF, многие внутренние институциональные инвесторы примут Кодекс. В первом списке, опубликованном в июне 2014 года, числились 127 организаций. Спустя год в списке, обновленном в июне 2015 года, насчитывался уже 191 институциональный инвестор¹.

Следующим шагом после реализации принципов Кодекса ответственного управления стала подготовка и публикация **Кодекса корпоративного управления**. Исходя из Принципов корпоративного управления ОЭСР и действующих руководств Токийской фондовой биржи (Tokyo Stock Exchange—TSE) по корпоративному управлению, экспертный совет, рабочим органом которого выступили FSA и TSE, приступил к подготовке Кодекса для того, чтобы успеть разработать документ к периоду проведения общих собраний акционеров 2015 года. Авторы Кодекса ставили перед собой цель отразить

(8)

¹ Интернет-сайт FSA по адресу www.fsa.go.jp/en/news/2014/20140610-1.html и www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20150611.html

в нем лучшие образцы международной практики, одновременно принимая во внимание специфические условия деятельности японских компаний¹.

Подобно Кодексу ответственного управления, эффективность Кодекса корпоративного управления обеспечивается принципом «соблюдай или объясняй». Правила листинга TSE требуют от компаний, акции которых котируются на бирже, либо соблюдения норм корпоративного управления, изложенных в Кодексе, либо объяснения причин их несоблюдения.

В основу документа положены пять основных принципов, каждый из которых, в свою очередь, содержит один главный и несколько дополнительных принципов. К пяти основным принципам относятся.

(9)

1. Гарантии прав и равноправного отношения к акционерам. Компании обязаны предпринимать надлежащие меры для того, чтобы в полном объеме гарантировать права акционеров и равноправное отношение к ним. Для этого акционерам следует предоставлять достаточно времени на рассмотрение вопросов, включенных в повестку дня общих собраний акционеров. В большинстве случаев японские компании выносят на ОСА более широкий спектр требующих решения вопросов, чем это делают компании в других странах. Поскольку представлять все важные корпоративные решения на прямое голосование акционеров не всегда целесообразно, данный принцип Кодекса предусматривает: в случае если совет директоров способен должным образом выполнять свои фидуциарные обязанности по отношению к акционерам, то частичное делегирование ему полномочий по принятию решений иногда может быть рациональным шагом в интересах обеспечения гибкости и профессионализма принимаемых бизнес-решений.

Учитывая широко распространенную в Японии практику перекрестного владения акциями, указанная

¹ *Japan's Corporate Governance Code — Seeking Sustainable Corporate Growth and Increased Corporate Value over the Mid-to Long-Term*, The Council of Experts Concerning the Corporate Governance Code, 2015. Перевод на английский язык доступен на сайте FSA по адресу fsa.go.jp

норма Кодекса устанавливает: в случае если компания владеет акциями других имеющих биржевой листинг компаний в форме перекрестного владения, ей следует раскрывать свою политику в отношении этих пакетов акций, включая мотивы голосования на ОСА.

2. Взаимодействие со стейкхолдерами. Компаниям следует активно сотрудничать с заинтересованными сторонами, в том числе своими сотрудниками, клиентами, деловыми партнерами и местными сообществами, что абсолютно необходимо им для достижения устойчивого роста. Принимая во внимание все возрастающий в последнее время повсеместный интерес к социальным и экологическим проблемам, позитивные и упреждающие меры в области охраны окружающей среды, социальных отношений и управления должны стать неотъемлемой частью этого сотрудничества. Данный принцип также предусматривает, что в кадровой политике «компаниям следует способствовать многообразию своего персонала, в том числе активному привлечению женщин». Возможно, указанная норма стала реакцией на тот факт, что в японских компаниях, имеющих биржевой листинг, женщины занимают лишь 1,2% руководящих должностей, в то время как в Великобритании и Германии более 15%, а в США около 13%¹.

3. Обеспечение надлежащего уровня раскрытия информации и прозрачности. Компании обязаны раскрывать информацию о своей деятельности, а также предоставлять точные и необходимые данные в соответствии с действующим законодательством. Кодекс поощряет упреждающее раскрытие корпоративной информации, включая разъяснение принципов и стратегии ведения бизнеса.

4. Ответственность совета директоров. Учтывая фидуциарную ответственность совета и его подотчетность акционерам, данный принцип гласит, что в целях содействия устойчивому росту, повышению капитализации, прибыльности и эффективности капиталовложений совет директоров должен надлежащим

(10)

образом выполнять свои функции и нести ответственность, в том числе: (1) устанавливая широкие рамки корпоративной стратегии, (2) формируя среду, позволяющую высшему руководству принимать разумные риски, и (3) осуществляя эффективный надзор за деятельностью менеджмента.

Кодекс поддерживает принятие компаниями рисков в разумных пределах посредством стимулирования исполнительного руководства, которое зачастую склонно их избегать из-за опасения убытков в результате вынесения коммерческих решений. Таким образом, документ способствует взвешенному принятию решений. В Кодексе не делается чрезмерного акцента на ограничении рисков или предотвращении корпоративных скандалов. Его главная цель заключается в стимулировании здоровой предпринимательской деятельности. В этом смысле документ носит скорее разрешительный, чем превентивный характер: он призван создать деловой климат, в котором способности и возможности менеджмента могут быть использованы в полном объеме.

Кодекс побуждает японские компании избирать в советы больше независимых директоров. С точки зрения их эффективного использования предлагается назначать, по меньшей мере, двух квалифицированных независимых директоров, способных к конструктивному участию в дискуссиях по основным вопросам жизнедеятельности компании. Помимо этого, компания, если считает необходимым, должна разработать «дорожную карту» по избранию одной трети совета из числа независимых директоров.

5. Диалог с акционерами. Кодекс рекомендует компаниям поддерживать конструктивный диалог со своими акционерами для достижения устойчивого роста. В этих целях документ предусматривает учреждение организационных структур для развития коммуникации с акционерами, назначение члена высшего руководства или члена совета директоров, ответственных за надзор за данной сферой, и обеспечение благоприятных условий для конструктивного взаимодействия компании с держателями ее акций.

(11)

¹ Kouhoshu douerabu // Nihon Keizai Shimbun, June 28, 2013, http://www.nikkei.com/article/DGXNASFK25008_V20C13A6000000/

7.3.2. Другие важные инициативы

В дополнение к двум кодексам, которые стали главными несущими конструкциями реформы корпоративного управления, появились и другие инициативы, предназначенные для ускорения движения в правильном направлении.

В июне 2014 года были приняты поправки в закон о компаниях, которые вступили в силу в апреле 2015 года. Это были первые существенные изменения в новый закон о компаниях после его принятия в 2006 году. Вплоть до 2006 года прежний закон был частью Торгового кодекса Японии, принятие нового закона о компаниях стало важной вехой на пути модернизации корпоративного законодательства.

Поправки в закон вводили новые правила в отношении внешних директоров, предусматривали назначение, по меньшей мере, одного внешнего директора в совет на основе принципа «соблюдай или объясняй». Поэтому компании, в советах которых отсутствовали внешние независимые директора, столкнулись с возросшим давлением со стороны регуляторов. Изменения налагали на компании правовые обязательства объяснения причин неназначения внешних директоров. Помимо этого, данная законодательная норма дополняла Кодекс корпоративного управления, который также предусматривал избрание внешних независимых директоров. Как следствие, более 90% ведущих компаний, имеющих листинг Токийской фондовой биржи, назначили как минимум одного внешнего независимого директора в состав своего совета директоров.

Поправки в закон предусматривали введение новой структуры корпоративного управления в форме наблюдательного комитета. До указанных изменений крупные публичные компании в Японии использовали две структуры корпоративного управления, а именно: (1) компания с советом *Kansayaku* — законодательно назначаемых аудиторов; (2) компания с комитетами по назначениям, вознаграждению и аудиту. Теперь к ним добавился новый, третий тип структуры (3) — компания с наблюдательным комитетом.

(12)

Компания с советом *Kansayaku* — уникальная японская структура управления, в которой функции управления выполняют совет директоров, члены *Kansayaku* и совет *Kansayaku*. При этом члены *Kansayaku* и члены совета директоров избираются на общих собраниях акционеров. Члены *Kansayaku* осуществляют надзор за деятельностью совета директоров и менеджмента компании. Несмотря на то что закон наделяет членов *Kansayaku* полномочиями проводить соответствующие расследования, они не имеют права голоса при принятии решений на заседаниях совета. Иными словами, они не могут голосовать, однако обязаны присутствовать на всех заседаниях совета и вправе высказывать свое мнение по обсуждаемым вопросам. По этим причинам система *Kansayaku* считается скорее «совещательной», а не «контролирующей» моделью¹.

Компания с тремя комитетами и компания с наблюдательным комитетом — наиболее распространенные разновидности организационной структуры в других странах. Комитеты, наделенные функциями мониторинга, учреждаются советом директоров. Структура с наблюдательным комитетом была введена в Японии, поскольку она более привычна для зарубежных инвесторов и стимулирует назначение внешних директоров. Ее внедрение убедительно доказывает, что в системе корпоративного управления Японии особое значение придается функциям надзора и контроля. Это, в свою очередь, предусматривает присутствие в совете большего количества независимых внешних директоров.

В январе 2014 года Токийская фондовая биржа ввела новый индекс JPX-Nikkei Index 400. Эта частная инициатива дополняла комплекс мер Правительства по совершенствованию корпоративного управления в стране. JPX — сокращенное название Японской группы фондового рынка (Japan Exchange Group), основанной в 2013 году путем слияния двух крупнейших бирж страны, TSE и Осацкой биржи ценных бумаг. Nikkei публикует *Nihon Keizai Shimbun* — крупнейшую ежедневную деловую газету Японии. Включение в индекс JPX-Nikkei

(13)

¹ Hiroshi Ota, “Kaishakaiseihou, koporetogabanansukodo nimiru kaikaku no pointo”, Presentation at Kinyukodoka seminar, April 2015.

400 основывается на таких факторах, как рыночная капитализация, трехлетняя средняя рентабельность собственного капитала (ROE), совокупная операционная прибыль, стандарты корпоративного управления, включая раскрытие информации, назначение независимых директоров и подготовка финансовой отчетности по МСФО. Как уже отмечалось, по сравнению с американскими, британскими и другими европейскими корпорациями, имеющие биржевой листинг японские компании отличаются низким уровнем ROE. Токийская биржа стремится мотивировать компании к повышению данного показателя, а внимание менеджмента больше сфокусировать на интересах инвесторов.

(14)

По данным TSE, компании, включенные в индекс JPX-Nikkei 400, отличаются современным уровнем развития структур корпоративного управления, создают более благоприятные условия для конструктивного диалога с иностранными инвесторами и в целом демонстрируют высокие результаты деятельности, превышающие средние рыночные показатели. Например, они генерируют более высокую прибыль на собственный капитал (ROE) и операционную маржу. Среди них выше процент компаний, имеющих независимых директоров в совете. В акционерном капитале этих компаний доля держателя контрольного пакета акций, как правило, ниже, а доля иностранных акционеров, напротив, выше. Помимо этого, они более активны в плане корпоративной социальной ответственности по сравнению со среднерыночными показателями¹.

Атсуши Сайто — одна из ключевых фигур, продвигавших реформу корпоративного управления в Японии, возглавлявший на тот момент TSE/JPX, четко сформулировал причины введения нового индекса. По его словам, существовавший индекс *Torix*, включавший все бумаги первого сегмента Токийской фондовой биржи, «практически превратился в символ японской дефляции». В реальности индекс не фокусировал внимание на наличии национальных компаний, демонстрировавших высокие показатели благодаря качественному

¹ Hiroshi Nakamura, “Trend of Japanese Equity Market,” Presentation by Japan Exchange Group, November 2014.

корпоративному управлению. Поэтому он считал важным введение нового индекса, который «точнее отражает особенности японской экономики и высвечивает ее светлые пятна». По его мнению, благодаря включению таких факторов, как корпоративное управление и МСФО, этот индекс «даст сигнал мировым рынкам о том, что представляющие Японию компании соответствуют международным стандартам». А. Сайто постоянно настаивал на том, что эффективность капиталовложений японских компаний низка и им следует уделять больше внимания увеличению показателя ROE. Он также надеялся, что «включение компании в новый индекс станет своего рода вопросом ее общественного престижа»¹.

(15)

В этой связи большое значение имело решение Государственного пенсионного инвестиционного фонда в апреле 2014 года о принятии требований JPX-Nikkei Index 400. Оно, безусловно, стало своеобразным ориентиром для других участников рынка в Японии, поскольку включение в индекс предполагало, что компании обязаны уделять надлежащее внимание совершенствованию корпоративного управления. Помимо этого, не проходит дня, чтобы обязательный атрибут японских бизнесменов — деловая ежедневная газета *Nihon Keizai Shimbun* не затрагивала тему рентабельности инвестиций (ROE), что, несомненно, оказывает должное влияние на формирование образа мыслей менеджеров компаний.

7.4. Практические результаты реформирования корпоративного управления

Закономерен вопрос: каким образом инициативы регулирующих органов повлияли на состояние корпоративного управления в Японии? Иными словами, работают ли они? Если коротко, то ответ таков: в определенной степени эти меры действительно оказали позитивное влияние на корпоративное управление в стране.

¹ Interview with Atsushi Saito, “Kokusaikyousouryoku koujou ni ipponka ga kyumu: JPX CEO Saito”, July 10, 2013, <http://realtime.wsj.com/japan>

7.4.1. Институциональные инвесторы

Реакция институциональных инвесторов на принятие Кодекса ответственного управления была, безусловно, позитивной. Первый список инвесторов, взявших на себя обязательства соблюдать нормы Кодекса, который был опубликован в июне 2014 года, включал 127 организаций, в том числе GPIF. В него вошли 6 трастовых банков (Shintaku Ginko), 86 инвестиционных фондов (Toshishintaku/Toshikomono Gaisha), 12 пенсионных фондов, 19 страховых компаний и 4 поставщика услуг¹. По состоянию на февраль 2015 года Кодекс ответственного управления приняли уже 184 институциональных инвестора. В пятом списке, обновленном 11 июня 2015 года, значилась 191 организация — 7 трастовых банков, 133 инвестиционных фонда, 23 пенсионных фонда, 21 страховая компания и 7 прочих структур (поставщики услуг и т.д.)². И это число постоянно возрастает.

(16)

7.4.2. Внешние директора

Кодекс корпоративного управления уделяет основное внимание расширению представительства независимых директоров и диалогу компаний со своими акционерами. С момента его внедрения наблюдается неуклонное увеличение числа публичных компаний, в советы которых входят внешние независимые директора. Например, среди компаний первого сегмента TSE доля компаний с внешними директорами увеличилась с 48,5% в 2010 году до 74,3% в 2014 году. Согласно последним данным от 14 июля 2015 года, 94,3% компаний первого сегмента TSE имеют внешних директоров, что означает 20%-ный рост за год с момента внедрения Кодекса корпоративного управления³.

Доля компаний первого сегмента TSE с двумя и более независимыми директорами возросла с 12,9%

¹ Интернет-сайт FSA по адресу <http://www.fsa.go.jp/en/news/2014/20140610-1.html>

² Интернет-сайт FSA по адресу <http://www.fsa.go.jp/en/refer/councils/stewardship/20150611.html>

³ Интернет-сайт JPX по адресу <http://www.jpx.co.jp/listing/stocks/ind-executive>

в 2010 году до 21,5% в 2014 году, затем до 26,9% и в июле 2015 года достигла 48,4%¹.

Несмотря на это, средний процент независимых членов в советах директоров японских публичных компаний остается низким, на уровне 15%, по сравнению с 76% в США, 65% в Великобритании и 51% в России. Большинство компаний в Японии не имеют в советах директоров независимых членов или их количество незначительно². При столь слабом изначальном показателе их представительство все же увеличивается.

7.4.3. Перекрестное владение акциями

Одной из характерных особенностей японского Кодекса корпоративного управления является наличие в нем принципа, специально касающегося перекрестного владения акциями. Традиционно японские компании, имеющие биржевой листинг, владеют акциями аналогичных компаний в целях укрепления деловых отношений. Подобная практика является объектом постоянной критики, поскольку перекрестное владение может приводить к появлению удобных и взаимовыгодных связей между инсайдерами, что ослабляет внешний контроль за происходящим в компании. В частности, владельцы перекрестных пакетов не склонны голосовать вопреки интересам своих партнеров. Перекрестное владение акциями стало не только обычной практикой упрочения деловых связей в долгосрочном плане, но и способом предотвращения враждебных поглощений. Поскольку японская правовая система наделяет акционеров широкими правами, компании заинтересованы в том, чтобы их ценные бумаги аккумулировали дружественные акционеры, что позволяет им избежать вероятной угрозы поглощения сторонними акционерами.

Кодекс корпоративного управления требует от компаний объяснения причин приобретения акций других котирующихся на бирже компаний. Совет директоров обязан ежегодно оценивать риски и прибыль

(17)

¹ Ibid.

² Shareowners Rights Across the Markets, CFI Institute, 2013.

от крупных пакетов акций иных компаний, а также предоставлять подробное объяснение целей и причин перекрестного владения.

Существует точка зрения, особенно распространенная среди менеджеров компаний, что в Японии перекрестное владение способствует стабильности и бесперебойности деловых операций. Однако одновременно оно может снижать эффективность капиталовложений. В частности, Кодекс допускает, что «компании владеют акциями других имеющих биржевой листинг компаний по причинам, отличным от чисто инвестиционных целей». Со своей стороны многие акционеры убеждены, что вместо покупки акций компаний-партнеров, менеджмент должен инвестировать в новые сферы приложения капиталов или осуществлять сделки по слиянию и поглощению.

Отчасти в результате реформы корпоративного управления наметилась тенденция на свертывание перекрестного владения. Если в 1990 году на долю перекрестных пакетов приходилось более 50% рыночной стоимости акций, то в 2014 году, согласно исследованию Nomura Securities, этот показатель колебался в районе 16%¹. Это означает, что приблизительно для 16% акций требуется подробное объяснение и экономическое обоснование, почему они являются перекрестными. Однако многие компании до сих пор не желают отказываться от практики перекрестного владения. Тем не менее, согласно экспертным оценкам, возрастающее внимание японских компаний к повышению показателя ROE—рентабельности собственного капитала, будет способствовать дальнейшему сокращению перекрестного владения акциями среди крупнейших банков и корпораций Японии.

7.4.4. «Революция ROE»

Как уже отмечалось, увеличение ROE стало чем-то вроде лозунга. Nikkei обращает внимание на такую тенденцию, как «революция ROE», поскольку компании и акционеры придают данному показателю все

¹ Ryushiro Kodaira, Saraba kabushiki mochiai // Nihon Keizai Shimbun, May 31, 2015.

большее значение¹. Этому способствовало несколько факторов.

Во-первых, введение нового индекса JPX-Nikkei 400, который отслеживает компании с высокой рентабельностью собственного капитала. В числе прочего он призван стимулировать компании к более эффективному использованию капитала и принятию ориентированных на инвесторов подходов к управлению. Налицо признаки того, что многие японские компании предпринимают меры, направленные на увеличение ROE. Когда инженерно-техническая фирма Amada не вошла в число 400 компаний нового индекса, она не сходилась с заголовков печатных изданий, поскольку во всеуслышание объявила о намерении повысить ROE. Amada заняла всего 771-е место в списке компаний, отвечающих критериям включения в индекс JPX-Nikkei 400. Президент компании заявил, что компания выплатит почти половину прибыли в форме дивидендов, а остальную потратит на обратный выкуп с рынка своих акций. Помимо этого, компания анонсировала избрание двух независимых директоров в совет. В конечном итоге президент Amada признал, что вхождение в новый индекс стоило предпринятых усилий².

Во-вторых, публикация «Доклада Ито», призванного национальные компании ориентироваться на высокие показатели ROE. В августе 2014 года Министерство экономики, торговли и промышленности (METI) Японии опубликовало отчет по результатам проекта под названием «Конкурентоспособность и стимулы к устойчивому росту: формирование благоприятных отношений между компаниями и инвесторами», возглавляемого профессором менеджмента Кунио Ито. В документе подчеркивалась необходимость в смещении фокуса внимания руководителей национальных компаний на эффективность капиталовложений. Автор

¹ ROE kakumei no dainimaku (ROE revolution — the second act) // Nihon Keizai Shimbun, July 14, 2015.

² Ben McLannahan. Japan Groups take a shine to JPX-Nikkei 400 Index // Financial Times, June 15, 2014.

убеждал, что ROE японских компаний, имеющих биржевой листинг, должна быть, по меньшей мере, 8%¹.

В-третьих, американская фирма, предоставляющая консультации по вопросам голосований на общих собраниях акционеров, Institutional Shareholder Service (ISS), выпустила свое руководство по голосованию, учитывающее фактор получения или неполучения японскими компаниями определенного уровня прибыли. ISS рекомендовала голосовать против избрания топ-менеджеров в тех компаниях, в которых средний пятилетний показатель ROE был ниже 5% и без признаков его увеличения в дальнейшей перспективе. По словам представителя ISS Такеюки Ишида, Япония — единственный рынок, где ISS придерживается подобной политики, и она результативна, поскольку японские компании нуждаются в более эффективном использовании денежных средств акционеров². Т. Ишида считает, что активное применение показателя ROE обусловлено тем, что среди японских эмитентов этот коэффициент получил более широкое распространение, чем совокупная доходность акционеров, и поэтому в Японии он более приемлем³. Хотя влияние подобных рекомендаций на голосование инвесторов на собраниях акционеров измерить трудно, в среде японского топ-менеджмента прослеживается тенденция к более глубокому осознанию необходимости увеличения доходов акционеров.

По справедливому замечанию профессора К. Ито, «японские компании склонны двигаться вперед вместе»⁴. Крупнейшие корпорации все чаще ставят целью достижение двузначных показателей ROE. Критическая масса была достигнута, когда компания Sony поставила перед собой задачу дойти до 10%-ной отметки⁵.

(20)

¹ Интернет-сайт METI по адресу http://www.meti.go.jp/english/policy/economy/corporate_governance/index.html

² Tom Redmond and Takako Taniguchi, “No Mercy for Profit-Shy as ISS Urges Japanese Executive Cull”, Bloomberg, May 18, 2015.

³ Narioka Kosaku “Q&A: Proxy Advisor ISS Pushes Getting Tough on Japan Corporate Managers”, March 23, 2015, <http://blogs.wsj.com/>

⁴ Takako Taniguchi. Kunio Ito, the man behind Japan’s corporate governance blue print, is feeling pleased // The Japan Times, June 5, 2015.

⁵ Ibid.

7.5. Политическая экономия реформы корпоративного управления

Вышеизложенное свидетельствует о том, что влияние нынешней реформы корпоративного управления налицо. Хотя целесообразность ее проведения признавалась длительное время, именно осуществляемые сверху политические инициативы Правительства С. Абэ продемонстрировали свою эффективность. Стратегия роста его Администрации была направлена именно на совершенствование корпоративного управления и изменение мировоззрения как руководства компаний, так и инвесторов. Изменения в области корпоративного управления призваны сфокусировать дополнительное внимание национальных компаний на эффективности капиталовложений и прибыльности, а также отказе от практики формирования послушных советов директоров. Одновременно реформа поощряет национальных инвесторов, которые традиционно были молчаливыми, дружелюбно настроенными по отношению к менеджменту акционерами, проявлять больший интерес к тому, каким образом расходуются их денежные средства, и осуществлять в большем объеме контролирующие функции. Четко сформулированные Правительством принципы требуют от компаний и инвесторов принятия мер по их соблюдению или объяснения причин отказа от реформирования практики корпоративного управления.

(21)

Со своей стороны компании и инвесторы разработали собственные кодексы корпоративного управления и ответственного управления. Следует отметить, что изменения в сфере корпоративного управления были инициированы финансовым рынком, а не отраслями производственного сектора экономики. В соответствии с политикой Правительства С. Абэ процесс реформирования возглавили FSA и TSE. Администрированием обоих кодексов занимается FSA. Кодекс корпоративного управления был подготовлен TSE при содействии совета экспертов в соответствии с основными принципами стратегии роста кабинета С. Абэ (именуемой также «Стратегией возрождения Японии»).

Токийская фондовая биржа традиционно выступает сторонницей реформирования корпоративного управления. Как уже отмечалось, введение индекса JPX-Nikkei 400 преследовало цель мотивировать национальные компании к повышению качества корпоративного управления, а решение GPIF о его принятии получило большой резонанс в деловом мире. В продвижении правительственной реформы главными движущими силами изменений выступили фондовый рынок и институциональные инвесторы, что придало процессу отчетливо выраженный рыночно ориентированный характер. Это отличает нынешние меры от предшествовавших им попыток реформирования корпоративного управления в Японии, которые в большей степени отвечали интересам производственных отраслей. Т. Фуджита, в частности, обращает внимание на то обстоятельство, что если инициатором текущей реформы С. Абэ выступает FSA, то главной направляющей силой прошлых реформ чаще всего было METI, которое поддерживало тесные связи с деловыми кругами и промышленным лобби¹. Бизнес-сообщество долгое время противилось кардинальным изменениям в области корпоративного управления, предпочитая сохранять статус-кво². Подчеркивая позитивные аспекты японской практики корпоративного управления и уникальность конкретных компаний, производственные предприятия не желали принимать большинство навязываемых им правил или стандартов³. Однако на этот раз, когда инициативу в свои руки взяла FSA, причем в тесном сотрудничестве с Токийской фондовой биржей, METI выпустило «Доклад Ито», и все заинтересованные стороны «двинулись в одном направлении». Следовательно, в нынешних условиях им удалось согласовать свои интересы лучше, чем в прошлом. Кодекс корпоративного управления и Кодекс ответственного управления, а также другие меры сегодня действуют в унисон во имя изменения

(22)

¹ Tsutomu Fujita Nihonkigyo no tameno corporate governance koza, Toyokeizai, Tokyo, 2015.

² Nicholas Benes, Joujoukigyo ga mezaubeki best practice no kodokijunwo // Asahi Judiciary, January 27, 2014.

³ Ibid.

сложившихся приоритетов и моделей поведения в корпоративной Японии.

7.6. На пути к сравнительному анализу

2015 год отмечен бумом интереса к корпоративному управлению в Японии, когда стали очевидными первые результаты серии предпринятых реформ. Кодексы корпоративного управления существуют во многих странах, и в этом смысле Япония далеко отстала от них. Для сравнения: в Великобритании он появился более 20 лет назад, а «Принципы корпоративного управления ОЭСР» впервые были опубликованы в 1999 году. В табл. 12 представлено сравнение кодексов корпоративного управления разных стран. Поскольку в США подобный кодекс отсутствует, для сопоставления были выбраны Япония, Россия, Великобритания и Германия. В данном разделе нас главным образом интересуют Япония и Россия, между которыми, безусловно, больше различий, чем сходства. Это касается, в частности, размера рынков, характера и специфики национальных экономик. Тем не менее прямое сходство между ними заключается в том, что обе страны имеют неважную репутацию в плане корпоративного управления, а текущий процесс его реформирования по большей части ориентирован на англо-американскую модель. На фоне укрепления экономических связей между двумя государствами интересно проанализировать преобладающие тенденции в развитии корпоративного управления в России и Японии и на их основе сделать некоторые выводы и наблюдения.

(23)

Таблица 12

Сравнение кодексов корпоративного управления Японии, России, Великобритании и Германии¹

	Япония	Россия	Великобритания	Германия
Год публикации	2015 года	2002 года, пересмотрен и переименован в апреле 2014 года	1992 года, пересмотрен в сентябре 2012 года	2002 года, пересмотрен в мае 2013 года
Издающие органы	FSA	2002 года — ФКЦБ, 2014 года — Банк России	FRC (Совет по финансовой отчетности)	Правительственная комиссия по корпоративному управлению
Соблюдение	«Соблюдай или объясняй»	Добровольное, поощряется принцип «Соблюдай или объясняй»	«Соблюдай или объясняй»	«Соблюдай или объясняй»
Сфера действия	Биржевые компании	Биржевые компании	Биржевые компании	Биржевые компании
Преобладающая структура совета директоров	Гибридная	Двухуровневая / Гибридная	Одноуровневая	Двухуровневая
Независимые директора в совете	Не менее двух	Не менее одной треть	Не менее половины	«Целесообразное число»

7.6.1. Кодекс корпоративного управления России

В России национальный кодекс корпоративного поведения впервые был опубликован в 2002 году на основе принципов ОЭСР. Новая редакция Кодекса разработана Банком России и обнародована в 2014 году.

Наиболее серьезной проблемой в российской практике корпоративного управления, особенно в 1990-е годы, стали нарушения прав акционеров. Например, миноритарии, прибывавшие на собрание акционеров, обнаруживали уведомление о переносе места его проведения в другой город, расположенный в нескольких часах езды на автомобиле от изначально указанного места, что лишало их возможности добраться до фактического места проведения до истечения срока регистрации. Имели место подобные и другие случаи злоупотреблений со стороны мажоритарных собственников. Ограничение доступа миноритарных

¹ International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice, Weil, Gotshal & Manges LLP, 2014; Tsutomu Fujita, 2015; Japan's Corporate Governance Code, 2015; Russia's Corporate Governance Code, 2014.

акционеров на ОСА, лишение их права голоса, размывание акций, вывод активов, невыплата дивидендов — все эти факты создавали серьезный негативный фон в практике корпоративного управления.

В сложившихся обстоятельствах политическое руководство страны, представители государственных регулирующих органов, национальных и международных организаций, в том числе Всемирного банка, ОЭСР и Европейского банка реконструкции и развития (ЕБРР), все больше осознавали необходимость совершенствования корпоративного управления в России. Были приняты законодательные документы, регулировавшие корпоративные отношения, — Гражданский кодекс, федеральные законы «Об акционерных обществах», «О рынке ценных бумаг» и «О банкротстве». В дополнение к ним Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) в целях улучшения соответствующей практики подготовила и в апреле 2002 года опубликовала Кодекс корпоративного поведения.

Кодекс разрабатывался как набор рекомендаций, не носящих юридически обязательного характера, хотя отдельные положения, которые не были предусмотрены законодательно, в конечном итоге нашли в нем отражение¹. Название документа подчеркивало тот факт, что проблемы данного времени по своей природе были скорее поведенческими, т.е. представляли собой злоупотребления со стороны менеджеров и мажоритарных держателей акций. В разработке Кодекса ЕБРР оказывал содействие ФКЦБ, а частичное финансирование проекта осуществляло Правительство Японии. Для ЕБРР подготовка Кодекса стала крупнейшим проектом правовой реформы того времени.

По истечении более десяти лет со времени появления первого Кодекса, в 2014 году, в России был принят обновленный Кодекс. Глобальная экономика и российский бизнес за это время претерпели серьезные изменения, в связи с чем пересмотр изданного 12 лет назад документа стал актуальной задачей. По мере поступательного развития корпоративного управления в стране

¹ «Кодекс корпоративного поведения», Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ), 3 апреля 2002 года.

изменился также характер проблем и препятствий на пути его дальнейшей эволюции. Все заинтересованные в совершенствовании российского корпоративного управления стороны начали уделять пристальное внимание таким вопросам, как защита прав акционеров в момент совершения существенных корпоративных действий, вклад независимых директоров в развитие бизнеса компании, роль комитетов при советах директоров, система управления рисками и политика мотивации высшего руководства¹. В целом во главу угла была поставлена задача создания в России более привлекательных рыночных условий и благоприятного инвестиционного климата. В этой обстановке началась работа по пересмотру Кодекса.

(25)

К подготовке нового Кодекса были привлечены эксперты Центрального банка России, рабочей группы по созданию Международного финансового центра в Москве, ОЭСР, Московской биржи и представители крупнейших эмитентов. Координировал разработку новой редакции кодекса Центральный банк, который стал мегарегулятором всего российского финансового рынка после передачи ему ряда регуляторных функций ФСФР — правопреемницы ФКЦБ.

Рекомендации Кодекса стали частью правил листинга Московской биржи, которая была образована в 2011 году в результате слияния ММВБ и РТС и превратилась в крупнейшую в России фондовую площадку торгов активами разных классов. В свою очередь, Московская биржа планирует ввести новый премиальный сегмент листинга, для включения в который от компаний требуется соответствовать более высоким стандартам корпоративного управления. В основу проекта был положен успешный опыт «Нового рынка» (Novo Mercado) в Бразилии — сегмента фондового рынка, созданного в целях привлечения инвесторов и состоящего из компаний-лидеров в области корпоративного управления².

¹ Кодекс корпоративного управления // Вестник Банка России. №40 (1518). 18 апреля 2014 года. С. 5.

² Московская биржа. «Проект „Новый рынок“». <http://moex.com/a1536>

Проект Кодекса, представленный председателем Центрального банка, был утвержден на заседании Правительства РФ 13 февраля 2014 года. Совет директоров ЦБ одобрил документ 21 марта 2014 года, это стало официальной датой выхода в свет нового Кодекса.

В новой редакции Кодекса заметный акцент сделан на описании функций и сфер деятельности совета директоров, в то время как в предыдущей преобладали процедурные вопросы, такие как подготовка и проведение собраний акционеров. В Кодексе 2014 года более четко сформулированы критерии независимости членов совета. Минимальное представительство независимых директоров в совете предлагается увеличить с 1/4 до 1/3, а председателя совета избрать из числа независимых директоров.

(26)

В обеих редакциях Кодекса во главу угла поставлено укрепление прав акционеров. В новом Кодексе больший упор сделан непосредственно на проблемы управления, такие как эффективность и конкретные результаты деятельности независимых директоров. Изложенные в документе рекомендации направлены на применение как частными акционерными обществами, так и крупнейшими компаниями с государственным участием¹.

Выступая в 2012 году, после избрания Президентом России на новый срок, Владимир Путин особо подчеркнул необходимость улучшения инвестиционного климата в стране. Он поставил задачу: Россия должна подняться со 120-го места в 2011 году в рейтинге Всемирного банка Doing Business и попасть в двадцатку лучших к 2018 году. Его предшественник, Дмитрий Медведев, в 2008 году выступил с инициативой превращения Москвы в один из крупнейших финансовых центров мира. Для достижения этой цели началась реализация определенных мер, направленных на укрепление финансового рынка и иной институциональной инфраструктуры. Упрощение работы фондовых бирж, создание центральных депозитариев ценных бумаг, переход имеющих биржевой листинг компаний

¹ Одобрен «Кодекс корпоративного управления» PwC Россия, 21 марта 2014 года.

на международные стандарты финансовой отчетности, централизация функций по регулированию финансового рынка — все эти меры были нацелены на повышение прозрачности, формирование благоприятной для иностранных инвестиций среды и увеличение возможностей для национальных компаний привлекать дополнительный капитал с приложением меньших усилий.

Помимо этого, в России были осуществлены масштабные правовые реформы. Серьезные изменения претерпел Гражданский кодекс, особенно его часть, посвященная юридическим лицам, которая вступила в силу 1 сентября 2014 года. Наблюдается прогресс в реформировании корпоративной системы и фондового рынка. Продолжается реализация мер по улучшению инвестиционного климата в стране. На этом фоне логичным продолжением происходящих процессов стало принятие новой редакции Кодекса корпоративного управления, что само по себе явилось важным событием в экономической жизни России.

(27)

7.6.2. Широкие права акционеров в Японии и России

В обеих странах акционеры теоретически наделены существенными правами. Например, в Японии владелец 1% акций может предлагать проекты решений для голосования на собрании акционеров. По инициативе держателя 3% акций в любое время может быть созвано внеочередное общее собрание. По его запросу суд имеет право отправить в отставку члена совета за ненадлежащее выполнение им/ею своих обязанностей. При определенных обстоятельствах акционеры с 10%-ным пакетом могут попросить суд приостановить деятельность компании. При избрании членов совета директоров японских компаний кумулятивное голосование не допускается и решения принимаются большинством голосов, поданных за ту или иную кандидатуру¹.

В России владение 10%-ным пакетом обеспечивает акционеру право созыва внеочередного общего собрания. Акционеры с 2% акций могут выдвигать

¹ Shareowners Rights Across the Markets, CFI Institute, 2013.

своих кандидатов для избрания и вносить дополнительные пункты в повестку дня на годовом и внеочередном собраниях. Члены совета директоров в российских компаниях избираются большинством голосов. Кумулятивное голосование в России предусмотрено законодательством, что повышает шансы на избрание в совет директоров кандидатов, предложенных миноритарными акционерами¹.

Широкие права акционеров в Японии и России становятся еще более очевидными на фоне США. В большинстве американских корпораций акционеры могут выдвигать на годовых собраниях резолюции, идущие вразрез с позицией исполнительного руководства, однако эти постановления не носят обязательного характера. Несмотря на то что в США акционеры считаются главным стейкхолдером, способным оказывать влияние на политику менеджмента, акционеры не всегда имеют право инициировать проведение общего собрания вне рамок процедуры созыва ГОСА, которая определяется самой компанией². Хотя ситуация в США меняется, многие корпорации по-прежнему используют систему относительного большинства при избрании членов совета директоров³. В этом случае при проведении выборов на безальтернативной основе кандидат может быть избран даже тогда, когда он/она получает лишь один голос «за». При мажоритарном голосовании мнение акционеров приобретает больший вес, поскольку они имеют возможность голосовать за каждого кандидата в директора по отдельности, и поэтому избранным считается тот претендент, который набрал наибольшее число голосов в свою пользу. Данная практика, безусловно, усиливает подотчетность директоров акционерам.

(28)

¹ Ibid.

² Ibid.

³ В США единственный штат, где система относительного большинства при голосовании запрещена — это Северная Дакота. Однако в этом штате, в отличие от штата Делавэр, крупные компании не зарегистрированы. See *James Stewart*. When Shareholder Democracy is Sham Democracy // The New York Times, April 12, 2013.

Но даже если американские компании используют систему мажоритарного голосования, в ряде случаев совет может отменить волеизъявление акционеров и заново назначить действующих директоров, не получивших поддержки большинства¹. В корпоративном управлении США позиции членов совета директоров прочнее, чем у акционеров. Стивен Бэйнбридж называет данное положение вещей «верховенством директоров»². Возможно, этим объясняется название книги Марка Роэ об американском корпоративном управлении «Сильные менеджеры, слабые владельцы»³.

Несмотря на то что мы склонны относить системы корпоративного управления в Великобритании и США к единой «англо-американской идеальной модели», на практике в том, что касается объема прав акционеров, они различаются между собой. В Великобритании акционеры, владеющие 10% акций, могут созывать общее собрание и большинством голосов смещать членов совета директоров. Акционеры вправе принимать на годовых собраниях решения, обязательные для исполнения менеджментом. При избрании членов совета британские компании не используют кумулятивное голосование, но применяют практику мажоритарного голосования⁴.

Краткое сравнительное описание прав акционеров подтверждается данными рейтинга Всемирного банка Doing Business. Недавно в нем появился новый раздел — индекс защиты прав миноритарных инвесторов, который измеряет такие аспекты корпоративного управления, как степень раскрытия информации, ответственность директоров, размер исков и объем прав акционеров, прочность структуры управления. В центре нашего внимания — индекс прав акционеров, который разбит на семь параметров. Из табл. 13 следует, что объем прав

(29)

акционеров в России (7,5) и Японии (7,5) находится на одном уровне и превосходит аналогичный показатель в США (4,5). В представленной таблице использована шкала от 0 до 10,5, где большее количество баллов означает более широкие права акционеров¹.

Таблица 13
Объем прав акционеров: сравнение России, США, Японии и Великобритании²

№ п/п	Шкала индекса прав акционеров (0–10,5)	Россия		США		Япония		Великобритания	
		7,5		4,5		7,5		8,0	
1	Могут ли акционеры простым большинством вносить изменения во внутренние нормы или регламенты компании?	0	Нет	1,5	Да	0	Нет	0	Нет
2	Могут ли акционеры, владеющие 10% акционерного капитала компании, созывать внеочередные собрания акционеров?	1,5	Да	0	Нет	1,5	Да	1,5	Да
3	Могут ли акционеры отстранять от должности членов совета директоров до окончания срока их полномочий?	1,5	Да	1,5	Да	1,5	Да	1,5	Да
4	Должна ли компания всякий раз при дополнительной эмиссии акций получать одобрение своих акционеров?	0	Нет	0	Нет	1,5	Да	1	Да*
5	Предоставляются ли акционерам права на приобретение новых акций автоматически?	1,5	Да	0	Нет	0	Нет	1,5	Да
6	Должны ли акционеры одобрять избрание и отстранение от должности внешнего/независимого аудитора?	1,5	Да	0	Нет	1,5	Да	1,5	Да
7	Могут ли акционеры свободно торговать своими акциями перед существенным корпоративным действием или собранием акционеров?	1,5	Да	1,5	Да	1,5	Да	1	Да*

* Справедливо для имеющих биржевой листинг компаний.

Хотя это может на первый взгляд показаться нелогичным, но и в Японии, и в России акционеры наделены значительными правами. В ходе текущего процесса реформирования корпоративного управления в обеих странах максимальная реализация этих прав и учет интересов акционеров могут стать залогом дальнейшего движения вперед. Речь идет о всемерном содействии

¹ Ibid.
² Stephen Bainbridge. Director Primacy: The means and ends of corporate governance // UCLA School of Law Research Paper Series // no. 02–06, February 2002.
³ Mark Roe. Strong Managers Weak Owners: The Political roots of American corporate finance // Princeton University Press, 1996.
⁴ Shareowners Rights Across the Markets, CFI Institute, 2013.

¹ Рейтинг Всемирного банка «Ведение бизнеса», <http://www.doing-business.org/data/exploretopics/protecting-minority-investors>
² Источник: Рейтинг Всемирного банка «Ведение бизнеса», <http://www.doingbusiness.org/>

усилению влияния акционеров в соответствии с правами, предоставляемыми законодательством.

В том что касается России, эксперты постоянно отмечают, что все выглядит гладко на бумаге: действующее законодательство достаточно совершенно, тогда как проблемы кроются в сфере правоприменения. При этом следует признать, что случаи злоупотреблений, получившие распространение в 1990-е годы, стали менее очевидными, а практика корпоративного управления постоянно совершенствуется.

Если говорить о Японии, то ограничение практики перекрестного владения позволит высвободить акции, которые до сих пор принадлежали дружественным компаниям из соображений поддержания прочных деловых отношений. В этом случае место нынешних акционеров займут те, кто в большей степени заинтересован в получении прибыли. Более широкое распространение и признание получит активная деятельность миноритарных акционеров. Еще десять лет назад активизм акционеров в японском обществе воспринимался негативно, однако времена и настроения постоянно меняются.

Последние годы в России и Японии были отмечены устойчивым прогрессом в области корпоративного управления. И хотя проблемы на повестке дня еще остаются, имеются все основания надеяться на то, что процесс реформирования в экономической жизни обеих стран продолжится.

(31)