



**Дмитрий Иванович Степанов**  
кандидат юридических наук, *LLM*, *MPA*

## Экономический анализ корпоративного права

Статья дает обзор ключевых идей течения «право и экономика» в сфере корпоративных отношений и корпоративного права. Основой экономического анализа корпоративного права является тезис экономической теории, что в отсутствие социальных, или трансакционных, издержек участники оборота сами обо всем могут договориться. Соответственно, корпорация (в терминологии экономистов — фирма) является механизмом, сокращающим издержки на то, что в иной ситуации участникам корпоративных отношений пришлось бы согласовывать снова и снова. Из этого на передний план выходит контрактанская теория фирмы, а также проблематика определения круга лиц, в интересах которых существует фирма, и того, какими нормативными средствами эти интересы обеспечиваются. Кроме того, в статье анализируется типичная для литературы экономического анализа права агентская проблема (противостояние директоров и акционеров), конфликт акционеров и прочих кредиторов, гипотеза эффективных рынков капитала, экономика слияний и поглощений, а также феномен регулятивной конкуренции между различными корпоративными правовыми порядками.

*Ключевые слова: экономический анализ права, «право и экономика», контрактанская теория фирмы, социальные издержки, агентская проблема, гипотеза эффективности рынков капитала, конкуренция правовых порядков*

**Dmitry Stepanov**

PhD in Law, LLM, MPA

## Economic Analysis of Corporate Law

This article provides an overview of key concepts of economic analysis of corporate law. The cornerstone thesis of corporate law and economics goes back to neoclassical economic idea that regardless initial property rights distribution contracting parties may achieve effective agreement if transactional costs are neglect, thus the firm is a legal device which helps to reduce the cost of contracting. Therefore, contractarian theory of the firm has become predominant concept in legal theory and shaped the debate on who are the ultimate beneficiaries of the governance of the firm and how to define optimal default rules they need. The paper also analyzes an agency problem, then conflicts between various corporate constituencies, mostly shareholders and creditors, as well as it outlines efficient market hypothesis and how this concept was incorporated into economic analysis of corporations. The article concludes by economics of mergers activity and regulatory competition between various corporate jurisdictions with a number of normative implications that economic analysis may provide for legal policy.

*Keywords: economic analysis of law, law and economics, contractarian theory, social cost, agency problem, efficient capital market hypothesis, regulatory competition*

### 1. Введение

Экономический анализ права (*economic analysis of law, law & economics*) в зарубежной юридической литературе, главным образом в англоязычной, уже не первое десятилетие является одним из наиболее популярных методологических течений. Однако если в иностранных правовых порядках это давно уже мейнстрим, то в российской науке права данное течение лишь пробивает себе дорогу — преимущественно в области общих вопросов частного права<sup>1</sup> либо общих положений права обязательственного (договорного)<sup>2</sup>. Соответственно, приложение подобного методологического инструментария к проблемам общей теории права, а равно и к отдельным институтам публичного права в отечественной юридической науке еще ждет своего времени. То же самое можно, в общем, сказать и про отдельные, сугубо прикладные вопросы права частного: за рамками обязательственного права

<sup>1</sup> См.: *Каранетов А.Г.* Экономический анализ права. М., 2016; *Шмаков А.В.* Экономический анализ права. М., 2011; *Одинцова М.И.* Экономика права. М., 2007; *Тамбовцев В.Л.* Право и экономическая теория: учеб. пособие для вузов. М., 2005.

<sup>2</sup> См.: *Каранетов А.Г., Савельев А.И.* Свобода договора и ее пределы. В 2 т. М., 2012; *Каранетов А.Г.* Экономические основания принципа свободы договора // Вестник гражданского права. 2012. Т. 12. № 3. С. 66–154; *Он же.* *Contra proferentem* как метод толкования договора // Вестник ВАС РФ. 2013. № 7. С. 6–35; *Степанов Д.И.* Диспозитивность норм договорного права: к концепции реформы общих положений Гражданского кодекса РФ о договорах // Вестник ВАС РФ. 2013. № 5. С. 6–59; *Третьяков С.В.* Формирование исследовательской программы экономической теории права // Liber Amicorum в честь 50-летия А.Н. Жильцова. Трансграничный торговый оборот и право: сб. ст. и эссе / сост. и науч. ред. А.И. Муранов, В.В. Плеханов. М., 2013. С. 222–252.

(договорного и деликтного) распространенность данной методы крайне незначительна, очевидна слабая популярность экономического анализа применительно к отдельным институтам частного права, а также прикладным проблемам гражданского права, важным для практики. Между тем в иностранной литературе экономический анализ широко используется для рассмотрения отдельных, предельно узких вопросов корпоративного права и рынка ценных бумаг<sup>3</sup>.

Настоящая публикация призвана восполнить подобный пробел в российской юридической жизни: ниже приводится обзор литературы, посвященной тому, как экономический анализ права применяется в корпоративном праве. Эта статья не претендует на всеохватность и тем более на фундаментальное исследование отдельных вопросов. Напротив, она является во многом вводной, обзорной и рассчитана на то, чтобы зародить интерес к подобной проблематике у российских ученых, которые, возможно, через некоторое время приступят к более глубокой разработке отдельных проблем экономического анализа корпоративного права.

Экономический анализ корпоративного права нельзя назвать какой-либо оформившейся теорией. Это, скорее, набор разрозненных подтем, объединенных лишь принадлежностью к одной и той же сфере (корпоративному праву), а также общностью методологического подхода, в основе которого лежат идеи новой институциональной экономики чикагской микроэкономической школы. Тем самым для того, чтобы дать общее представление об экономическом анализе корпоративного права, нужно начать с ключевых постулатов учения Р. Коуза о теории фирмы и социальных издержек, а затем перейти к рассмотрению отдельных институтов корпоративного права, традиционно привлекающих внимание ученых, занимающихся его экономическим анализом. Дальнейшее изложение как раз следует подобной матрице: сначала излагаются в общем виде контрактанская теория фирмы, а также проблема социальных издержек, связанных с процессом достижения соглашения сторон (заключения контракта), и незавершенных контрактов, затем рассматриваются соотношение императивных и диспозитивных норм корпоративного права и оптимальная структура норм, применяемых по умолчанию. Когда речь пойдет о прикладных проблемах корпоративного права, будут специально описаны следующие блоки: агентская проблема, наблюдаемая в крупных публичных корпорациях; формы финансирования корпорации; проблема оценки и теория инвестиционного портфеля; гипотеза эффективных рынков капитала и того, насколько для них значима информация; завершающим блоком выступают проблемы, связанные с процессом экономической концентрации в частноправовых рамках корпоративного права (слияния и поглощения, как они изучаются экономическим анализом), а также конкуренцией корпоративных право порядков между собой.

---

<sup>3</sup> See, e.g., RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW, CLAIRE A. HILL AND BRETT H. McDONNELL EDs. (Research Handbooks in Law and Economics series, Edward Elgar Publishing, 2012); REINIER KRAAKMAN ET AL., THE ANATOMY OF CORPORATE LAW: A COMPARATIVE AND FUNCTIONAL APPROACH (2<sup>nd</sup> ed., Oxford University Press, 2009); CORPORATE LAW AND ECONOMIC ANALYSIS, LUCIAN ARYE BEBCHUK ED. (Cambridge University Press, 2005).

## 2. Отдельные институты течения «право и экономика» в корпоративном праве

Отправной точкой для всего неоинституционализма в рамках экономической теории<sup>4</sup> является категория социальных издержек: если не было бы таких издержек (включая издержки на поиск и нахождение информации, достижение взаимоприемлемых соглашений), то участники оборота могли бы в конечном счете обо всем сами договориться. Иными словами, путем переговоров — в отсутствие названных издержек — можно найти компромиссное решение, которое бы устраивало всех. Однако в реальном мире, увы, подобными издержками пренебречь нельзя. Они оказываются очень даже ощутимыми для субъектов оборота, а потому договор или процесс согласования контракта, который бы описывал будущие взаимоотношения сторон, позволяет снять лишь некоторую часть издержек на будущее для его участников, но не устранить их вовсе.

Соответственно, весь экономический анализ корпоративного права так или иначе находится на стыке контракта, вырабатываемого участниками оборота и описывающего их взаимоотношения на будущее, и сферы регулирования, сообщаемого корпоративному праву регуляторами (законодателями, судьями, административными органами). Контракт, заключаемый в таком случае участниками оборота, не тождествен формально-юридическому понятию договора, поскольку под контрактом экономисты-неоинституционалисты будут понимать самый широкий набор договоренностей: от формализованных до подразумеваемых, от изначально зафиксированных по числу участников и согласованным условиям до постоянно меняющихся, чрезвычайно гибких соглашений, задающих определенные рамки поведения. Таким образом, контракт в данном случае — это сфера автономии воли сторон в самом широком смысле слова, автономии, не затрагиваемой регулятивным вмешательством государства. Напротив, через регулирование свобода договора ограничивается, социальные издержки в одной части сокращаются, а в другой — возрастают, и потому всякое регулирование, ограничение свободы договора сопряжено со своими социальными издержками. Таким образом, экономический анализ корпоративного права пытается балансировать между свободой договора и регулированием, выясняя, какой уровень издержек для участников оборота является допустимым и приемлемым. Следует рассмотреть логику этого балансирования более подробно.

### 2.1. Контракционная теория фирмы

Коль скоро проблема социальных издержек является центральной для данного направления экономической мысли, то любая организация, ее суть и назначение, выводится из социальных издержек: появление организации (юридического лица) и ее востребованность оборотом продолжают логику достижения согласия между участниками оборота, направленного на минимизацию издержек. Иными словами, проблема организации — это проблема контрактирования, заключения контракта<sup>5</sup>.

<sup>4</sup> OLIVER E. WILLIAMSON, THE ECONOMIC INSTITUTIONS OF CAPITALISM 17-8 (The Free Press, 1998).

<sup>5</sup> Williamson, *supra* note 4, at 20.

Под социальными (транзакционными) издержками, в свою очередь, понимаются любые расходы, связанные с поддержанием или управлением экономической системой, тогда как производственные издержки закладываются в производство любой продукции<sup>6</sup>. Производственные издержки зависят от уровня развития технологий и предпочтений потребителей, а транзакционные обуславливаются распределением имущественных прав, а потому могут быть сведены к трем источникам: 1) издержки, связанные с установлением отношений присвоенности, обособления имущественных благ (*exclusion costs*), фиксации их принадлежности конкретному участнику оборота; 2) издержки, связанные с коммуникацией между участниками оборота и обменом информацией, включая информационные издержки по заключению контракта; 3) издержки, возникающие из-за заключения сделки, порой не отвечающей желаемому рыночному равновесию здесь и сейчас (*costs of disequilibrium*)<sup>7</sup>.

Социальные издержки, анализируемые экономистами в связи с процессом заключения контракта, подразделяются на две группы: 1) предшествующие появлению контракта (*ex ante costs*) — издержки на ведение переговоров, согласование условий, выработку механизмов, гарантирующих в будущем исполнение обязательств, и т.п.; 2) издержки, относящиеся к стадии реализации того, что было согласовано сторонами, т.е. издержки, связанные с последующим исполнением контрактных обязательств (*ex post costs*), включая издержки на последующую адаптацию условий ранее заключенного контракта к изменившимся обстоятельствам или предпочтениям сторон, а также принуждение к исполнению обязательств из договора, если одна из сторон уклоняется от этого<sup>8</sup>.

Движимая идеей экономической *эффективности* (по Парето или Калдору — Хиксу), подобная литература развивает идею минимизации названных издержек: вне зависимости от того, как изначально распределяются права собственности на рынке (т.е. кто из участников контролирует какое имущество), при наличии сложных, предельно детализированных и комплексных контрактов рациональные участники оборота всегда смогут достигнуть такого соглашения, которое уменьшит социальные издержки. Вместе с тем, хотя эти издержки так или иначе поддаются минимизации, они не могут быть сведены к уровню, при котором ими можно было бы вовсе пренебречь. Издержки по заключению даже простого контракта все равно остаются довольно высокими, соответственно, если *ex ante* издержки по заключению контракта неизбежны, то хотя бы издержки *ex post* могут быть существенно сокращены за счет *институтов*, обеспечивающих действенность контрактов на будущее<sup>9</sup>. Упомянутое ранее балансирование между предельной, не лимитированной свободой

<sup>6</sup> *Id.*, at 18; Kenneth J. Arrow, *The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market Versus Nonmarket Allocation*, in: THE ANALYSIS AND EVALUATION OF PUBLIC EXPENDITURES: THE PBB SYSTEM, Joint Economic Committee Compendium, 91<sup>st</sup> Congress, 1<sup>st</sup> Sec., Vol. 1 (Government Printing Office, Washington, D.C., 1969); cited from: COLLECTED PAPERS OF KENNETH J. ARROW, VOLUME 2: GENERAL EQUILIBRIUM 133-4, 149 (Belknap Press, 1983); Carl J. Dahlman, *The Problem of Externality*, 22 J. L. & ECON. 141, 144-8 (1979); Guido Calabresi, *Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules: A Comment*, 11 J. L. & ECON. 67, 68 n. 5 (1968).

<sup>7</sup> Arrow, *id.*

<sup>8</sup> Williamson, *supra* note 4, at 20-1.

<sup>9</sup> *Id.*, at 29.

договора и ограничением автономии воли сторон как на стадии формулирования условий контракта, так и впоследствии, в ходе его истолкования, исполнения и защиты (или напротив, отказа в защите) ранее достигнутых договоренностей сторон через обращение к тем или иным институциональным механизмам, применительно к корпоративному праву проявляется на следующих уровнях рассмотрения.

Уровень первый: противопоставление фирмы как интегратора, средоточия правовых связей, где главенствует властное начало и централизация, механизму обычного рыночного согласования воли сторон, при котором вместо властного начала необходимо было бы каждый раз договариваться с каждым участником экономических отношений. Фирма, по мысли экономистов, оказывается правовым инструментом, существенно сокращающим подобные издержки. Такого рода идеи традиционно связывают в литературе экономического анализа права с пионерной работой Р. Коуза «Природа фирмы» (1937 г.)<sup>10</sup>. Если прежде трансакционные издержки рассматривались экономистами как нечто, чем можно пренебречь, то Коуз начинает свой анализ именно с выставления организации (фирмы) как механизма, работающего по иному принципу, нежели механизм рыночного обмена и ценообразования. На свободном рынке ценообразование, по идее, должно рано или поздно привести к тому, что благо, которое ценится определенным лицом наиболее высоко, будет принадлежать такому лицу, т.е. он получит его, уплатив наибольшую цену<sup>11</sup>. Однако в случае с индустриальной организацией работает иная логика: если рабочий переводится из одного подразделения в другое, то, как рассуждает Коуз, это происходит не в силу механизма свободного ценообразования, а потому, что кто-то дал этому работнику такое указание<sup>12</sup>. Тем самым фирма оказывается своего рода антиподом свободного контрактирования и ценообразования. Вместо свободы договора она предполагает авторитарное начало и навязывание воли того, кто управляет фирмой, подчиненным ему субъектам.

Однако взаимоотношение механизмов свободного ценообразования и директивного управления внутри фирмы более тонкое и нюансированное: фирма преимущественно замещает собой механизм свободного контрактирования, но не исключает его вовсе. Весь вопрос в том, насколько сильно она замещает свободное контрактирование<sup>13</sup>. Именно в этот момент на сцену выходят трансакционные издержки: поскольку свободное контрактирование сопряжено с издержками, то пока издержки внутри фирмы на достижение тех же целей, что и в ходе обычного договорного координирования воли сторон, оказываются ниже, капиталист будет использовать фирму<sup>14</sup>. Стоит отметить, что даже при использовании фирмы отдельные элементы свободного контрактирования, а значит, и свободных договоров остаются, следовательно, сохраняются в какой-то части сравнительно высокие издержки, связанные с такими контрактами<sup>15</sup>, од-

<sup>10</sup> Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm*, 4 *ECONOMICA* (n.s.) 386 (1937).

<sup>11</sup> *Id.*, at 387.

<sup>12</sup> *Id.*

<sup>13</sup> *Id.*, at 388, 390.

<sup>14</sup> *Id.*, at 390.

<sup>15</sup> *Id.*, at 391.

нако в общем они все равно оказываются ниже, чем если бы фирмы не было вовсе<sup>16</sup>. По мысли Коуза, если фирма и противопоставляется контракту, то лишь в смысле разового, предельно краткосрочного договора. Именно вместо множества единичных, довольно простых контрактов она и возникает как экономически востребованная альтернатива. Там же, где отношения сторон могут быть урегулированы долгосрочным, предельно детальным контрактом, в общем в фирме нет необходимости<sup>17</sup>. Соответственно, контракт не только может сосуществовать с фирмой, но во многих случаях грань между фирмой — набором командных механизмов управления и контрактом, если он не ограничен выполнением разовой операции (поставки товара, выполнения работы или оказания услуги), а предполагает долгосрочные отношения и/или множество актов исполнения<sup>18</sup>, предельно условна<sup>19</sup>.

Более того, при подобном условном разграничении фирма может рассматриваться не как антипод контракта, а как набор контрактных построений<sup>20</sup>. Следовательно, если между условным «чистым контрактом» и фирмой существует некоторый спектр отношений<sup>21</sup>, то и сугубо договорные, и корпоративные (те, что возникают внутри фирмы по модели командного управления) взаимодействия можно отнести к одной и той же группе. Вслед за О. Вильямсоном их можно назвать отношениями управления (*governance*) или частнопроводных установлений (*private ordering*)<sup>22</sup>, для которых характерна одна и та же логика: частные агенты изначально задают для себя определенные правила поведения, по которым строятся их будущие отношения.

Таким образом, неважно, признавать ли такие внутрифирменные отношения сугубо договорными, хотя бы и выходящими за рамки обычного двустороннего договора, при котором некий аналог контракта, положенный в основание фирмы (корпорации), будет иметь для нее конституирующий эффект, или разделять гражданско-правовые договоры как идеально-типический контракт и специальные частнопроводные построения, конституирующие фирму (корпорацию). Вне зависимости от используемых терминов или теоретических конструкций все они являются разновидностями более общей модели, в основе которой оказывается нечто (контракт или акт учреждения фирмы), что задается частнопроводными субъектами на будущее и исходя из чего они будут строить свои отношения.

<sup>16</sup> Coase, *supra* note 10, at 391.

<sup>17</sup> *Id.*, at 391-2.

<sup>18</sup> Более подробно о сугубо экономическом разграничении контрактов по линии «единичные и повторяющиеся», а также по видам произведенных вложений («специфические инвестиции — смешанные — неспецифические» для конкретного контракта вложения) см.: Oliver E. Williamson, *Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations*, 22 J. L. & ECON. 233, 246-53 (1979).

<sup>19</sup> Ronald H. Coase, *The Nature of the Firm: Meaning*, 4 J. L. ECON. & ORG. 19, 27-8 (1988).

<sup>20</sup> *Id.*, at 29.

<sup>21</sup> Harold Demsetz, *The Theory of the Firm Revisited*, 4 J. L. ECON. & ORG. 141, 142-4 (1988).

<sup>22</sup> Williamson, *supra* note 4, at 30; Peter Vincent-Jones, *Contractual Governance: Institutional and Organizational Analysis*, 20 OXF. J. LEGAL STUD. 317 (2000); Steven N. S. Cheung, *The Contractual Nature of the Firm*, 26 J. L. & ECON. 1 (1983).

Иными словами, властное начало, которое вроде бы проявляется в авторитарном управлении фирмой, как его обозначал Коуз, мало чем отличается от власти, которую имеет кредитор над должником в рамках обычного гражданско-правового договора или работодатель над работником в границах договора трудового. Властный элемент в такого рода отношениях не имеет ничего общего с тем, что наблюдается в публично-правовых отношениях. Тем самым отход коузианской теории фирмы от модели обычного частноправового контракта — вещь довольно условная, как и противопоставление сугубо контрактных (договорных) и корпоративных отношений. Скорее наоборот, такое противопоставление если и имеет какое-либо научное значение, то преимущественно в экономической теории. В юридической науке вполне закономерным следствием идей Коуза, напротив, является сближение договорного и корпоративного права, объединение их под общим маркером автономии воли, отношений, возникающих из соглашения сторон, и т.п.

Уровень второй: противопоставление фирмы как средоточия контрактов, заключаемых не только ключевыми выгодоприобретателями от ее деятельности (учредителями, последующими участниками и акционерами), но и иными стейкхолдерами (менеджерами, работниками, кредиторами и прочими контрагентами, обществом и государством), с одной стороны, и прочих институтов, в том числе находящихся выражение в императивных нормах частного права и/или публично-правовом регулировании, — с другой. Указанные институты, существенно ограничивающие извне свободу контрактирования, обычно направлены — как полагают их проponentы — на защиту слабой стороны, недопущение монополизации и сокращения прочих так называемых экстерналий<sup>23</sup>, т.е. на достижение общественно полезных целей. Соответственно, свобода договора для всех тех, кто использует фирму, будет лимитирована в интересах иных лиц, не вовлеченных напрямую в управление ею.

Итак, понимание фирмы, предложенное Коузом, не только не исключает контракт, но в юридической сфере вполне закономерно приводит к сближению контрактного и корпоративного права. Соответственно, отношениям, возникающим в связи с использованием в обороте фирмы (корпорации), свойствен тот же набор проблем, что для традиционного договорного права, пусть и несколько «осложненных корпоративным элементом», проявляющимся, как правило, в многостороннем характере подобных отношений. Ключевой проблемой в таком случае оказывается вопрос свободы договора: насколько внешние регулятивные включения могут ограничивать свободу волеобразования тех лиц, которые вовлечены в управление фирмой. Этот вопрос, как и весь экономический анализ, имеет две составляющие — позитивную, объясняющую и раскрывающую логику регулирования, и нормативную, т.е. относящуюся к сфере должного, отвечающую на вопрос, как следует строить регулирование, на основании каких критериев можно и должно ограничивать свободу усмотрения участников соответствующих отношений.

Если оставить в стороне нормативную сторону рассматриваемой проблемы, то с точки зрения позитивного экономического анализа всё корпоративное право

<sup>23</sup> Jean-Jaques Laffont, *Externalities*, in: STEVEN N. DURLAUF AND LAWRENCE E. BLUME EDS., *THE NEW PALGRAVE DICTIONARY OF ECONOMICS* (2<sup>nd</sup> ed., Palgrave Macmillan, 2008), online edition available at: [http://www.dictionararyofeconomics.com/article?id=pde2008\\_E000200](http://www.dictionararyofeconomics.com/article?id=pde2008_E000200) [29.06.2016]; James M. Buchanan and Wm. Craig Stubblebine, *Externality*, 29 *ECONOMICA* 371 (n.s. 1962).



оказывается набором ограничений до того ничем не лимитированной свободы участников этих отношений создавать для себя те (договорные) установления, которые им необходимы. Корпоративное право в таком случае — это набор ситуативно возникших ограничений, появившихся на свет как регулятивная реакция на те или иные несовершенства рынка (*market failure*), а потому всё оно тривиально<sup>24</sup>, это частокол всевозможных ограничений, понатыканных то тут, то там в до того свободном поле переговорных возможностей. Причем одни авторы полагают, что набор подобных ограничений лишь создает видимость<sup>25</sup>, а другие считают, что он может формировать довольно жесткий императивный каркас<sup>26</sup>. Увеличение числа участников таких отношений за счет добавления к собственно участникам корпорации сначала менеджеров, потом работников, а затем прочих контрагентов корпораций, местных сообществ, общества в целом и государства лишь делает эту картину более сложной и многослойной. Оно обуславливает появление все новых и новых регулятивных включений, не подчиненных какой-либо единой логике, а носящих, скорее, ситуативный, реактивный (а не проактивный) характер.

Нормативная часть этой же проблемы, посвященная ответу на вопросы, где проходит водораздел между тем, что должно быть в принципе свободным, а что — урегулировано (императивным образом<sup>27</sup> или хотя бы через диспозитивные нормы), и какие критерии введения ограничений свободы договора можно всерьез рассматривать в политико-правовом споре, мало чем отличается от обсуждения схожей проблематики в традиционном договорном праве<sup>28</sup>. Аналогично тому, как в обычном гражданском праве в ходе политико-правового выбора приходится ограничивать свободу договора одних участников оборота ради защиты интересов других, применительно к корпоративному праву был предложен ряд принципов, задающих рамки ограничения свободы корпоративных договоренностей. В частности, в литературе по экономическому анализу права называются следующие кандидаты на роль «сущностных» императивных норм<sup>29</sup>, т.е. своего рода объективных ограничений, которые в любом случае могут или должны быть включены в тело права: 1) нормы, направленные на корректировку всевозможных

<sup>24</sup> Bernard S. Black, *Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis*, 84 Nw. U. L. Rev. 542 (1990); Roberta Romano, *Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws*, 89 COLUM. L. REV. 1599, 1601 (1989).

<sup>25</sup> Black, *id.*, at 544.

<sup>26</sup> See, e.g., Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Corporate Contract*, 89 COLUM. L. REV. 1416, 1421-2 (1989); Melvin Aron Eisenberg, *The Structure of Corporation Law*, 89 COLUM. L. REV. 1461, 1480-2 (1989); Jeffrey N. Gordon, *The Mandatory Structure of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1549, 1555 (1989); Lucian Arye Bebchuk, *Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments*, 102 HARV. L. REV. 1820, 1821 (1989).

<sup>27</sup> Gordon, *supra* note 26, at 1554.

<sup>28</sup> Обсуждению критериев свободы договора в корпоративном праве был посвящен специальный симпозиум, получивший со временем историческое значение (Columbia Law School conference on Contractual Freedom and Corporate Law (December 9-10, 1988)), основная часть докладов с которого была опубликована в отдельном журнале, см.: *Symposium on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1395 (1989).

<sup>29</sup> Gordon, *supra* note 26, at 1585.

экстерналий<sup>30</sup>; 2) ограничения, нацеленные на защиту инвесторов (процедурные нормы, распределение полномочий между акционерами и советами директоров, фундаментальные экономические трансформации корпорации, включая реорганизации, фидуциарные обязанности менеджеров<sup>31</sup>), главным образом приобретающих акции публичных корпораций на рынке, поскольку одних механизмов раскрытия информации на фондовом рынке может оказаться недостаточно<sup>32</sup>; 3) ограничения, которые стороны в любом случае включили бы в контракт, если бы хорошо подумали сами при формулировании его условий контракта<sup>33</sup>. Хотя последняя категория, видимо, могла бы быть облечена в форму диспозитивных, а не императивных норм.

К сожалению, экономический анализ корпоративного права в обозначенной нормативной части так и не дал сколько-нибудь однозначного ответа на вопрос, что следует считать набором «сверхимперативных» норм, т.е. какие вопросы в любом случае должны быть урегулированы императивным образом и не могут допускать отступлений в договоре. Так, было предложено относить к имеющим универсальное императивное значение для любой *публичной* корпорации нормы, (1) устанавливающие, что только акционеры (участники) могут формировать прочие органы корпорации, по сути производные от них, а также требования к лицам, входящим в такие органы (независимость директоров, минимальное число директоров и проч.); (2) предусматривающие обязательное регулярное раскрытие информации о финансово-экономическом состоянии дел внутри корпорации; (3) определяющие особый порядок одобрения сделок с конфликтом интересов, а также защитные механизмы для несогласных акционеров<sup>34</sup>. Применительно к правопорядкам, держащимся за концепцию так называемого твердого капитала, которая предполагает минимальный уровень уставного капитала и его последующее поддержание средствами корпоративного права, к числу подобных «сверхимперативных» норм корпоративного права следует также отнести нормы, направленные на защиту кредиторов корпорации в связи с поддержанием этого уровня<sup>35</sup>. В российском правопорядке можно назвать несколько примеров, где проявляется эта же проблема обоснованности императива как такового. Помимо названного института твердого (уставного) капитала, это нормы о перечне вопросов, которые не могут быть переданы от акционеров (участников) непубличной коммерческой корпорации иным ее органам (подп. 1 п. 3 ст. 66.3 ГК РФ). Также это запрет договорного ограничения ответственности для менеджеров корпорации (в отношении обязанности преданности — для менед-

<sup>30</sup> Romano, *supra* note 24, at 1616-7.

<sup>31</sup> Cf., Gordon, *supra* note 26, at 1591-3.

<sup>32</sup> Gordon, *supra* note 26, at 1556-63; Lucian Arye Bebchuk, *The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1395, 1401 (1989); Lucian Arye Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 U. PA. L. REV. 713, 740-43 (2003); Lucian A. Bebchuk and Alma Cohen, *The Costs of Entrenched Boards*, 78 J. FIN. ECON. 409, 430 (2005).

<sup>33</sup> Black, *supra* note 24, at 552.

<sup>34</sup> Eisenberg, *supra* note 26, at 1480.

<sup>35</sup> Richard M. Buxbaum, *Facilitative and Mandatory Rules in the Corporation Law(s) of the United States*, 50 AM. J. COMP. L. SUPP. 249, 252 (2002).

жеров любой корпорации, в отношении обязанности заботы — для менеджеров публичной корпорации) (п. 5 ст. 53.1 ГК РФ).

Вместе с тем обоснованность указанных ограничений или запретов с политико-правовых позиций — большой вопрос, на который мог бы дать ответ экономический анализ права. Однако, увы, нормативная часть «права и экономики» корпоративного права лишь обозначала проблему критериев императивности, но до настоящего времени ее не решила. Возможно, одной из причин подобного неудовлетворительного положения является то, что в наиболее законченном, экстремальном виде контрактанская теория фирмы, как полагают ее критики, сводится к простому тезису, что в корпоративном праве «обо всем можно договориться»<sup>36</sup>. Если подобное понимание контрактанской теории верно в части наиболее фундаментального тезиса, то понятно, что никаких «сверхимперативных» норм корпоративного права не существует в принципе, а потому и нормативный экономический анализ корпоративного права в этой части не дает ориентира. Напротив, если все же есть вещи, по поводу которых «договориться нельзя», то более глубокая разработка этой нормативной проблемы еще ждет своего часа.

Уровень третий: противопоставление так называемых концентрированных и распыленных систем корпоративной собственности и — в зависимости от состоявшегося или нет отделения собственности от контроля — помещение центра принятия решений на уровень совета директоров (для распыленных систем и/или публичных корпораций с высоким уровнем дисперсии акционерного капитала) либо сохранение его на уровне акционеров (участников).

Одним из достижений экономического анализа права за последние 30 лет можно назвать создание системы координат для всех корпоративных право порядков: с подачи экономистов все системы корпоративного права были поделены на две группы — так называемой концентрированной и распыленной (дисперсной) корпоративной собственности<sup>37</sup>. Для систем концентрированной собственности характерно превалирование в экономической и правовой сферах модели корпорации, в которой, как правило, присутствует один контролирующий акционер или группа акционеров, определяющих все наиболее важные бизнес-решения. При этом даже если внутри отдельного право порядка существуют крупные публичные корпорации, акции которых обращаются на организованных рынках, в концентрированных системах корпоративной собственности их число будет незначительным, а для самих таких корпораций, как правило, характерны сохранение контрольного пакета акций в руках одного акционера (группы акционеров, обычно

<sup>36</sup> Robert C. Clark, *Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1703, 1706 (1989).

<sup>37</sup> Harold Demsetz, *The Structure of Ownership and the Theory of the Firm*, 26 J. L. & ECON. 375 (1983); Harold Demsetz and Kenneth Lehn, *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*, 93 J. POL. ECON. 1155 (1985); Andrei Shleifer and Robert W. Vishny, *Large Shareholders and Corporate Control*, 94 J. POL. ECON. 461 (1986); Clifford G. Holderness and Dennis P. Sheehan, *The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis*, 20 J. FIN. ECON. 317 (1988); Clifford G. Holderness, Randall S. Kroszner, and Dennis P. Sheehan, *Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression*, 54 J. FIN. 435 (1999); Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *Corporate Ownership Around the World*, 54 J. FIN. 471 (1999); Gary Gorton and Frank A. Schmid, *Universal Banking And The Performance Of German Firms*, 58 J. FIN. ECON. 29 (2000).

относящихся к одной семье или финансово-промышленной группе), низкая доля (*free float*) акций, находящихся в свободном обращении, а также довольно низкая ликвидность подобных акций, а то и полное отсутствие их рынка; акции даже могут проходить листинг на бирже, но реально не покупаться и не продаваться. Как следствие подобного положения дел, фондовый рынок в части акций в таких правовых порядках не развивается, на нем активно размещаются лишь долговые инструменты (облигации и т.п.), основным источником финансирования коммерческих проектов выступает заемный капитал, а потому ключевую роль в экономической жизни начинают играть банки. Для распыленных (дисперсных) систем корпоративной собственности типично не только отсутствие концентрации пакетов акций крупнейших корпораций в руках отдельных лиц, но также и широкое развитие фондового рынка, широкое использование для привлечения инвесторов акционерного капитала наряду с заемным. Так как большинство публичных корпораций в этом случае лишено контролирующего акционера, а рынок акций чрезвычайно ликвиден, то наиболее влиятельными институтами оказываются не традиционные коммерческие банки, обеспечивающие заемное финансирование, а инвестиционные банкиры, управляющие активами, и всевозможные фонды, торгующие акциями либо аккумулирующие акции в своих инвестиционных портфелях. Поскольку одному лицу сложно собрать довольно большой пакет акций крупной компании, то это могут сделать лишь фонды (особенно действуя сообща), и тем самым они получают возможность воздействовать на корпоративное управление в таких компаниях.

Распыленные системы корпоративной собственности — это, скорее, исключение в современном мире: они обнаруживаются в США и Великобритании. Все прочие правовые порядки относятся к концентрированным системам, причем где-то такая концентрация больше (например, в Южной Корее, Италии или Израиле), где-то меньше (Германия), а где-то она может быть столь незначительной, что отдельная страна может быть ближе к распыленной системе (например, Голландия).

Чем важно подобное деление для корпоративного права? Дело в том, что экономическая модель (развитый фондовый рынок и отсутствие контролирующего акционера для дисперсных систем или, напротив, превалирование банковского финансирования и концентрация собственности в руках немногих — для концентрированных), которая устанавливается в конкретном государстве, предопределяет также правовую среду внутри отдельного национального правового порядка. Для дисперсных систем упор в развитии права делается на ценно-бумажном законодательстве, защите миноритарных инвесторов, широкой автономии советов директоров в корпоративном управлении, урезании прав акционеров на участие в непосредственном управлении делами корпорации. Напротив, в концентрированных системах защита прав инвестора отступает на задний план в сравнении с защитой прав холдинговых компаний, наделением акционеров довольно серьезными правами по надзору за деятельностью компаний, ограничению автономии советов директоров, т.е. продвижением того правового режима, который позволяет контролирующим акционерами самим следить за деятельностью подчиненных им корпораций.

Самым важным с юридической точки зрения следствием деления всех правовых порядков на распыленные и концентрированные системы корпоративной собствен-

ности является вопрос о месте и роли совета директоров, точнее, о том, насколько «агенты» акционеров (как их понимает неонинституциональная экономическая теория) свободны от своих «принципалов», т.е. насколько широка дискреция таких агентов в ходе управления корпорацией и решения сугубо коммерческих вопросов. Данная проблема прекрасно иллюстрирует то, что сугубо экономическая логика предопределяет правовое регулирование вне зависимости от действий законодателей или судей. Если принципалы (акционеры) безучастны к делам корпорации в силу распыленности акционерного участия, то за них эту работу сделают «агенты», пусть и ценой высоких издержек для акционеров, включая издержки по присвоению корпоративной ренты. Напротив, если есть контролирующий корпоративный собственник, то для него никакой производный от акционера контроль за деятельностью корпорации не нужен. Он сам, как любой рачительный хозяин, обеспечит наилучшее управление корпоративной собственностью. Правда, в таком случае во внимание будут приниматься лишь его интересы. Рассматриваемый вопрос является одной из центральных тем для современного экономического анализа корпоративного права, но стоит отметить, что дискуссия о том, насколько широкой может быть дискреция менеджеров, приставленных управлять делами корпорации, уходит корнями в начало 30-х гг. XX в., когда два известных американских юриста, А. Берле и М. Додд, спорили, кто является конечными бенефициарами корпоративного управления, а значит, чьи интересы должны приниматься во внимание при решении коммерческих вопросов. Эта дискуссия проистекает из идеи, впервые предложенной А. Берле и его соавтором, о происходящем с любой публичной корпорацией процессе отделения собственности от контроля: сама корпорация принадлежит в экономическом смысле акционерам (конечно, никакого права собственности — с юридической точки зрения — на корпорацию или ее имущество в данном случае у акционеров не возникает), однако реально ее контролируют не такие «собственники», а менеджеры, которые вроде бы выбираются акционерами реализовать их, акционеров, волю, однако на деле начинают определять, что делать корпорации, а акционерам остается лишь созерцать<sup>38</sup>.

При отделении собственности от контроля естественно возникает вопрос, в чьих интересах в таком случае должны управлять корпорацией ее менеджеры: когда есть один принципал и один его агент, подобная проблема решается довольно просто — интерес принципала задает рамки поведения агента. Однако как быть в ситуации, где принципалов (т.е. акционеров) сотни или тысячи, причем ни один из них не имеет решающего голоса? Должны ли менеджеры соизмерять каждый раз свои действия с интересами некоего акционера (сразу дополнительные вопросы: одного или нескольких? конкретного или абстрактного? или, может, «акционера вообще»?) или они обладают большей или меньшей, а то и вовсе полной дискрецией по вопросу, что полезно для корпорации, а значит, сами вольны решать, в чем именно состоят такие интересы и как правильно их можно защитить?<sup>39</sup> Таким об-

<sup>38</sup> ADOLF A. BERLE AND GARDINER C. MEANS, *THE MODERN CORPORATION AND PRIVATE PROPERTY* (1932, rev. ed. 1991).

<sup>39</sup> Adolph A. Berle, *Corporate Powers as Powers in Trust*, 44 HARV. L. REV. 1049 (1931); Merrick E. Dodd, *For Whom are Corporate Managers Trustees?* 45 HARV. L. REV. 1145 (1932); Adolph A. Berle, *For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note*, 45 HARV. L. REV. 1365 (1932). В этой дискуссии А. Берле отстаивал позицию, что менеджеры полностью ответственны перед акционерами, а потому в споре о том, в чьих интересах существует корпорация, он первым выдвинул тезис, что корпорация служит интересам акционеров; напротив, М. Додд после публикации обозначенной выше статьи стал апологетом менеджеризма и

разом, в распыленных системах корпоративной собственности, коль скоро там обнаруживается проблема коллективного действия (в отсутствие одного акционера или хотя бы группы акционеров, способных консолидированно выразить позицию), нужен кто-то, кто сможет формулировать позицию, отождествляемую с интересом корпорации<sup>40</sup>, а также последовательно проводить ее в жизнь. Подобным центром принятия решения оказывается совет директоров, т.е. экономический «агент» получает максимальную широту экономической власти: в большинстве случаев он решает, что важно «принципалам». Праву лишь остается следовать этой логике, проводя в жизнь принцип корпоративной республики: поскольку акционеры («граждане» корпоративной республики) однажды доверились конкретным менеджерам, избрав их в состав совета директоров, то далее — пока такие менеджеры не отозваны акционерами — они должны следовать проводимой теми линии.

Напротив, в концентрированных системах принципал во многом сам выполняет работу агента, а потому степень дискретного усмотрения агентов акционеров не слишком велика. Когда же менеджеры начинают проявлять излишнюю самостоятельность, то их своеволие ограничивается правопорядком «в интересах юридического лица». Однако на поверку такие интересы, как правило, оказываются тождественны интересам контролирующего акционера или конкретных акционеров отдельной корпорации.

Соответственно, те правовые построения, которые характерны для нормирования поведения «агентов» (менеджеров, членов советов директоров) и защиты интересов «принципалов» (акционеров публичных корпораций) внутри дисперсных систем, оказываются неадекватными, а то и вовсе неприменимыми для «агентов» и «принципалов» в рамках концентрированных систем, и наоборот<sup>41</sup>. Таким образом, экономическая логика распределения прав собственности задает совершенно разное регулирование публичных корпораций.

Наконец, если круг бенефициаров от управления корпорацией расширить, например за счет добавления к акционерам иных субъектов (кредиторов корпорации, работников, общества или государства), то та же агентская модель может быть применена к описанию логики нормирования корпоративных отношений: при определении того, что может и что должен делать «агент», следует учитывать степень распыленности акционерного капитала и круг потенциальных «принципалов». Коль скоро интересы принципалов могут кардинально изменяться при движении от одной группы к другой (например, интересы акционеров всегда отличны от интересов работников), для интегрированного описания такой усложненной

---

защищал позицию, что менеджеры если и ответственны перед кем-то, то интерес и ценность их действий должны соизмеряться с интересами корпорации как таковой. Забавно, что по прошествии нескольких десятилетий Берле признавал, что в этом споре победил Додд, поскольку якобы практика корпоративного управления в Америке оказалась ближе к позиции последнего (ср.: ADOLPH A. BERLE, *THE 20<sup>TH</sup> CENTURY CAPITALIST REVOLUTION* (Harcourt, Brace, 1954)); однако Додд впоследствии стал считать, что правильнее с политико-правовых позиций все же была точка зрения Берле.

<sup>40</sup> Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance*, 97 Nw. U. L. REV. 547, 560-72, 577-91 (2003).

<sup>41</sup> Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, *The Elusive Quest for Global Governance Standards*, 157 U. PA. L. REV. 1263 (2009).

агентской модели была предложена концепция стейкхолдеров (от англ. *stakeholder* — держатель доли влияния): когда интерес акционеров не является единственным при определении интересов «принципалов», нужно учитывать максимально широкий круг интересов разных социальных групп, так или иначе связанных с деятельностью конкретной корпорации — от ее работников и гражданско-правовых кредиторов до политических групп, локальных сообществ и государства в целом<sup>42</sup>. В любом случае контрактанская теория фирмы, а вслед за ней и агентская модель отношений, складывающихся между управленцами и теми, в чьих интересах управляется корпорация, оказываются довольно убедительными (а для скептиков — хотя бы более удобными) теоретическими концептами, позволяющими объяснить сущность рассматриваемых отношений, а в какой-то части также дать нормативное знание о том, в каком направлении должно развиваться право в этой области. Поскольку в основе фирмы лежит договор, причем таких соглашений может быть несколько — сообразно тем или иным группам субъектов, участвующих в делах фирмы, или предмету отношений, — то фирма (корпорация, юридическое лицо) оказывается осью, вокруг которой такие контрактные отношения строятся. Иначе говоря, фирма становится средоточием, связкой контрактов, причем сама фирма есть контракт, и она же является держателем множества контрактов<sup>43</sup>. Соответственно, корпоративные и прочие частноправовые отношения, возникающие как в связи с участием в корпорации, так и в связи с гражданско-правовыми контрактами, в которые вступает сама фирма, порождают множество групп обязательно-правовых отношений. Такие обязательства могут рассматриваться (позитивный экономический анализ) и нормироваться (нормативный анализ) по каждой группе контрактных связей, возникающих вокруг оси под названием «корпорация». Тем самым контрактанская теория фирмы задает понятную любому юристу смысловую референцию, систему координат, которая может быть запросто интегрирована в традиционное обязательно-договорное право, пусть и с некоторыми несущественными коррективами.

## 2.2. Проблема оптимальных норм, подлежащих применению по умолчанию

Следующий блок проблем, которые закономерно вытекают из контрактанской теории фирмы и попытки балансирования между ничем не ограниченной свободой договора и желанием корректировать экстерналии через регулятивное вмешательство государства, — это вопрос о том, какой минимальный набор норм, применяемых по умолчанию (*default rules*), следует признать необходимым и достаточным для корпоративного права. Фактически он сводится к тому, (1) как разделить домен императивных норм и сферу, где регулирующее воздействие будет представлено диспозитивными нормами, а также (2) как разграничить сферу норм, применяемых по умолчанию (диспозитивных норм), и сферу, где главенствует полная

<sup>42</sup> Margaret M. Blair and Lynn A. Stout, *A Team Production Theory of Corporate Law*, 85 VA. L. REV. 247 (1999); Lynn A. Stout, *Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy*, 75 S. CAL. L. REV. 1189 (2002); LYNN A. STOUT, *THE SHAREHOLDER VALUE MYTH: HOW PUTTING SHAREHOLDERS FIRST HARMS INVESTORS, CORPORATIONS, AND THE PUBLIC* (Berrett Koehler Press, 2012).

<sup>43</sup> Bainbridge, *supra* note 40, at 550-60; G. Mitu Gulati, William A. Klein, and Eric M. Zolt, *Connected Contracts*, 47 UCLA L. REV. 887 (2000).

свобода участников оборота (свобода договора, автономия воли или что-то еще), т.е. где фантазия сторон ничем не ограничена, причем если она не задействована, то никаких норм извне не применяется вовсе. В отличие от императивных норм, действие которых по общему правилу не может быть исключено или ограничено соглашением стороны, нормы диспозитивные обладают определенным регулирующим воздействием на участников оборота: если соответствующие нормы сконструированы как диспозитивные положения, применяемые, поскольку стороны не договорились об ином (*default opt-out*), то в силу феномена, известного под названием эффекта прилипания<sup>44</sup>, они в большинстве случаев будут применяться на практике как правила, которые стороны приняли в силу лености, недосмотра или просто нежелания моделировать что-то свое<sup>45</sup>, а потому с точки зрения регулятивного воздействия на поведение участников оборота такие нормы мало чем отличаются от императивных<sup>46</sup>. Подобные нормы точно так же будут корректировать поведение участников оборота сообразно заложенной в них регулятивной модели. Другой вопрос, что их действие может быть исключено велением стороны, чего нельзя сделать с нормой императивной. Соответственно, если такие нормы в абсолютном большинстве случаев будут задействованы участниками оборота, то закономерно выяснить, что они должны нести содержательно: должны ли они заменять собой императивные предписания, насколько сильным должен быть заложенный в них патерналистский элемент, какие группы субъектов должны покрываться такими нормами и т.д.

Как было отмечено выше, в логике контрактианцев императивные нормы как таковые не представляют большого интереса<sup>47</sup> применительно к корпоративному праву: если корпорация, а вслед за ней и корпоративное право создаются и существуют для участников и самого широкого круга их «контрагентов», то участники корпорации так или иначе смогут сами со всеми обо всем договориться. Следовательно, сфера императивного регулирования оказывается чрезвычайно незначительной (где она находится и как провести ее границы — это проблема для нормативного экономического анализа корпоративного права). Соответственно, императивными нормами корпоративного права, по мысли контрактианцев, можно пренебречь за незначительностью их удельного веса в общем массиве.

<sup>44</sup> Brigitte C. Madrian and Dennis F. Shea, *The Power Of Suggestion: Inertia In 401(k) Participation And Savings Behavior*, 116 Q. J. ECON. 1149, 1150 (2001); Cass R. Sunstein, *Switching the Default Rule*, 77 N.Y.U. L. REV. 106, 109-19 (2002); Omri Ben-Shahar and John A. E. Pottow, *On the Stickiness of Default Rules*, 33 FLA. ST. U. L. REV. 651 (2006).

<sup>45</sup> Russell Korobkin, *Inertia and Preference in Contract Negotiation: The Psychological Power of Default Rules and Form Terms*, 51 VAND. L. REV. 1583 (1998).

<sup>46</sup> Напротив, для диспозитивных норм, применяемых лишь тогда, когда стороны прямо предусмотрели их применение к своим отношениям (*default opt-in*), типична прямо противоположная динамика: в абсолютном большинстве случаев они не будут применяться на практике. Те редкие исключения, когда подобные нормы включаются участниками оборота, объясняются банально леню, нежеланием создавать что-либо свое (вместо формулирования собственных уникальных договорных положений стороны просто копируют ту модель, которая предлагается позитивным правом в диспозитивной норме), а также случаями, когда подобная диспозитивная норма копирует устоявшуюся бизнес-практику. В последнем случае участники оборота задействуют не диспозитивную норму закона как таковую, а положение, уже ставшее традицией.

<sup>47</sup> Исключение — позиция проф. Дж. Гордона, который полагает, что императивы в корпоративном праве должны быть интересны именно контрактианцам (*cf.*, Gordon, *supra* note 26, at 1554).



Другое дело нормы диспозитивные, главным образом применяемые по умолчанию (*default opt-out*): если основную массу нормативных предписаний корпоративного права составляют (или хотя бы должны составлять) именно такие нормы, то какие регулятивные цели они должны преследовать, в каком направлении корректировать поведение участников оборота, что желательно закладывать в них с позиций правовой политики? Эти вопросы составляют основной нерв современной литературы экономического анализа корпоративного права и обычно объединяются под рубрикой поиска оптимальных правил, применяемых по умолчанию (дефолтных правил). Ведь если заложить в диспозитивные правила экономически эффективные нормативные модели, то, с одной стороны, регулирование корпоративных отношений будет экономически эффективно, а с другой — позволит участникам оборота договориться обо всем, о чем они сами желают, и тем самым отойти от предписанной позитивным правом модели поведения.

Поиск критериев оптимальности диспозитивных норм корпоративного права в таком случае начинается с более пристального рассмотрения назначения диспозитивной нормы вообще: коль скоро она призвана восполнить пробелы, которые возможны в силу того, что сами стороны о чем-то не договорились, то содержание всякой диспозитивной нормы должно сводиться к нормативной модели, которую разумные стороны предусмотрели бы сами, если бы потратили какое-то время на поиск и согласование соответствующего условия<sup>48</sup>. Тем самым диспозитивные нормы корпоративного права призваны сократить расходы участников оборота на достижение договоренностей<sup>49</sup>, однако по умолчанию они могут не учитывать информационной асимметрии<sup>50</sup>. Одни участники корпоративных отношений как более продвинутые в бизнесе или более обеспеченные могут знать больше, чем другие. Но ориентир дефолтной нормы — это то, до чего могли бы договориться сами *одинаково* и глубоко информированные участники оборота<sup>51</sup>, особенно когда речь идет о диспозитивных нормах, применимых к публичным корпорациям, где информационная асимметрия особенно заметна.

Для непубличных корпораций, напротив, важна не информационная асимметрия, а подвижность самого контракта в будущем. Если то, до чего договорились стороны контракта, лежащего в основании корпорации, можно будет не исполнять из-за плохой техники формулирования соответствующих условий или, что хуже, лакун в контракте, стороны смогут вести себя оппортунистически с целью урвать выгоду. Следовательно, условия контракта в непубличной корпорации должны решать проблему предотвращения подобного поведения. Именно с прицелом на это должны быть сформулированы нормы корпоративного права для непубличных корпораций, если они претендуют на оптимальные дефолтные правила<sup>52</sup>.

<sup>48</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 26, at 1445; Michael Klausner, *The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later*, 31 J. CORP. L. 779, 797 (2006).

<sup>49</sup> Michael Klausner, *Corporations, Corporate Law, and Networks of Contracts*, 81 VA. L. REV. 757, 826 (1995).

<sup>50</sup> Gordon, *supra* note 26, at 1556.

<sup>51</sup> Bebchuk, *supra* note 32, 89 Colum. L. Rev., at 1410.

<sup>52</sup> Charles R. O'Kelley, Jr., *Filling Gaps in the Close Corporation Contract: A Transaction Cost Analysis*, 87 Nw. U. L. REV. 216 (1992).

Таким образом, оптимальные правила по умолчанию должны представляться неким соломоновым решением, пусть они и будут различаться в зависимости от того, к какой корпорации — публичной и непубличной — их применяют. Помимо правил по умолчанию, которые должны применяться там, где стороны сами чего-то не предусмотрели, есть еще более узкая группа диспозитивных норм, которая особенно заметна именно в корпоративном праве<sup>53</sup>. Речь идет о так называемых штрафных правилах по умолчанию (*penalty defaults*), которые применяются, если стороны не договорились об ином. Однако последствия таких правил крайне невыгодны для сторон, а потому эти нормы по умолчанию стимулируют участников оборота как раз договориться об ином<sup>54</sup>. К примеру, если подобным правилом будет ликвидация корпорации, то соответствующий риск заставит ее участников заранее договориться о том или ином механизме разрешения дедлока, не доводя до применения нормы по умолчанию.

С точки зрения законодательной политики сложение двух указанных теорий приводит к интересному выводу: если в рамках политико-правового выбора сравниваются два варианта диспозитивной нормы (один — вводящий меньшее количество ограничений, а второй — большее), то даже при наличии сомнений в экономической эффективности предлагаемых норм и содержащихся в них ограничений законодателям, как это ни парадоксально звучит, следует взять за основу второй вариант. Ведь если участникам корпоративных отношений норма не по нраву, то они ее отменяют путем согласования чего-то своего; однако если они все же не изменяют такую норму, то более жесткое регулирование будет реализовано через формально диспозитивную норму<sup>55</sup>, от которой стороны вроде бы могли отказаться, но почему-то этого не сделали. Это, конечно, не предполагает, что всякое диспозитивное регулирование корпоративного права должно быть максимально ограничительным или запретительным<sup>56</sup>. Напротив, поскольку корпоративное право есть подраздел частного права (а для контрактианцев и вовсе часть договорного права), то и регулирование данной области должно быть правонаделяющим и разрешительным. Однако когда законодатели желают провести в жизнь определенное регулирование, но не уверены в правильности проектируемой модели, то лучше облечь предписание в форму диспозитивной нормы, при этом содержательно сделав ее предельно ограничительной.

Поскольку корпоративное право в любом случае содержит некоторое количество императивных норм, а вдобавок к ним и значительное число диспозитивных норм, выполняющих по факту роль императивных, то система корпоративного права любого национального правопорядка может быть описана как динамичная модель,

<sup>53</sup> Ian Ayres, *Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel*, 59 U. CHI. L. REV. 1391, 1397-8 (1992); Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Limited Liability and the Corporation*, 52 U. CHI. L. REV. 89, 113 (1985).

<sup>54</sup> Ian Ayres and Robert Gertner, *Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules*, 99 YALE L. J. 87, 91, 97-101 (1989); Eric Maskin, *On the Rationale for Penalty Default Rules*, 33 FLA. ST. U. L. REV. 557 (2006); Eric Posner, *There Are No Penalty Default Rules in Contract Law*, 33 FLA. ST. U. L. REV. 563 (2006); Ian Ayres, *Ya-Huh: There Are and Should Be Penalty Defaults*, 33 FLA. ST. U. L. REV. 589 (2006).

<sup>55</sup> Lucian A. Bebchuk and Assaf Hamdani, *Optimal Defaults for Corporate Law Evolution*, 96 NW. U. L. REV. 489, 492-3 (2002).

<sup>56</sup> *Id.*, at 493.

внутри которой есть граница, разделяющая зону полной контрактной свободы, полного усмотрения сторон и зону жесткого, императивного регулирования, обусловленного некими политико-правовыми соображениями. Причем граница эта постоянно подвижна. Именно поэтому модель права оказывается не статичной, а динамичной. Она может быть схвачена лишь как слепок «здесь и сейчас». Более того, границу эту задает не позитивное право, хотя, конечно, его роль в данном вопросе существенна, а суды: именно судейский активизм (или отсутствие такового) ответствен за то, что одни нормы корпоративного права оказываются сугубо императивными, а другие признаются преимущественно диспозитивными<sup>57</sup>. При этом судебный активизм — это не только неотъемлемая часть свободы договора<sup>58</sup> (без него все построения, отличные от позитивного права и созданные самими сторонами, никогда не получали бы правовой защиты), но также механизм, позволяющий соблюдать довольно гибкий баланс интересов сторон договора и предотвращать оппортунистическое поведение одной из сторон в будущем<sup>59</sup>. Более того, одни и те же институты, рассматриваемые в исторической перспективе, опять-таки благодаря судам меняли свой модус с сугубо императивных на диспозитивные<sup>60</sup>, поэтому баланс между императивным и диспозитивным началом внутри корпоративного права всегда исторически обусловлен уровнем развития оборота и текущими приоритетами в политике права.

Таким образом, экономический анализ корпоративного права в его нормативной части применительно к вопросу о том, что считать оптимальными нормами, применяемыми по умолчанию, фактически предлагает продолжение контрактанской теории фирмы: оптимальны те дефолтные правила, о которых стороны все равно бы сами договорились. Однако поскольку любой контракт *a priori* не может быть завершенным<sup>61</sup>, то для тонкой настройки как содержащихся в законе норм по умолчанию, так и конкретных договоренностей участников корпоративных отношений внутри конкретной корпорации, для сведения всего этого воедино нужен суд. Именно он обеспечивает баланс императивной и диспозитивной составляющих корпоративного права. Тем самым основной нормативный пафос этой теории сводится к идее максимально широкой договорной свободы внутри позитивного корпоративного права, подкрепляемой развитыми институтами, т.е. судами, не механически применяющими нормы позитивного права, а развивающими корпоративное право сообразно меняющимся реалиям.

<sup>57</sup> John C. Coffee, Jr., *The Mandatory/Enabling Balance in Corporate Law: An Essay on the Judicial Role*, 89 COLUM. L. REV. 1618, 1621 (1989).

<sup>58</sup> *Id.*, at 1621.

<sup>59</sup> *Id.*

<sup>60</sup> *Id.*, at 1635-53.

<sup>61</sup> Oliver D. Hart, *Incomplete Contracts and the Theory of the Firm*, 4 J. L., ECON. & ORG. 119 (1988); Oliver Hart and John Moore, *Foundations of Incomplete Contracts*, 66 REV. ECON. STUD. 115 (1999); Vincent P. Crawford, *Long-term Relationships Governed by Short-term Contracts*, 78 AM. ECON. REV. 485 (1988); Ronald A. Dye, *Costly Contract Contingencies*, 26 INT. ECON. REV. 233 (1985).

### 2.3. Агентская проблема в корпоративных отношениях

Выше уже в самом общем виде была обозначена проблема агента в корпоративных отношениях, однако, учитывая важность данной проблематики для всей литературы экономического анализа корпоративного права, ее следует рассмотреть более подробно. Агентская проблема, как ее называют экономисты<sup>62</sup>, является не только продолжением контрактанской теории фирмы, но также одной из ключевых проблем транзакционных издержек в рамках неинституциональной экономической теории.

Основы экономического понимания агентской проблемы были заложены пионерной работой М. Дженсена и У. Меклинга, в которой они предложили следующее видение: если любой агент (для экономистов это любое лицо, которому принципал доверяет выработать решение<sup>63</sup>, отражающееся на своей позиции; юридические различия между комиссией и поручением в данном случае не имеют какого-либо существенного значения) так же, как и принципал, руководствуется стремлением к максимизации благ, то рано или поздно их интересы объективно должны разойтись, ведь для агента на первый план выступают свои интересы, а не интересы принципала<sup>64</sup>. Соответственно, для принципала агентские отношения сопряжены как с затратами на мониторинг поведения агента, так и с затратами, равными стоимости повышенной оплаты услуг последнего: принципал вынужден переплачивать (или приплачивать) агенту, чтобы у того не было желания делать что-то в собственных интересах и не в интересах принципала<sup>65</sup>. Ровно такая же проблема издержек наблюдается в любой корпорации, где принципалы (акционеры) передают централизованное управление корпорацией менеджерам-агентам<sup>66</sup>, особенно при описанном выше процессе отделения собственности от контроля.

Уровень издержек, наблюдаемых в связи с агентской проблемой в рамках корпоративных отношений, позволяет спрогнозировать, как поведут себя принципалы (акционеры) и насколько они готовы нести затраты на мониторинг поведения менеджеров-агентов, чтобы последние не забывали об интересах принципалов. Всякая публичная корпорация проходит путь от компании, созданной и управляемой одним или несколькими учредителями (состояние «собственник сам же менеджер»), до корпорации, где вся или значительная часть экономической власти принадлежит менеджменту, отделенному от акционеров (состояние «управляют не собственники»); при этом транзакционные издержки тем выше, чем конкретная корпорация дальше отошла от изначального состояния, где не было еще разделения собственности и контроля, и приблизилась к полноте власти менеджеров<sup>67</sup>, иными словами, чем выше распыленность акционерного капитала. Однако по-

<sup>62</sup> Eugene F. Fama, *Agency Problems and the Theory of the Firm*, 88 J. POL. ECON. 288 (1980); Eugene F. Fama and Michael C. Jensen, *Separation of Ownership and Control*, 26 J.L. & ECON. 301 (1983).

<sup>63</sup> Michael C. Jensen and William H. Meckling, *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*, 3 J. FIN. ECON. 305, 308 (1976).

<sup>64</sup> *Id.*

<sup>65</sup> *Id.*

<sup>66</sup> *Id.*, at 309.

<sup>67</sup> *Id.*, at 316-8.

чему же в таком случае все равно публичные корпорации существуют, а десятки или сотни миллионов акционеров по всему миру продолжают верить свои средства под управление их менеджеров? Помимо констатации очевидной проблемы коллективного действия и сложности, а то и полной невозможности агрегировать предпочтения большой группы участников корпоративных отношений, Дженсен и Меклинг предлагают собственное объяснение, почему менеджеры как эффективные агенты акционеров ограничены определенными рамками, которое лежит именно в сфере трансакционных издержек на мониторинг.

Если издержки, связанные с мониторингом деятельности менеджеров, оказываются меньше, чем объем присваиваемых последними благ от деятельности корпорации, то акционеры будут и дальше позволять менеджерам присваивать некоторую часть таких благ; напротив, если издержки акционеров становятся больше благ, получаемых от подобного мониторинга, то акционеры откажутся их нести<sup>68</sup>. Поскольку первоначальным собственникам нужно привлекать внешних инвесторов, а ценность конкретных менеджеров определяет рынок (они не могут запросто разорять одну фирму за другой и при этом оставаться востребованными, не будучи никак наказанными, даже если это сугубо репутационные механизмы), то рано или поздно устанавливается точка равновесия: внешние инвесторы несут некоторый объем издержек на мониторинг деятельности менеджеров, а менеджеры присваивают часть имущественных благ, но не делают это безостановочно, а ограничивают свои аппетиты некоторым уровнем. Причем чем больше благ от управления агентами (конкретной командой менеджеров) получают в итоге акционеры, тем меньше будут их ограничивать. Напротив, если издержки на мониторинг перекрывают блага от деятельности агентов, то акционеры гораздо менее охотно будут нести дополнительные издержки<sup>69</sup>.

Таким образом, цель для менеджеров как агентов акционеров — это максимизация имущественных благ (дохода) последних: менеджер хорош для акционеров, пока он умножает их доход, т.е. рыночную стоимость корпорации, в которой они участвуют<sup>70</sup>. Пока это условие выполняется, издержки на мониторинг агента не являются существенным фактором для принципала, ведь они в любом случае перекрываются позитивным имущественным эффектом от деятельности агента. Рыночное равновесие, достигаемое под влиянием разнонаправленных сил, сглаживает или вовсе снимает агентскую проблему для всех участников корпоративных отношений, возникающих по поводу деятельности публичной корпорации.

Однако как всякая абстрактная экономическая модель, идея Дженсена и Меклинга представляет собой идеализированное описание действительности, зачастую имеющее мало общего с реальностью, поскольку покоится на ряде допущений<sup>71</sup>, ослабление которых показывает, какие нормативные условия должны выполняться, чтобы эта стилизованная модель имела какое-либо практическое значение. Во многом именно исследованию таких допущений и посвящена вся более позд-

---

<sup>68</sup> Jensen & Meckling, *supra* note 63, at 325.

<sup>69</sup> *Id.*, at 326–8.

<sup>70</sup> *Id.*, at 357.

<sup>71</sup> *Cf.*, *id.*, at 314.

няя литература по агентской проблеме в экономическом анализе корпоративного права. Иными словами, при рассмотрении «от обратного» проявляется нормативная сила теории, становится понятным, как экономическая логика может направлять поведение агентов в желательном для принципалов направлении или, напротив, способствовать обогащению агентов.

Так, при переходе от состояния «собственник сам же менеджер» к состоянию «управляют не собственники» возникает необходимость в обособлении функции мониторинга за деятельностью менеджеров. Но поскольку все акционеры не могут заниматься надзором одновременно, нужен кто-то, кто будет делать это на постоянной основе в интересах акционеров. Однако тут же возникает вопрос: как следить за таким надзирающим за менеджерами лицом<sup>72</sup>, ведь оно также подвергается риску подмены интересов принципалов (акционеров) своими собственными? Одним из решений в данном случае может быть не попытка как-то усовершенствовать надзирающий за агентом (менеджерами) орган корпорации, а подойти к этой проблеме с другой стороны — через обеспечение максимально свободной обращаемости акций. Если акции конкретной корпорации могут быть легко проданы на рынке без каких-либо препятствий со стороны прочих акционеров, менеджеров и самой корпорации, то акционеры, недовольные избранным ими агентом (менеджерами), просто «проголосуют ногами», продав акции на рынке<sup>73</sup>, тем самым рынок косвенно покажет, что внутри конкретной корпорации дела идут неладно. В таком случае свободная обращаемость акций публичной корпорации становится одним из ключевых механизмов, обеспечивающих решение агентской проблемы.

Более того, в подобной логике становится понятным и другой тезис либеральной версии контрактанской теории фирмы: любые препятствия потенциальному поглощению фирмы со стороны внешнего поглотителя<sup>74</sup>, другой корпорации, в принципе есть зло. Поглотители выступают в роли санитаров леса, отстраняя от управления корпоративными активами нерадивых менеджеров, в том числе тех, за которыми не могли эффективно уследить принципалы. Акционеры поглощаемой корпорации оказываются лишь в выигрыше от этого<sup>75</sup>. Иными словами, рынок корпоративного контроля<sup>76</sup> — в любых его вариациях, от свободной купли-продажи акций публичной корпорации на фондовом рынке до поглощений компаний, — позволяет минимизировать агентскую проблему, выступая в роли некоего объективного ограничителя аппетитов агентов по присвоению корпоративной ренты. Тем самым либерализация

<sup>72</sup> Armen A. Alchian and Harold Demsetz, *Production, Information Costs, and Economic Organization*, 66 AM. ECON. REV. 777, 782 (1972).

<sup>73</sup> *Id.*, at 788.

<sup>74</sup> *Cf.*, *id.* Переход от распыленной структуры корпоративной собственности, типичной для любой высоколиквидной публичной корпорации, к концентрированной возвращает фирму к модели, схожей с той, когда не было разделения менеджера и собственника: корпоративный собственник начинает активно надзирать за деятельностью агента, в противном случае он рискует все потерять.

<sup>75</sup> Lucian A. Bebchuk, Alon Brav and Wei Jiang, *The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism*, 115 COLUM. L. REV. 1085 (2015); Lucian A. Bebchuk, *The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value*, 113 COLUM. L. REV. 1637 (2013); Michael C. Jensen and Richard S. Ruback, *The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence*, 11 J. FIN. ECON. 5 (1983).

<sup>76</sup> Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POLIT. ECON. 110, 112-4 (1965).

рынка корпоративного контроля — это одно из ключевых нормативных решений, вытекающих из экономической логики агентской проблемы<sup>77</sup>.

Другое направление мысли, которое если не снимает агентскую проблему, то позволяет минимизировать связанные с ней издержки, это такая корректировка механизмов компенсации за труд менеджерам, чтобы агенты получали вознаграждение сообразно росту доходов принципалов от участия в корпорации. В свете отмеченной выше логики Дженсена и Меклинга издержки на мониторинг агента не могут расти безгранично, принципалы (акционеры) ограничены неким объективным уровнем. Однако то, сколько менеджеры получают за управление корпорацией, также существенно влияет на их поведение, причем уровень дохода отражается не только на желании менеджеров работать (или воровать, запуская руку в корпоративный карман), но и опосредованно — на уровне расходов, издержек акционеров, надзирающих за ними. Если менеджеры получают компенсацию, которая как по уровню, так и по механизму выплаты стимулирует их активно работать на благо принципалов (акционеров), то последним не нужно сильно тратиться на мониторинг: адекватная по сумме и умно структурированная по механизму выплаты компенсация превращается в автопилот, который экономическими методами стимулирует менеджеров работать, разгружая при этом акционеров.

Формально эту логику экономисты выражают в виде двух тесно связанных между собой математических функций, или задач по оптимизации: 1) агент пытается максимизировать свою полезность, исходя из озвученной функции компенсации его труда (иными словами, агент соотносит компенсацию при каждом уровне прилагаемых усилий с тем, что он получит взамен, причем максимизация полезности может идти как по линии «работать больше или меньше», так и по направлению «получить доход от официально выплачиваемой компенсации или извлекать иные блага из своего статуса»); 2) принципалы, в свою очередь, в ответ на поведение агента пытаются предложить такую функцию компенсации менеджеров, которая бы максимизировала полезность самих принципалов<sup>78</sup>.

Проблемными моментами являются так называемый моральный риск (*moral hazard*)<sup>79</sup> и неблагоприятный отбор (*adverse selection*)<sup>80</sup>. Проблема морального рис-

<sup>77</sup> Lucian A. Bebchuk, *The Myth of the Shareholder Franchise*, 93 VA. L. REV. 675 (2007); Lucian A. Bebchuk, *Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements*, 152 U. PA. L. REV. 713 (2003); Lucian A. Bebchuk, John C. Coates, IV, and Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy*, 54 STAN. L. REV. 887 (2002); Lucian A. Bebchuk, John C. Coates, IV, and Guhan Subramanian, *The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants*, 55 STAN. L. REV. 885 (2002); Lucian A. Bebchuk, *The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers*, 69 U. CHI. L. REV. 973 (2002); Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, *Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review?*, 44 BUS. LAW. 247 (1989); Ronald J. Gilson, *Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defense*, 35 STAN. L. REV. 51 (1982); Ronald J. Gilson, *The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept*, 34 STAN. L. REV. 774 (1982); Lucian A. Bebchuk, *The Case for Facilitating Competing Tender Offers*, 95 HARV. L. REV. 1028 (1982); Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. (1981).

<sup>78</sup> Roy Radner, *Hierarchy: The Economics of Managing*, 30 J. ECON. LIT. 1382, 1407 (1992).

<sup>79</sup> *Id.*, at 1406; Kenneth J. Arrow, *Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care*, 53 AM. ECON. REV. 941, 962 (1963).

<sup>80</sup> *Id.*; Radner, *supra* note 78, at 1405.

ка дестимулирует менеджеров управлять рачительно. Если менеджер уверен, что некоторый уровень компенсации ему будет уплачен вне зависимости от того, насколько хорошо он сработает, а все негативные риски, вплоть до банкротства и ликвидации корпорации, понесут принципалы (акционеры), то он может действовать довольно рискованные бизнес-проекты: если проект окажется успешным, менеджер получит еще большую компенсацию, если нет — убытки понесут акционеры. Проблема неблагоприятного отбора есть отражение информационной асимметрии. Акционеры не обладают той же полнотой информации о бизнес-проектах, что и менеджеры, занимающиеся ими на ежедневной основе, и поэтому осторожные акционеры будут выбирать самые безрисковые и, как им кажется, прибыльные проекты. Однако доступная им информация — это то, что говорят менеджеры. Тем самым любой выбор акционеров будет всегда неоптимальным и так или иначе выгодным менеджерам. Соответственно, предлагаемый акционерами механизм компенсации менеджеров за их работу должен решать указанные проблемы плюс к этому стимулировать менеджеров работать на благо акционеров.

Решение, которое было предложено Дженсеном уже в соавторстве с иным автором, оказалось до гениального простым: синхронизировать риски принципалов (акционеров) и агентов (менеджеров). Коль скоро акционеры несут риски потерять все, но при этом могут много заработать, то ровно такая же логика должна быть применима к компенсации менеджеров. Она должна быть увязана с ростом акционерной стоимости, для чего определенную часть компенсации нужно выплачивать в виде виртуальных акций, опционов на акции управляемой компании. Соответственно, поскольку компенсация в такой модели выплачивается (через продажу менеджером в будущем акций, полученных по опциону) не сегодня, а по прошествии некоторого времени, конфликт интересов агента и принципала сглаживается<sup>81</sup>. В подобной конструкции менеджер вроде бы становится заинтересованным в том же, что и акционеры, а потому предложенный оригинальный механизм компенсации должен был элегантно снять агентскую проблему.

Казалось бы, за столь прорывное решение одного из ключевых вопросов экономики корпораций можно было дать Нобелевскую премию. Однако жизнь показала, что предложенное решение оказалось обманкой, лишь усугубившей агентскую проблему: корпоративные скандалы с участием компаний «Энрон», «Пармалат» и др., в основе которых лежал подлог бухгалтерской отчетности, позволявший стоимости акций расти, заставили переосмыслить практику стимулирования менеджеров к росту акционерной стоимости. Оппоненты Дженсена стали обвинять его в том, что вредоносные идеи привели к крупнейшим корпоративным мошенничествам<sup>82</sup>, а сам ученый был вынужден опубликовать ряд примирительно-

<sup>81</sup> Michael C. Jensen and Kevin J. Murphy, *CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How*, 1990(3) HARV. BUS. REV. 138 (1990).

<sup>82</sup> William W. Bratton, *Enron and the Dark Side of Shareholder Value*, 76 TUL. L. REV. 1275, 1285-91 (2002); Margaret M. Blair, *Directors' Duties in a Post-Enron World: Why Language Matters*, 38 WAKE FOREST L. REV. 885, 888-95 (2003); LUCIAN A. BEBCHUK AND JESSE M. FRIED, *PAY WITHOUT PERFORMANCE: THE UNFULFILLED PROMISE OF EXECUTIVE COMPENSATION* 48-52, 205-7 (Cambridge, Harvard University Press, 2004); DAVID SKEEL, *ICARUS IN THE BOARDROOM. THE FUNDAMENTAL FLAWS IN CORPORATE AMERICA AND WHERE THEY CAME FROM* 152-4 (Oxford University Press, 2006); Lynne Dallas, *Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance*, 37 J. CORP. L. 264, 271 (2011).



извиняющихся статей, где проводилась, по сути, ревизия ранее высказанных им же идей: коль скоро основная часть акций публичных корпораций не отражает реальной стоимости компаний (акции очень сильно переоценены), то нет смысла пытаться привязывать к ним компенсации менеджеров<sup>83</sup>. Однако в настоящее время можно говорить о некоторой стабилизации подходов в данном вопросе: опционы на акции корпорации — это часть компенсационного пакета менеджеров. Весь вопрос в том, каков удельный вес таких опционов в общей компенсации и что еще можно предложить с точки зрения регулирования как общего размера компенсаций, так и механизмов их выплаты<sup>84</sup>.

Ключевыми элементами института компенсации менеджеров становятся три группы вопросов. Во-первых, собственно размер (в денежном выражении) всего компенсационного пакета, состоящего из различных форм компенсации, привязанный к результатам деятельности менеджера (*pay-on-performance*). Во-вторых, соотношение между денежной и неденежной составляющей внутри такого пакета, включая опционы на получение акций и сроки, по истечении которых такие опционы могут быть конвертированы в акции. Наконец, в-третьих, детальное раскрытие информации акционерам по первым двум вопросам и необходимость одобрения всего компенсационного механизма акционерами как принципалами<sup>85</sup>.

Несмотря на то, что до настоящего времени какой-либо единой формулы структурирования компенсационного пакета менеджеров экономическим анализом корпоративного права предложено не было, все же литература по этому вопросу, указанная выше, привела к существенному пересмотру базовых принципов формирования и уплаты компенсаций. Так, во-первых, стало понятно, что ни фиксированная зарплата, ни пакет опционов сами по себе не решают агентскую проблему, необходимо разумное сочетание обоих элементов. Во-вторых, эффективность менеджеров, а значит, и их компенсация в абсолютном денежном выражении, должна быть привязана к неким формализованным экономическим показателям деятельности управляемой ими корпорации (*KPI*). В-третьих, компенсация — вне зависимости от формы ее выплаты — должна быть раскрыта акционерам, которые, в свою очередь, должны иметь право решать, какого уровня оплаты заслуживает агент (менеджер). В-четвертых, менеджеры — чтобы у них не возникло желания раздувать акционерную стоимость в краткосрочной перспективе, а то и просто заниматься банальным подлогом бухгалтерской отчетности, — должны быть ограничены существенным сроком, лишь по истечении которого они могли бы конвертировать свои опционы на акции и продавать их на открытом рынке. Наконец, в-пятых, менеджеры должны быть отстранены от механизмов обратного выкупа

<sup>83</sup> Joseph Fuller and Michael C. Jensen, *Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game*, 14 J. APP. CORP. FIN. 41 (2002); Michael C. Jensen, Kevin J. Murphy and Eric G. Wruck, *Remuneration: Where We've Been, How We Got Here, What are the Problems, and How to Fix Them* (Harvard Bus. Sch., Harvard NOM Working Paper No. 04-28, 2004), available at: [http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=561305](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=561305) [05.04.2016]; Michael C. Jensen, *Agency Costs of Overvalued Equity*, 34 FIN. MGMT. 5, 14-5 (2005).

<sup>84</sup> Cf., Bebchuk & Fried, *supra* note 82, at 96, 102; Kevin J. Murphy, *Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options*, 69 U. CHI. L. REV. 847 (2002);

<sup>85</sup> Bebchuk & Fried, *supra* note 82, at 189-200; Lucian A. Bebchuk and Jesse M. Fried, *Paying For Long-Term Performance*, 158 U. PA. L. REV. 1915 (2010).

корпорацией ее собственных акций, в противном случае они могут быть использованы для обогащения<sup>86</sup>.

Интересно, что агентская проблема стала центральной политико-правовой проблемой корпоративного права, а вопрос компенсации менеджеров — ключевым блоком всех политико-правовых дебатов в англоязычном мире в последние полтора десятилетия. Более того, как показывают публикации специальных агентств, специализирующихся на рекомендациях по голосованию на общих собраниях акционеров крупнейших корпораций, именно вопрос компенсации менеджеров является наиболее важным, волнующим всех акционеров повсеместно<sup>87</sup>. Таким образом, экономический анализ корпоративного права, будучи изначально сугубо академическим течением, получил серьезное практическое звучание применительно к компенсации «агентов», интересы которых могут расходиться с интересами «принципалов».

#### 2.4. Формы финансирования и конфликт интересов провайдеров капитала

Если в рассмотренном выше разделе расхождение интересов акционеров и менеджеров вытекает из того, что принципалы со временем отходят от активного управления делами корпорации и доверяют это агентам, которые затем начинают отходить от приоритетов акционеров, то в случае с противопоставлением интересов акционеров и кредиторов корпорации конфликт интересов между ними присутствует изначально. Конфликт акционеров и кредиторов корпорации заложен в принципиально различной природе их прав по отношению к корпорации. Экономический анализ внес существенный вклад в понимание разной экономической, а вслед за ней и юридической сущности прав акционеров и прочих кредиторов, и предложил ряд нормативных выводов, предопределяющих развитие политики корпоративного права.

Ключевое различие между акционерами (учредителями, участниками) и прочими кредиторами (обычно кредиторами из иных гражданско-правовых оснований, как правило, договорных, хотя это также могут быть кредиторы и из публично-правовых либо трудовых отношений) состоит в праве на остаточную стоимость (*residual claims*)<sup>88</sup>: акционеры по умолчанию обладают правом на всё то, что оста-

<sup>86</sup> По последнему вопросу см. серию работ Джесси Фрида: Jesse M. Fried, *Share Repurchases, Equity Issuances, and the Optimal Design of Executive Pay*, 89 TEX. L. REV. 1113 (2011); Jesse M. Fried, *Hands-Off Options*, 61 VAND. L. REV. 453 (2008); Jesse M. Fried, *Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases*, 93 CAL. L. REV. 1326 (2005); Jesse M. Fried, *Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers*, 67 U. CIN. L. REV. 421 (2000); Jesse M. Fried, *Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure*, 71 S. CAL. L. REV. 303 (1998).

<sup>87</sup> Cf., ISS ExecComp Analytics, available at: URL: <http://www.issgovernance.com/governance-solutions/investment-tools-data/execcomp-analytics> [31.04.2016]; Glass Lewis, *Pay Dirt 2012: A Glass Lewis Report on Executive Compensation* (2012), available at: URL: [http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2015/10/Paydirt\\_2012.pdf](http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2015/10/Paydirt_2012.pdf) [31.04.2016].

<sup>88</sup> Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Voting in Corporate Law*, 26 J. L. & ECON. 395, 403 (1983); Benjamin Klein, *Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control*, 26 J. L. & ECON. 367 (1983); Jonathan R. Macey, *Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-shareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective*, 84 CORNELL L. REV. 1266, 1273 (1999).

ется в корпорации после расчетов с прочими кредиторами, а потому они, с одной стороны, несут риск вовсе ничего не получить от участия в корпорации, а с другой — могут получить настолько много, насколько успешен был бизнес корпорации. Напротив, все прочие кредиторы вроде бы находятся в лучшем положении по сравнению с акционерами, поскольку их права требования должны быть удовлетворены преимущественно перед последними. Однако если фирма в состоянии расплатиться с прочими кредиторами, то последние могут притязать лишь на так называемый фиксированный доход, т.е. возврат суммы долга и начисленных на нее процентов, или иной доход, который в любом случае увязан с суммой первоначального долга, а не с тем, насколько хорошо сработала фирма. Таким образом, акционеры несут наибольший риск от деятельности корпорации (если что-то пойдет не так, то именно они рискуют потерять все), но он компенсируется потенциально более высокой доходностью. Наоборот, прочие кредиторы сталкиваются с меньшим риском от инвестирования в дела корпорации (а они фактически инвестируют в фирму, давая ей займы или кредитуя иным образом), однако и их доход оказывается существенно меньшим. Право голоса при определении судьбы корпорации, которым наделяются только акционеры — это оборотная сторона того самого риска получения или неполучения остаточной стоимости<sup>89</sup>, ведь если кто-то несет риск, то его принятие должно быть осознанным и волевым. Если же право определять судьбу корпорации переходит к другим лицам (например, к кредиторам корпорации в банкротстве), то они становятся теми, кто имеет право на остаточную стоимость<sup>90</sup>. Таким образом, высокий риск, ничем не ограниченная, но при этом и никак не гарантированная доходность, а также голосование по ключевым вопросам жизнедеятельности корпорации — эти три элемента идут рука об руку в корпоративном праве. Каждый из них предполагает два других и без них немыслим.

Разная очередность удовлетворения требований — творение права. При чем здесь, казалось бы, экономика? Во всех развитых правовых порядках при недостаточности имущества корпорации первыми всегда удовлетворяются требования прочих кредиторов (работников, обеспеченных, а вслед за ними необеспеченных кредиторов), а лишь после них — требования акционеров на остаточную стоимость. Однако именно это правовое установление задает ключевую проблему конфликта интересов всех прочих кредиторов и акционеров: если право ставит акционеров в невыгодное для них положение там, где от корпорации ничего не остается, то они могут попытаться наживаться на прочих кредиторах, пока корпорация формально не банкрот, обделяя их (например, недоплачивая работникам либо получая по сути безвозмездный кредит от прочих кредиторов, не платя им вовремя), либо скрывая имущество корпорации путем его отчуждения с целью вывода активов. Тем самым все прочие кредиторы корпорации на самом деле подвергаются довольно высокому риску, возможно, сравнимому, а то и более высокому, чем риск самих акционеров. Экономический анализ права предложил свою модель, описывающую динамическим образом, как могут меняться риски акционеров и кредиторов в зависимости от разного соотношения акционерного и заемного капитала. Эта модель позволяет спрогнозировать возможности оппортунистического поведения как акционеров (когда они могут пытаться обкрадывать прочих кредиторов), так

<sup>89</sup> Easterbrook & Fischel, *supra* note 88, at 403.

<sup>90</sup> *Id.*, at 404-5.

и кредиторов (когда последним выгоднее добиться банкротства фирмы, даже если у нее есть шансы на дальнейшее развитие). Она может быть сведена к пониманию фирмы как колл-опциона (*call option*), выписанного акционерам на стоимость активов фирмы<sup>91</sup>. Для любого колл-опциона типично, что его владелец (в финансовой литературе он именуется держателем опциона или тем, кому выписан опцион) имеет право, но не обязанность приобрести актив по определенной в опционе цене через какое-то время. Чем выше рыночная цена актива в момент реализации опциона, тем больше выигрыш его владельца. Разница между текущей рыночной ценой актива и ценой, по которой он может быть приобретен по колл-опциону, составляет прибыль держателя опциона. Причем чем сильнее растет цена актива, тем выше цена самого опциона. Напротив, если рыночная цена актива будет ниже, чем цена, указанная в опционе, то опцион теряет свою ценность, его цена становится равной нулю.

Поскольку всякая работающая фирма имеет некоторую долговую нагрузку, то требования акционеров на остаточную стоимость могут меняться в ту или другую сторону в зависимости от величины долга: высокий долг снижает остаточную стоимость акционеров, а низкий оставляет почти всю стоимость активов акционерам. Аналогия с колл-опционом становится совершенно четкой: обычные кредиторы, коль скоро они имеют преимущество перед акционерами на получение удовлетворения, в экономическом смысле владеют всеми активами фирмы — при несостоятельности фирмы именно они получают такие активы. Тем самым, согласно логике опциона, кредиторы как бы дают акционерам колл-опцион на выкуп активов фирмы после расчетов со всеми прочими кредиторами, соответственно, стоимость акционерного участия (всех акций конкретной фирмы) равна стоимости активов фирмы минус долг, подлежащий выплате кредиторам корпорации<sup>92</sup>. Как и в случае с любым иным колл-опционом, здесь действует та же логика оценки: если стоимость актива, подлежащего приобретению по опциону, по факту будет выше, чем его цена в опционе (активы фирмы минус долг на определенный момент времени в будущем), то опцион имеет некую рыночную цену, а потому у акционеров есть стимул его реализовать, если же актив будет стоить меньше, чем его цена в опционе (активы за вычетом долга составят величину, непривлекательную для акционеров), то цена опциона становится равной нулю<sup>93</sup>, а потому акционерам проще не реализовывать опцион, т.е. оставить активы фирмы кредиторам, позволив ей уйти в банкротство и потеряв свое право на остаточную стоимость, но при этом и не нести больше никаких обязательств.

В приведенной выше модели ключевыми для нормативного анализа оказываются три элемента: 1) срок реализации опциона, т.е. когда происходит сверка уровня долга с наличной стоимостью активов фирмы; 2) цена актива, на который выписан опцион, т.е. стоимость активов фирмы минус долг, причем как в относительных, так и абсолютных цифрах; 3) легкость либо сложность неисполнения опциона, т.е. насколько просто акционерам отдать фирму кредиторам, не будучи далее

<sup>91</sup> Fischer Black and Myron Scholes, *The Pricing of Options and Corporate Liabilities*, 81 J. POL. ECON. 637, 649 (1973); Stanley Fischer, *Call Option Pricing When the Exercise Price is Uncertain, and the Valuation of Index Bonds*, 33 J. FIN. 169 (1978).

<sup>92</sup> Black & Scholes, *supra* note 91, at 649-50.

<sup>93</sup> *Id.*, at 650.

связанными с ней: если акционеры отходят в сторону и не несут никакой ответственности впоследствии, в ходе банкротства фирмы, это один режим, если все же ограниченная имущественная ответственность акционеров по долгам фирмы имеет некоторые исключения, то акционеры во многих случаях могут реализовать свой колл-опцион на активы фирмы, даже если его цена равна нулю или имеет для них отрицательную стоимость.

Первый из названных элементов позволяет спрогнозировать оппортунистическое поведение акционеров: до той поры пока не пришло время платить, т.е. пока не наступил момент исполнения обязательства перед кредиторами, уровень долга может наращиваться сколь угодно долго. Аналогично с некими отчетными датами: пока не наступает день и час, когда нужно в обязательном порядке соотносить активы и пассивы (например, для подготовки бухгалтерского баланса), акционеры могут запросто наращивать долг. Наконец, акционеры могут пытаться намеренно скрывать ранее возникшие долги и искусственно приукрашивать действительность, создавая видимость наличия активов по высокой цене и минимального уровня долга, а под такую мнимую стоимость можно продолжать наращивать долг, привлекать новых акционеров-инвесторов или новое финансирование, в обеспечение которого будут выдаваться не имеющие стоимости активы. Таким образом, нормативный анализ в этой части позволяет сделать вывод о том, что активы и пассивы должны быть подвержены верификации (так или иначе объективированной оценке) и регулярно соотноситься между собой, а информация об их стоимости и соотношении должна быть доступна для заинтересованных лиц (всех акционеров, а равно кредиторов — наличных и потенциальных). Любые лазейки, допускающие возможности скрыть, пусть на время, долги или приукрасить как факт наличия активов, так и их стоимость, будут использованы акционерами для того, чтобы увеличить рыночную стоимость своего колл-опциона.

Со сроком реализации колл-опциона тесно связан второй элемент рассмотренной конструкции — стоимость имущества, на которое выписан такой опцион. Чем меньше разрыв между стоимостью актива на дату его реализации (активы фирмы минус долг) и ценой актива, как она указана в колл-опционе, тем меньше стимулов у акционеров что-либо делать во вред кредиторам. Незначительная в абсолютных цифрах стоимость активов фирмы или долга может исключить применение логики опциона, ведь трансакционные издержки в данном случае могут оказаться сравнимыми с суммой долга. Напротив, очень большие суммы долга в абсолютном выражении проявляют эту логику самым отчетливым образом (кредитор с миллиардным долгом будет усерднее биться за миллиардные активы). Похожая логика наблюдается и в относительных цифрах: чем больше в положительную сторону разрыв между стоимостью актива (активы фирмы минус долг) по факту и стоимостью актива по опциону, тем больше стимулов у акционеров реализовать опцион и удержать фирму под своим контролем; чем больше разрыв в отрицательную сторону (активы фирмы минус долг существенно ниже, чем цена актива в опционе), тем больше стимулов либо бросить фирму либо вводить в заблуждение кредиторов. Последняя опция тем более отчетливо проявляется, чем больше возможностей в конкретном правопорядке к привлечению субсидиарной ответственности акционеров по долгам фирмы.

Соответственно, третий элемент — сугубо правовой — может иметь самое существенное значение в деле стимулирования акционеров в том, чтобы откупаться от

кредиторов либо, напротив, в их игнорировании. Чем проще акционеры могут отказать от реализации выписанного им колл-опциона на активы фирмы, тем легче они будут позволять кредиторам забирать эти активы (через банкротство или предбанкротные процедуры), понимая, что акционеры фактически списывают часть долга, сгенерированного конкретным бизнес-проектом. Ключевой юридический вопрос здесь — насколько ограниченная имущественная ответственность акционеров<sup>94</sup> по долгам фирмы является действительно ограниченной. Если из данного принципа нет исключений, то акционерам довольно легко бросить неудачный бизнес-проект, заключенный в конкретную корпорацию. Если же к акционерам в отдельных случаях могут в принципе предъявляться какие-либо требования по поводу долгов корпорации, то подобный отход от принципа ограниченной имущественной ответственности заставляет задуматься, не легче ли акционерам приплатить кредиторам, но не банкротить фирму, иначе кредиторы могут в будущем все равно вернуться с требованиями к уже бывшим акционерам бывшей фирмы. Юридическая защищенность инвесторов, которые предоставляют капитал фирме, причем вне зависимости от того, являются ими только кредиторы или миноритарные акционеры, оказывается повсеместно одним из ключевых факторов, определяющих развитие внутринациональных рынков капитала, а вместе с ними также и экономическое развитие конкретного государства<sup>95</sup>.

Таким образом, при проектировании норм права необходимо учитывать динамический характер отношений между кредиторами и акционерами, более того, все три перечисленных элемента должны быть соотнесены между собой таким образом, чтобы ни кредиторы, ни акционеры не имели экономических стимулов действовать исключительно во вред другой стороне. Далее, правопорядок должен так настроить позитивное право и судебную практику, чтобы у акционеров были стимулы расплатиться с кредиторами за счет активов фирмы сполна и точно в срок, не пытаться присваивать блага, принадлежащие по сути кредиторам<sup>96</sup>, а у кредиторов — не банкротить бизнес, который имеет шансы продолжить свое существование, даже если временами он испытывает кризис ликвидности.

Помимо описания фирмы как колл-опциона акционеров и связанных с этим нормативных выводов экономической анализ права также дает некоторые указания по части того, какие формы финансирования будут привлекаться фирмами в конкретных правопорядках и какие факторы (экономические и сугубо юридические)

<sup>94</sup> Cf., Henry Hansmann and Reinier Kraakman, *Toward Unlimited Liability for Corporate Torts*, 100 YALE L.J. 1879 (1991); Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications*, 27 WAKE FOREST L. REV. 31 (1992); Nina A. Mendelson, *A Control-Based Approach to Shareholder Liability for Corporate Torts*, 102 COLUM. L. REV. 1203 (2002); David Million, *Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability*, 56 EMORY L.J. 1305 (2007); Daniel R. Kahan, *Shareholder Liability for Corporate Torts: A Historical Perspective*, 97 GEO. L.J. 1085 (2009).

<sup>95</sup> See, e.g., Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, Andrei Shleifer, and Robert W. Vishny, *Legal Determinants of External Finance*, 52 J. FIN. 1131 (1997); Edward Glaeser, Simon Johnson, and Andrei Shleifer, *Coase versus the Coasians*, 116 Q. J. ECON. 853 (2001); Bernard S. Black, *The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets*, 48 UCLA L. REV. 781 (2001); Nittai K. Bergman and Daniel Nicolaievsky, *Investor Protection and the Coasian View*, 84 J. FIN. ECON. 738 (2007); Simeon Djankov, Rafael La Porta, Florencio Lopez-de-Silanes, and Andrei Shleifer, *The Law and Economics of Self-Dealing*, 88 J. FIN. ECON. 430 (2008).

<sup>96</sup> Paul Halpern, Michael Trebilcock, and Stuart Turnbull, *An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law*, 30 U. TORONTO L. REV. 117, 144 (1980).

предопределяют превалирование той или иной формы финансирования. Отправной точкой в данной части является так называемая теорема *ММ* (*Modigliani—Miller theorem*)<sup>97</sup>, которая может быть упрощенно сведена к тезису о том, что ценность фирмы (ее рыночная стоимость), в общем, не зависит от того, каким образом финансируется организация — через привлечение акционерного или заемного капитала. Правда, эта теорема, как и большинство экономических законов, базируется на ряде предпосылок: указанное утверждение верно, если допустить, что ценообразование на рынке складывается само по себе, без какой-либо манипуляции извне; рынки эффективны при имеющейся информации; отсутствуют налоги; издержки, связанные с банкротством, и прочие трансакционные издержки равны нулю или настолько незначительны, что ими можно пренебречь; отсутствует информационная асимметрия между агентами. Соответственно, как и с прочими законами экономики, самое интересное для юристов здесь не столько сама теорема *ММ*, сколько выводы, которые из нее следуют, если начать более детально рассматривать указанные предпосылки и соотносить их с реальностью.

Так, согласно этой теории формы финансирования — заемный или акционерный капитал — не влияют на стоимость фирмы (а значит, акционерам без разницы, какую из них привлекать для целей развития конкретного бизнес-проекта), если отсутствуют налоги. Однако в реальности налоги, естественно, есть в любой юрисдикции, даже в самой либеральной офшорной. Следовательно, они могут затрагивать стоимость финансирования, а вслед за этим и стоимость фирмы сообразно величине долгового или акционерного финансирования (если налоги делают одну из форм финансирования сравнительно более дешевой, то чем больше доля такого инструмента финансирования, то, по идее, выше ценность фирмы, и наоборот, ведь более затратное с точки зрения налогового бремени финансирование снижает стоимость фирмы). Собственно, сами авторы теоремы *ММ* через некоторое время после ее формулирования пришли к именно такому выводу: наличие налогов как элемента любого государственного устройства не позволяет их игнорировать<sup>98</sup>, а потому налоги всегда влияют на стоимость финансирования, а значит, и на стоимость фирмы, при этом заемный капитал в силу налогов оказывается более дешевым источником, чем акционерный<sup>99</sup>. Тем самым учет налогов позволил переформулировать первоначальную теорему таким образом, чтобы прийти к прямо противоположному заключению: стоимость фирмы может меняться сообразно превалированию одного источника финансирования над другим, коль скоро налоги могут делать одну из форм финансирования более затратной, а значит, и понижать саму стоимость фирмы. Итак, долговое и акционерное финансирование может существенно различаться по стоимости. Тем самым решение, какой способ финансирования привлекать учредителям или последующим акционерам, будет предопределяться сугубо экономическими соображениями: что дешевле и что менее рискованно. Более того, чем больше влияние налоговых ставок внутри отдельной страны на стоимость долга, когда долговое финансирование за счет налоговых вычетов становится сравнительно более дешевым, тем более дорогим оказывается

<sup>97</sup> Franco Modigliani and Merton H. Miller, *The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment*, 48 AM. ECON. REV. 261, 268-9 (1958).

<sup>98</sup> Franco Modigliani and Merton H. Miller, *Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction*, 53 AM. ECON. REV. 433, 434 (1963).

<sup>99</sup> *Id.*, at 442.

акционерный капитал. В итоге более популярным будет заемное (долговое) финансирование, и наоборот.

Соответственно, настройка правовой среды, которая средствами корпоративного и банкротного права балансирует интересы акционеров и кредиторов, может быть существенно изменена налоговым законодательством. Как бы сильно ни защищались интересы кредиторов корпорации, но если ее акционерам из-за налогов экономически неинтересно увеличивать долговое бремя, то кредиторов много и не появится. Если же налоги стимулируют рост долгового финансирования корпораций, то даже при слабой защите кредиторов всем арсеналом частного права (договорное, корпоративное, банкротное законодательство) уровень долгового финансирования будет высоким для большинства корпораций. Аналогично для акционерного финансирования: как бы вольготно или подавленно ни чувствовали себя учредители и последующие акционеры в сравнении с прочими кредиторами, они, скорее всего, будут привлекать долговое финансирование, если акционерный капитал оказывается сравнительно более дорогим, чем заемный; если же акции дешевле займов, то корпоративные проекты будут финансироваться за счет вкладов учредителей или последующих *IPO*. Таким образом, стоимость капитала оказывается существенным, если не самым важным фактором, который задает соотношение между влиянием на дела корпорации со стороны акционеров и прочих кредиторов. Установление этой особенности открывает новые нормативные предпосылки для регулирования корпоративных отношений, причем не средствами корпоративного, т.е. частноправового, инструментария, а путем законодательства о налогах. Пример с налогами, которые влияют на выбор источников финансирования, заставляет задуматься о том, что еще может влиять на его стоимость и, следовательно, предопределять выбор одной из форм финансирования проектов в форме корпораций. Более того, если налоги могут различаться от одной страны к другой, почему практически во всех юрисдикциях акционерный капитал оказывается всегда более дорогим источником финансирования, чем долговое (заемное) финансирование?<sup>100</sup>

Ответ на этот вопрос заставляет вернуться к проблеме права на остаточную стоимость (*residual claim*), которое принадлежит акционерам. Так как их риск, связанный с участием в делах корпорации, выше, чем у других кредиторов, это выражается в более высокой стоимости такой формы капитала. Иными словами, высокий риск (утраты капитала), пусть и сопряженный с потенциально более высоким доходом, находит отражение в более высокой стоимости такого капитала. Высокий риск интернализируется в цене капитала, а меньший, типичный для долгового финансирования, дает больше шансов на возвратность инвестиций, меньший доход, но и меньшую цену для такого источника капитала. Соответственно, риск — наряду с налогами и регуляторным воздействием правовых институтов — оказывается одним из ключевых элементов, определяющих стоимость финансирования, а через него также и распределение реальной власти над корпорацией между акционерами и прочими кредиторами.

Категория риска в том смысле, как она понимается в финансовой литературе, выводит обсуждение проблематики корпоративного права на новый уровень — туда,

<sup>100</sup> René M. Stulz, *Globalization of Capital Markets and the Cost of Capital: The Case of Nestle*, 8 J. APPL. CORP. FIN. 30 (1995); Robert C. Merton, *You Have More Capital Than You Think*, 83 HARV. BUS. REV. 84 (2005).



где включается логика так называемой теории портфеля (*portfolio theory*)<sup>101</sup> в корпоративных финансах. Согласно базовым идеям этой теории смешение в рамках пула активов (одного портфеля) разных финансовых инструментов (например, акций и облигаций) с разной степенью доходности и риска должно быть ориентировано на достижение максимальной доходности всего портфеля при минимизации риска<sup>102</sup>. Требование диверсификации активов внутри портфеля — наиболее важный с практической точки зрения вывод из данного раздела теории финансов. При этом диверсификация основывается на том, что активы, входящие в портфель, не должны позитивно коррелировать друг с другом (когда дешевет один актив, с ним дешевет и другой, либо растет в цене один и за ним — другой при сравнимых уровнях риска), напротив, при негативной корреляции (один актив показывает низкую или вовсе отрицательную доходность, когда другой — высокую и позитивную при сравнимых уровнях риска, аналогично и для рискованности) достигается взаимоуравновешивающий эффект, когда портфель в целом может гарантировать определенный доход при минимальном уровне риска<sup>103</sup>. Портфельный менеджер, формирующий портфель и управляющий им, должен максимизировать доход от портфеля и одновременно минимизировать риск инвестиций, что обычно достигается через поддержание разного соотношения входящих в него финансовых инструментов<sup>104</sup>.

Для корпоративного права теория портфеля и диверсификации дает следующие моменты, позволяющие лучше понять поведение участников оборота. Во-первых, логику диверсификации используют не только профессиональные менеджеры на рынке ценных бумаг, формирующие клиентские портфели, но и менеджеры корпораций и их контролирующие собственники (акционеры)<sup>105</sup>. Соответственно, требование максимизировать доходность при минимизации риска принимается во внимание при всех значимых внутрифирменных бизнес-решениях, что сказывается на структуре капитала (больше акционерного или долгового финансирования), а также временных горизонтах бизнес-планирования (готова ли фирма пускаться в долгие проекты или предпочитает довольно короткие инвестиционные стратегии). Тем самым диверсификация оказывается еще одним фактором, предопределяющим интерес к акционерному или заемному капиталу.

Во-вторых, на смену инвесторам извне, прежде приобретавшим лишь акции отдельных корпораций, приходят их агенты, профессиональные портфельные менеджеры, которые готовы приобретать акции отдельной корпорации лишь как

<sup>101</sup> WILLIAM F. SHARPE, *PORTFOLIO THEORY AND CAPITAL MARKETS* (McGraw-Hill College, 1970); Harry M. Markowitz, *Foundations of Portfolio Theory*, 46 J. FIN. 469 (1991); EDWIN J. ELTON ET AL., *MODERN PORTFOLIO THEORY AND INVESTMENT ANALYSIS* (John Wiley & Sons, 2009).

<sup>102</sup> Harry Markowitz, *Portfolio Selection*, 7 J. FIN. 77, 89 (1952).

<sup>103</sup> *Id.*, at 89-90.

<sup>104</sup> HARRY M. MARKOWITZ, *PORTFOLIO SELECTION: EFFICIENT DIVERSIFICATION OF INVESTMENTS* (2<sup>nd</sup> ed., NY: Basil Blackwell, 1991).

<sup>105</sup> J. Fred Weston and Surendra K. Mansinghka, *Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms*, 26 J. FIN. 919 (1971); Ronald W. Melicher and David F. Rush, *The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience*, 28 J. FIN. 381 (1973); Michael Lubatkin and Sayan Chatterjee, *Extending Modern Portfolio Theory into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply?*, 37 ACAD. MNGM'T J. 109 (1994).

часть более крупного инвестиционного портфеля. Как следствие, именно эти менеджеры становятся выразителями интересов акционеров, именно они начинают консолидированно выражать позицию тех, кому в экономическом смысле принадлежит публичная корпорация. Иными словами, диверсификация, достигаемая через смещение ценных бумаг в портфеле (инвестиционном фонде), оказывается ключевой экономической силой, которая в конечном счете приводит к удвоению агентской проблемы: если прежде, согласно установкам Берле и Минца, речь шла об агентах (менеджерах) и принципалах (акционерах), то отныне многие «принципалы», будучи профессиональными портфельными управляющими, сами стали агентами по отношению к собственным принципалам, инвесторам фондов<sup>106</sup>.

Подобное удвоение агентской проблемы делает еще более сложным рассмотрение политико-правового вопроса о том, чьи интересы подлежат приоритизации и защите. Ведь если прежде можно было говорить о защите интересов «принципалов» средствами корпоративного права, то добавление инвестиционных фондов в картину корпоративного мира заставляет задумываться о синхронизации корпоративного права и ценно-бумажного законодательства в части раскрытия конечных бенефициаров, в противном случае многие корпоративные правила оказываются неработающими. Напротив, менеджеры, которых раньше нередко любили обвинять в преследовании собственных интересов, отныне получают право еще более уверенно говорить, что именно они, а никто другой — в отсутствие внятной позиции, формулируемой конечными акционерами-инвесторами, — должны решать, что верно и правильно, а что нет для конкретной корпорации. Причем если ранее менеджеры притязали на эту роль в силу отсутствия или невозможности понять консолидированную позицию акционеров, то теперь этот тезис усилился ссылкой на то, что неясно, кого вообще считать акционерами<sup>107</sup>.

В-третьих, стремление к смешению разных активов внутри одного портфеля предполагает, что портфельный менеджер обладает математическими данными о том, как один актив ведет себя по отношению к другому (коэффициент корреляции), а это, в свою очередь, в силу модели *CAPM* (*capital asset pricing model*) предполагает знание о доходности отдельного актива при известном уровне риска, точнее, определение так называемого бета-коэффициента, т.е. насколько выше среднерыночного должен быть доход от акции или иного финансового инструмента при заданном уровне риска<sup>108</sup>. Иными словами, можно ожидать, что *a priori* актив, сопряженный с большим риском, всегда должен генерировать больший доход, а от безрискового актива сложно ожидать сколько-нибудь существенного дохода.

<sup>106</sup> Leo E. Strine, *One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term?*, 66 *BUS. LAW.* 1, 10 (2010); William W. Bratton and Michael L. Wachter, *The Case Against Shareholder Empowerment*, 158 *U. PA. L. REV.* 653, 684-5 (2010).

<sup>107</sup> Cf., Bainbridge, *supra* note 40, at 560-72, 577-91; Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy and Shareholder Disempowerment*, 119 *HARV. L. REV.* 1735, 1752-5 (2006); Strine, *supra* note 106, at 3-6; Leo E. Strine, *Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance*, 33 *J. CORP. L.* 1, 6-8 (2007).

<sup>108</sup> William F. Sharpe, *Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk*, 19 *J. FIN.* 425 (1964); Franco Modigliani and Gerald A. Pogue, *An Introduction to Risk and Return: Concepts and Evidence*, 30 *FIN. ANALYSTS J.* 68, 76-9 (1974); Myron Scholes and Joseph Williams, *Estimating betas from Nonsynchronous Data*, 5 *J. FIN. ECON.* 309 (1977).

Если попытаться создать портфель, который бы имитировал весь текущий рынок финансовых активов (*market portfolio*), то он мог бы выступить неким усредненным показателем, отражающим все возможные пары «риск — доходность». Соответственно, отклонение от него в сторону большего риска должно предполагать соразмерно больший доход, и наоборот. Именно такую зависимость и отражает бета-коэффициент: чем выше  $\beta$  конкретного актива, тем выше риск, но тем выше должна быть и доходность по такому активу.

Поскольку бета-коэффициент отражает так называемый системный риск, т.е. риски, типичные для отдельной отрасли экономики или страны, то диверсификация, предпринимаемая на уровне отдельной фирмы за счет создания внутрифирменного портфеля источников финансирования и разных бизнесов в рамках одной корпорации, позволяет сглаживать риски и достигать повышения доходности бизнеса при сравнительно низком риске. Однако чем более диверсифицирован бизнес внутри одной корпорации, чем больше она превращается в фирму — конгломерат разных бизнесов, тем сложнее просчитать бета-коэффициент для ее акций. Фактически она становится портфелем, в котором надо учитывать бета-коэффициенты всех входящих в него активов. Более того, внутри фирмы может происходить кросс-субсидирование отдельных бизнесов за счет других, тем самым фирма-конгломерат работает хуже, чем портфель акций, представляющих отдельные бизнесы<sup>109</sup>.

Внешние инвесторы (непосредственные акционеры или фонды, аккумулирующие акции отдельной фирмы) в таком случае нередко начинают выступать против такого кросс-субсидирования, чтобы иметь более четкое представление о том, насколько успешно менеджмент корпорации управляет каждым бизнесом. Поэтому, как показывают отдельные исследования, создание конгломератов снижает риски менеджеров, но не инвесторов<sup>110</sup>. Соответственно, инвесторы-активисты<sup>111</sup> в последние годы все чаще добиваются от менеджеров разделения корпораций, являющихся бизнес-конгломератами, на отдельные фирмы, каждая из которых после разделения или выделения из нее отдельных бизнесов фокусируется лишь на одном бизнес-направлении.

Подобного рода движения, на первый взгляд не особенно понятные стороннему наблюдателю, могут быть объяснены стремлением к, условно говоря, дедиверсификации, когда под нажимом внешних инвесторов корпорация разделяется на составные части, каждая из которых будет привязана к собственному бета-коэффициенту. Такое деление в итоге приводит к тому, что лишённые кросс-субсидирования отдельные бизнесы начинают более эффективно управляться, увеличивается прозрачность, менеджмент становится более подотчетным

<sup>109</sup> R. Hal Mason and Maurice B. Goudzwaard, *Performance of Conglomerate Firms: A Portfolio Approach*, 31 J. FIN. 39, 46 (1976).

<sup>110</sup> Yakov Amihud and Baruch Lev, *Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers*, 12 BELL J. ECON. 605 (1981); William P. Lloyd, Naval K. Modani, and John H. Hand, *The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value, and Merger Activity*, 15 J. BUS. RES. 303 (1987).

<sup>111</sup> Об активизме отдельных акционеров публичных корпораций, главным образом хедж-фондов, и их роли в корпоративном управлении см.: Bernard S. Black, *Shareholder Passivity Reexamined*, 89 MICH. L. REV. 520, 567-75 (1990); Bebchuk et al., *supra* note 75.

внешним инвесторам, поскольку менеджеры больше не могут минимизировать собственные риски увольнения за негодное управление бизнесом. Корпоративному праву в таком случае остается лишь следовать экономической логике: если инвесторы заинтересованы в дедиверсификации на уровне отдельной корпорации (но не препятствуют диверсификации на уровне формирования портфелей акций отдельных корпораций), то необходимо способствовать тому, чтобы голос инвесторов на уровне позитивного права был услышан<sup>112</sup>, а голос менеджмента приглушен посредством введения нормативных ограничений на принятие менеджерами решений о диверсификации через приобретение новых бизнесов. Подобные решения так или иначе должны санкционироваться акционерами. Теперь можно соединить все элементы, рассмотренные выше. Акционеры как обладатели остаточной стоимости корпорации (*residual claimants*) несут наибольший риск от участия в корпорации. В непубличной корпорации этот риск балансируется тем, что акционеры (участники) вовлечены в принятие всех или основной части управленческих решений. В публичных корпорациях из-за распыленности акционерного капитала такие решения в массе своей передаются менеджерам, за акционерами сохраняется лишь надзорная функция за менеджментом и принятие наиболее значимых решений<sup>113</sup>.

Агентская проблема, которая возникает в последнем случае, на деле удваивается за счет того, что на место акционеров публичной корпорации заступают другие менеджеры, агенты, действующие в интересах принципалов, участвующих в фондах, которые работают по модели портфеля ценных бумаг, диверсифицирующего риски при максимизации доходности всего портфеля. Соответственно, если прежде роль акционеров публичной корпорации сводилась к контролю за процессом принятия решений менеджерами<sup>114</sup>, то при удвоении агентской проблемы это уже модель контроля одних бенефициаров (институциональных инвесторов) за агентами (управляющими фондов), которые, в свою очередь, контролируют процесс принятия решений субагентами (менеджерами корпораций). Венчает эту сложную систему контроль внешних по отношению к корпорации кредиторов, которые, в свою очередь, косвенно контролируют акционеров, иначе такие кредиторы могут забрать себе все активы фирмы. Равновесие, которое устанавливается в отношениях между кредиторами и акционерами, предопределяется тремя моментами: налогами, возможностью кредиторов привлечь акционеров к ответственности по долгам фирмы, а также диверсификацией портфеля активов как на уровне фирмы (ее менеджерами и акционерами), так и извне (инвесторами, вкладывающимися в акции и облигации разных корпораций).

## 2.5. Гипотеза эффективных рынков капитала

После рассмотрения экономического существа отношений, возникающих между акционерами и менеджерами, а также акционерами и кредиторами, закономер-

<sup>112</sup> Note, *The Conflict between Managers and Shareholders in Diversifying Acquisitions: A Portfolio Theory Approach*, 88 YALE L. J. 1238, 1251-3 (1979).

<sup>113</sup> Fama & Jensen, *supra* note 62, at 304.

<sup>114</sup> *Id.*, at 323.

ным представляется осветить механизм рыночного взаимодействия различных инвесторов и корпорации, точнее, то, каким образом достигается такое взаимодействие, если инвесторы играют на фондовом рынке. В данном случае одной из ключевых концепций, с которой работает экономический анализ корпоративного права, является так называемая гипотеза эффективного рынка капитала (*efficient capital market hypothesis*), обычно в англоязычной литературе обозначаемая аббревиатурой *ECMH* или просто *EMH* (*efficient market hypothesis*).

Авторство данной концепции принято приписывать Ю. Фаме, который в 1970 г. впервые предложил исходить из того, что на рынках капитала цены на торгуемые активы (акции, иные ценные бумаги и финансовые инструменты) должны полностью отражать весь имеющийся там объем информации. Соответственно, если это условие выполняется — доступная информация корректно отражается в цене торгуемых ценных бумаг, — то соответствующий рынок может именоваться эффективным<sup>115</sup>. Если же складывающиеся на рынке цены неадекватно (в большую или меньшую сторону) отражают тот объем информации, который публично доступен его участникам, то соответствующий рынок не может именоваться эффективным, он, скорее, сродни тотализатору<sup>116</sup>. Ключевой вопрос в таком случае сводится к тому, что понимать под объемом информации, *полностью отражаемой* в ценах, складывающихся на рынке. В зависимости от того или иного вида доступной информации Фама предложил различать три возможные формы эффективного рынка капитала:

- 1) слабая форма, при которой рынок отражает в ценах лишь информацию о прошлых ценах, по которым торговались ценные бумаги, либо данные о компании, относящиеся к прошлым периодам, включая сведения о доходности таких бумаг<sup>117</sup>;
- 2) полусильная форма, для которой характерно отражение в ценах всей публично доступной на текущий момент информации, а не только данных из истории. Соответственно, при этой форме эффективности рынка важно, насколько быстро цены на активы корректируются при появлении новой информации в публичном доступе<sup>118</sup>;
- 3) сильная форма, при которой рынок отражает в ценах не только информацию прошлых периодов или текущую публично доступную информацию, но также сведения, не раскрытые на рынке, но доступные тем или иным субъектам (менеджерам, контролирующим акционерам и прочим инсайдерам)<sup>119</sup>. Иными словами, допущение подобной формы эффективности предполагает, что рынок настолько чувствителен, что сложившиеся на нем цены уже включают в себя ту информацию, которая известна лишь единицам; при этом якобы информация, утекая по тем или

---

<sup>115</sup> Eugene F. Fama, *Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work*, 25 J. FIN. 383 (1970).

<sup>116</sup> Lynn A. Stout, *Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation*, 81 VA. L. REV. 611 (1995).

<sup>117</sup> Fama, *supra* note 115, at 383, 388.

<sup>118</sup> *Id.*, at 388.

<sup>119</sup> *Id.*

иным каналам, все равно находит выражение в ценах акций и прочих инструментов, даже если она не была публично раскрыта в установленном порядке.

Очевидно, что любой рынок — и рынки капиталов здесь не исключение — отражает в цене товаров информацию, доступную из истории, а потому слабая форма эффективности так или иначе присуща любому фондовому рынку<sup>120</sup>. Аналогично с публично доступной информацией: специальные исследования показывают, что рынок довольно оперативно отражает в ценах финансовых инструментов данные, как только они становятся публично доступными<sup>121</sup>, даже если цены некоторое время могли вводить инвесторов в заблуждение. Следовательно, финансовые рынки эффективны и с позиций полусильной формы. Напротив, предположение, что рынки капитала настолько эффективны, что отражают в ценах на торгуемые активы даже информацию, доступную лишь отдельным лицам, не находит своего подтверждения, а потому сильная форма эффективности рынков капитала должна быть отвергнута<sup>122</sup>.

Таким образом, к реальной жизни наибольшее отношение имеет полусильная форма эффективности фондовых рынков<sup>123</sup>, предполагающая, что ценные бумаги торгуются на рынках по ценам, которые отражают полный объем информации, ставшей публично доступной участникам рынка, т.е. официально *раскрытой*. Напротив, любой элемент коммерчески значимых сведений, не сообщенный рынку, потенциально дает возможность извлекать доход от торговли акциями и иными инструментами, поскольку цены на рынке становятся необъективными, а лицо, обладающее недоступной прочим участникам рынка информацией, может использовать ее как базу для извлечения дохода. Тем самым гипотеза эффективных рынков капитала, будучи на первый взгляд сугубо экономическим концептом, оказывается наполненной глубинным нормативным потенциалом, поскольку она задает необходимость раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Как отмечается в литературе, данный концепт задает интеллектуальный базис, общий контекст всех современных дискуссий, посвященных регулированию этого рынка ценных бумаг<sup>124</sup>. Проще говоря, рассматриваемая гипотеза в ее полусильной форме показывает, что рынок должен стремиться к эффективности рынков капитала за счет максимально широкого раскрытия информации: чем больше коммерчески значимых для инвесторов сведений будет раскрыто, тем более полно цены на акции смогут их отразить, а значит, рынок оперативнее скорректирует цены на акции и функционирование рынков капитала в целом будет эффективнее.

Однако несмотря на широкую поддержку, которую указанная теория получила в рядах как финансистов, так и юристов, на самом деле она до настоящего времени остается не более, чем гипотезой: однозначно ее не могут эмпирически ни доказать, ни опровергнуть, поскольку, с одной стороны, накоплено довольно много

<sup>120</sup> *Id.*, at 389–404.

<sup>121</sup> *Id.*, at 404–9.

<sup>122</sup> *Id.*, at 410 *et seq.*

<sup>123</sup> *Id.*, at 414–5.

<sup>124</sup> Ronald J. Gilson and Reinier H. Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency*, 70 Va. L. Rev. 549, 550 (1984).

данных, поддерживающих ее основные идеи, но с другой — есть также множество примеров, опровергающих эффективность рынков капиталов. Плюс для подтверждения или опровержения необходимо принять как данность множество факторов, что в реальной жизни сделать практически невозможно<sup>125</sup>. Основная доля критики названной концепции направлена на сомнительную рациональность экономических субъектов. Многие ее противники из числа экономистов, занимающихся бихевиористикой, отмечают, что продавцы и покупатели на рынке ценных бумаг в основном движимы иррациональными мотивами наживы, склонны копировать поведение других игроков на рынке, впадать в состояние то куража, то паники, а потому значительная часть движений на рынке объясняется не доступной для игроков информацией, а их сугубо иррациональными действиями<sup>126</sup> либо, что еще хуже, какими-то внешними факторами, например погодой<sup>127</sup>. Соответственно, и ценно-бумажное регулирование должно учитывать ограниченную рациональность субъектов, а потому включать в себя некоторый компонент бихевиористской экономики<sup>128</sup>. Однако коль скоро ни доказать, ни опровергнуть данную теорию экономисты не могут, то в 2013 г. Нобелевская премия по экономике, как это ни курьезно выглядит, была вручена одновременно основоположнику названной теории и ее самому последовательному критику<sup>129</sup>.

Какие более частные нормативные соображения следуют из теории эффективных рынков капитала для политики корпоративного права?

Во-первых, как и в случае с прочими институтами экономического анализа права, информация на рынке капиталов, точнее, ее доступность, легкость получения и

<sup>125</sup> Eugene F. Fama, *Efficient Capital Markets: II*, 46 J. FIN. 1575, 1575-6 (1991) (через 20 лет после публикации своей пионерной работы Фама признает, что *ЕСМН* не может быть подтвержден сам по себе, он может быть доказан лишь вкупе с *САРМ*, но это предполагает, в свою очередь, что и *САРМ* как одна из основ финансовой теории может быть также ложной); Jeffrey N. Gordon and Lewis A. Kornhauser, *Efficient Markets, Costly Information and Securities Research*, 60 N.Y.U. L. REV. 761, 771-2 (1985).

<sup>126</sup> See, e.g., Robert J. Shiller, *Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends?*, 71 AM. ECON. REV. 421 (June 1981); ROBERT J. SHILLER, *IRRATIONAL EXUBERANCE* (Princeton University Press, 2000); RICHARD H. THALER, *THE WINNER'S CURSE: PARADOXES AND ANOMALIES OF ECONOMIC LIFE* 139-196 (Princeton University Press, 1992); ANDREI SHLEIFER, *INEFFICIENT MARKETS: AN INTRODUCTION TO BEHAVIORAL FINANCE* (Oxford University Press, 2000); Daniel Kahneman and Mark W. Riepe, *Aspects of Investor Psychology*, 24 J. PORTFOLIO MGT. 52 (1998); Brad M. Barber and Terrance Odean, *Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors*, 55 J. FIN. 773 (2000); Brad M. Barber and Terrance Odean, *Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock*, 116 Q. J. ECON. 261 (2001); Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, *The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias*, 28 J. CORP. L. 715, 738 (2003).

<sup>127</sup> David Hirshleifer and Tyler Shumway, *Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather*, 58 J. FIN. 1009 (2003).

<sup>128</sup> Donald C. Langevoort, *Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation*, 97 NW. U. L. REV. 135-188 (2002); Donald C. Langevoort, *Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms)*, 146 U. PA. L. REV. 101 (1997); Stephen J. Choi and Adam C. Pritchard, *Behavioral Economics and the SEC*, 56 STAN. L. REV. 1 (2003); Peter H. Huang, *Regulating Irrational Exuberance and Anxiety in Securities Markets*, in *THE LAW AND ECONOMICS OF IRRATIONAL BEHAVIOR*, FRANCESCO PARESI & VERNON SMITH EDS. 501-41 (Stanford, 2005).

<sup>129</sup> The Sveriges Riksbank Prize in Economic Sciences in Memory of Alfred Nobel 2013 was awarded jointly to Eugene F. Fama, Lars Peter Hansen and Robert J. Shiller “for their empirical analysis of asset prices”, available at: [http://www.nobelprize.org/nobel\\_prizes/economic-sciences/laureates/2013](http://www.nobelprize.org/nobel_prizes/economic-sciences/laureates/2013) [10.06.2016].

отражения в ценах торгуемых инструментов сопряжена с транзакционными издержками. Чем они ниже, тем доступнее информация, тем проще она находит отражение в ценах и тем эффективнее рынки капитала в целом<sup>130</sup>. Иначе говоря, эффективность рынков капитала есть математическая функция от стоимости информации, доступной участникам рынка<sup>131</sup>. Понятно, что чем больший объем сведений о деятельности конкретной публичной корпорации раскрывается вовне, тем более эффективным оказывается рынок ценных бумаг: рынок, получив новую порцию данных, более оперативно отразит их в цене акций такой корпорации.

Однако издержки на получение информации ее потребителями (инвесторами на рынке ценных бумаг, аналитиками, трейдерами и т.п.) — это лишь часть, пусть и значительная, транзакционных издержек, связанных с данным институтом. Другая часть, на которую до некоторых пор не обращал внимания традиционный экономический анализ права, — это издержки, влияющие на доступность информации на рынках капиталов, которые несут сами эмитенты ценных бумаг в связи с раскрытием информации вовне. Это могут быть как прямые издержки, обусловленные затратностью процесса раскрытия (наем специалистов, оплата информационных технологий, обеспечивающих раскрытие, и проч.), так и косвенные, связанные с раскрытием информации, которую эмитент хотел бы придержать, чтобы не терять конкурентных преимуществ коммерческого свойства. Хотя публичные корпорации не обязаны раскрывать информацию, напрямую связанную с коммерческой тайной, на практике можно обнаружить ситуации, когда требуемое по закону более раннее, чем выгодно конкретному эмитенту, раскрытие подобной информации способно привести к утрате коммерческих возможностей. А это равно издержкам для такой корпорации, которые, в свою очередь, могут быть переведены во вполне осязаемые, конкретные денежные суммы.

Речь идет об известной проблеме, обсуждаемой в литературе о рынке ценных бумаг, — о довольно размытой границе между так называемой твердой и мягкой информацией, точнее, между раскрытием фактов и ожиданиями на будущее от свершившегося факта<sup>132</sup>. С одной стороны, позитивное право стремится формализовать критерии информации, подлежащей обязательному раскрытию эмитентами для потребителей, а с другой — расширить круг подлежащих раскрытию фактов, чтобы инвесторы имели более адекватное представление о реальном положении дел внутри конкретной корпорации. Однако такое движение закономерно возлагает на эмитентов все новые и новые издержки. Тем самым право должно стремиться к введению мягкой информации в позитивное право. Но как этого достигнуть так, чтобы и волки были сыты, и овцы — целы? Чем больше люфт между так называемой твердой и мягкой информацией или чем больше неопределенность в вопросе о том, что понимать эмитентам под мягкой информацией, тем больше транзакционные издержки для них, а значит, и для финальных потребителей информации на рынке ценных бумаг. Нахождение оптимума в регулировании данного вопроса —

<sup>130</sup> Gilson & Kraakman, *supra* note 124, at 593.

<sup>131</sup> *Id.*

<sup>132</sup> Carl W. Schneider, *Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings*, 121 U. PA. L. REV. 254 (1972); Bruce A. Hiler, *The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views*, 46 MD. L. REV. 1114 (1986); Victor Brudney, *A Note on Materiality and Soft Information under the Federal Securities Laws*, 75 VA. L. REV. 723 (1989).



задача, стоящая перед любым ценно-бумажным правопорядком, если он стремится построить эффективный рынок капитала.

Во-вторых, если в реальности можно вести речь о лишь полусильной форме эффективности рынка (цены на рынке отражают весь объем публично доступной информации), то закономерно возникает вопрос: насколько вообще следует запрещать инсайдерскую торговлю, т.е. торговлю с использованием информации, недоступной (нераскрытой) широкой публике? Как полагают проponentы дерегулирования в данном аспекте<sup>133</sup>, дозволение инсайдерской торговли якобы способствует просачиванию информации на рынок, скорейшему отражению ее в ценах, т.е. в конечном счете достижению той самой сильной эффективности рынков капитала. Более того, законодательные запреты способны предотвратить лишь незначительную часть случаев подобной торговли, налагая на корпорации ощутимые издержки, а потому не легче ли просто отказаться от подобного императивного регулирования, чем продолжать плодить расходы, направленные на поддержание такого запрета?<sup>134</sup>

Хотя подобного рода аргументы, если их рассматривать в долгосрочной перспективе, верны в общем виде (коль скоро рынок эффективен, то рано или поздно цены скорректируются сообразно информации, полученной через торговую активность инсайдеров), на более коротких временных отрезках они приводят к неэффективности рынков, когда цены — пока они не стабилизировались сообразно ранее недоступной широкой публике информации — будут неадекватны тому, насколько реально должны стоить акции конкретного эмитента. Одно дело, когда происходит раскрытие информации максимально широкому кругу лиц, после чего цены на финансовые инструменты тут же корректируются (причем временной лаг между раскрытием факта и корректировкой цен на современных рынках может составлять доли секунды), а другое — когда один или несколько инсайдеров начинают торговать ценными бумагами, используя инсайдерскую информацию. В последнем случае корректировка цен рано или поздно произойдет, однако это случится при существенном для рынка конкретного эмитента объеме торговли его акций инсайдерами и лишь по прошествии некоторого, возможно значительного, периода<sup>135</sup>. Соответственно, все это время рынок ценных бумаг конкретного эмитента будет неэффективен<sup>136</sup> в том смысле, что цены не будут отражать весь объем реальной информации. Даже если пренебречь тем фактом, что в этот период инсайдеры будут что-то зарабатывать, для всех прочих инвесторов, если они имели дело с неэффективным рынком ценных бумаг, будет подорвано доверие к рынку вообще. А этого не должен допускать ни один правопорядок, если он пытается строить рынок, привлекательный для провайдеров капитала. Таким образом, для обеспечения эффективности рынка капитала необходимо делать все, чтобы временной разрыв между выходом на него значимой информации и корректировкой

<sup>133</sup> Наиболее известным сторонником такой точки зрения являлся Г. Манн, см.: HENRY G. MANNE, *INSIDER TRADING AND THE STOCK MARKET* (N.Y.: The Free Press, 1966); Henry G. Manne, *Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark*, 31 J. CORP. L. 167 (2005).

<sup>134</sup> Dennis W. Carlton and Daniel R. Fischel, *The Regulation of Insider Trading*, 35 STAN. L. REV. 857 (1983).

<sup>135</sup> Gilson & Kraakman, *supra* note 124, at 630-1.

<sup>136</sup> *Id.*, at 631.

цен на торгуемые инструменты был максимально сокращен<sup>137</sup>, в пределе — стремился к нулю. Именно этих целей позволяет достичь законодательный запрет торговли с использованием инсайдерской информации. Подобный вывод — вполне закономерное нормативное предложение, которое проистекает из последовательного развития идей гипотезы эффективных рынков капитала.

В-третьих, значительный объем исследований в рамках бихевиористской экономики или бихевиористского анализа права заставляет задуматься о серьезной доле патернализма в регулировании, когда речь заходит о защите инвесторов, не обладающих значительным набором знаний об объеме риска при игре на фондовом рынке. Причем это могут быть не только обычные граждане, вкладывающие свои деньги в акции или иные финансовые инструменты, приобретаемые через брокера на фондовом рынке. Поскольку все больше накоплений граждан аккумулируется в фондах, инвестирующих в портфели ценных бумаг, повышенный стандарт защиты, а значит, и больший объем патернализма в регулировании необходимы там, где речь идет об инвестировании сбережений тысяч граждан в ценные бумаги. К примеру, они уместны в программах негосударственного пенсионного обеспечения, когда пенсионные накопления граждан инвестируются в ценные бумаги. Каким бы эффективным ни был рынок ценных бумаг, коль скоро речь идет о риске утраты инвестиций для тысяч, а то и миллионов граждан, инвестиционные стратегии подобных фондов должны подвергаться предельно жесткому государственному регулированию. Более того, подобные регулятивные интервенции соотносятся с ключевой идеей эффективных рынков капитала (чем больше информации, тем лучше)<sup>138</sup>, ведь значительная часть такого регулирования направлена на раскрытие управляющими информации, в том числе об объеме реального риска, принятого финансовым институтом. Так, одним из механизмов, позволяющих понять уровень риска, принимаемого конкретным управляющим портфелем ценных бумаг, особенно когда конечными инвесторами в этот портфель являются обычные граждане, выступают разовые или регулярные стресс-тесты крупнейших финансовых институтов<sup>139</sup>, включая банки: они дают возможность узнать, как поведет себя управляющий, если наступит событие, существенно затрагивающее стоимость портфеля ценных бумаг.

Другая заслуживающая внимания идея бихевиористов — это широкое использование дефолтных правил. В части регулирования поведения конечных инвесторов на рынке ценных бумаг наиболее активно могут применяться предложения бихевиористов о введении всевозможных ограничений, направленных на защиту массовых инвесторов, причем они должны быть нормами по умолчанию. При таком подходе продвинутые участники всегда могут отойти от правила по умолчанию. Напротив, те, кто не слишком сильно задумываются о рискованности того или иного шага, могли бы оставаться в рамках предельно ограничительного регулирования<sup>140</sup>.

<sup>137</sup> *Id.*, at 632.

<sup>138</sup> Ronald J. Gilson and Reinier Kraakman, *Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs*, 100 VA. L. REV. 313, 320-1 (2014).

<sup>139</sup> *Id.*, at 352-62.

<sup>140</sup> Richard H. Thaler and Cass R. Sunstein, *Libertarian Paternalism*, 93 AM. ECON. REV. 175 (2003); Colin Camerer, Samuel Issacharoff, George Loewenstein, Ted O'Donoghue, and Matthew Rabin, *Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for "Asymmetric Paternalism"*, 151 U. PA. L. REV. 1211 (2003); Russell Korobkin, *Libertarian Welfarism*, 97 CAL. L. REV. 1652 (2009).

Если суммировать все нормативные идеи, вытекающие из гипотезы эффективных рынков, то получится следующее: на уровне эмитентов и профессиональных участников рынка ценных бумаг ценно-бумажное регулирование должно быть направлено на обеспечение менее затратного получения информации о том, сколько реально должны стоить ценные бумаги конкретного эмитента, а на уровне конечных инвесторов, относящихся к не особо искушенным в финансах субъектам, такое регулирование должно способствовать охлаждению порой сугубо эмоционального желания сделать ту или иную инвестицию, вследствие которой гражданин может не понимать.

## 2.6. Экономический анализ слияний и поглощений

Гипотеза эффективных рынков капитала имеет отношение к тому, как публичные рынки оценивают акции корпораций, а значит, сколько, по мнению участников фондового рынка, стоит тот или иной бизнес. Однако проблема оценки бизнеса корпорации, конечно, более широка: оценка бизнеса есть краеугольный камень финансовой теории и корпоративного права не только для публичных корпораций, но и для любой корпорации вообще. Эта же проблема оказывается ключевой для экономики слияний и поглощений — темы, которая заняла одно из центральных мест в экономическом анализе корпоративного права и которой посвящен, пожалуй, самый большой объем публикаций.

Отправной точкой во всех этих работах является проблема оценки фирмы, при этом всякая фирма рассматривается либо как набор дисконтируемых денежных потоков, либо как остаточная стоимость заключенных внутри нее (как правило, материальных) активов. Собственно, эти два подхода к определению стоимости фирмы отражают два базовых (хотя и не единственно возможных) метода оценки, принятых в финансовой литературе: метод дисконтируемых денежных потоков (*discounted cash flows, DCF-analysis*) и метод остаточной стоимости активов (*asset-based method*)<sup>141</sup>. Применительно к сделкам по слияниям и поглощениям финансовая теория развивает и дополняет эти базовые методы более сложными конструкциями, однако ключевая проблема — как определить рыночную стоимость бизнеса — остается той же, а принципиальные подходы к ее решению глобально сводятся либо к определению сегодняшней стоимости будущих доходов от бизнеса, либо к так или иначе объективированной стоимости того, что уже заключено внутри фирмы. Соответственно, проблема оценки оказывается альфой и омегой корпоративных финансов вообще и всех более частных проблем, включая экономику слияний и поглощений. Однако оценка бизнес-проекта отдельной корпорации либо самой такой корпорации — это микроуровень рассмотрения. На более высоком уровне, где исследуется не отдельная фирма, а множество фирм, экономический анализ права обращается к категории рынка корпоративного контроля — категории, получившей самое широкое применение в литературе.

---

<sup>141</sup> SHANNON P. PRATT AND ALINA V. NICULITA, VALUING A BUSINESS: THE ANALYSIS AND APPRAISAL OF CLOSELY HELD COMPANIES 173–231, 349–378 (5<sup>th</sup> ed., McGraw-Hill Education, 2008).

Концепцию рынка корпоративного контроля<sup>142</sup> принято ассоциировать с пионерной работой Г. Манна<sup>143</sup>, который предложил рассматривать процесс слияний и поглощений на макроуровне как подчиняющийся законам спроса и предложения, при этом ценностью, обращающейся на рынке, выступает корпоративный контроль как самостоятельный вид имущества<sup>144</sup>. В данном случае потенциальные цели для поглощений (корпорации, которые могут быть поглощены) формируют предложение на рынке, а поглотители определяют спрос. Соответственно, сугубо рыночными механизмами достигается точка равновесия, при которой экономически неэффективные бизнесы устраниваются с рынка, а успешные фирмы распространяют успех от однажды избранной бизнес-модели на прочие организации, устранимые с рынка в ходе поглощений. Подобное рыночное взаимодействие, по мысли Манна, достигается благодаря отделению собственности от контроля, о котором говорилось выше: если реальная власть по управлению публичной корпорацией сосредоточена в руках менеджеров, то при плохом управлении цена ее акций отразит в себе весь негатив. Соответственно, такая корпорация станет легкой добычей для потенциального поглотителя, ведь на рынке появится недооцененный актив<sup>145</sup>: рыночная цена акций фирмы не отражает заложенного в ней потенциала. Хотя нужно заметить, что формально такая цена оказывается объективной, ведь она показывает, что стоимость фирмы ниже, чем если бы она управлялась эффективно.

Из снижения цены акций фирмы, являющейся потенциальной целью для поглощения, следует важный вывод: разница между ценой акций, сложившейся на рынке «здесь и сейчас», и той ценой, которая могла бы быть, если бы фирма управлялась экономически более эффективно, — это, по сути, рыночная оценка того, насколько успешен менеджмент. Если разница (дельта, дисконт) велика, рынок выносит свой вердикт неэффективному менеджменту. Если же она незначительна, то фирма функционирует на пределе своих рыночных возможностей. Чем больше разница, тем больше стимулов у потенциального поглотителя получить контроль над такой фирмой, заменить текущий менеджмент на другой, более эффективный, а разницу капитализировать за счет присвоения ее в будущем, когда рыночная стоимость присоединенного бизнеса достигнет его действительной стоимости<sup>146</sup>. Более того, если стоимость источников финансирования различается главным образом из-за налогов, то экономически более эффективный поглотитель предпочтет занять денег и за счет более дешевого долгового финансирования выкупить фирму у ее прежних акционеров<sup>147</sup>, особенно когда последние будут рады продать актив, которым плохо управляют менеджеры. Соответственно, всевозможные правовые инструменты, позволяющие получить корпоративный контроль (сбор доверенностей на голосование, скупка акций или реорганизации по концентрации бизнеса),

<sup>142</sup> Об истории развития рынка корпоративного контроля см.: John Armour and Brian R. Cheffins, *The Origins of the Market for Corporate Control*, 2014 U. ILL. L. REV. 1835 (2014).

<sup>143</sup> Henry G. Manne, *Mergers and the Market for Corporate Control*, 73 J. POLIT. ECON. 110 (1965).

<sup>144</sup> *Id.*, at 112.

<sup>145</sup> *Id.*

<sup>146</sup> *Id.*, at 113.

<sup>147</sup> *Id.*

на деле оказываются теми средствами, которые решают проблему невозможности оценить эффективность менеджмента формализованными юридическими стандартами, — здесь она оценивается через рыночную стоимость акций<sup>148</sup>.

Из всех этих рассуждений следует принципиальный политико-правовой вывод: слияния и поглощения полезны как для бизнеса, так и — что более важно для политики корпоративного права — для защиты миноритарных инвесторов корпораций<sup>149</sup>. Ведь при допущении свободного перераспределения корпоративного контроля и при эффективных рынках капитала цены на акции поглощаемой компании, до того недооцененной<sup>150</sup>, должны начать расти, а потому миноритарии могут получить премию к рынку, которой в иной ситуации не было бы. Тем самым концепция рынка корпоративного контроля оказывается ключевой идеей, обосновывающей необходимость ограничения любых прав менеджеров по блокированию поглощения. В противном случае корпоративным правом будет не только дозволяться, но и поощряться их оппортунистическое поведение, а акционеры будут лишены последнего реально работающего механизма оценки эффективности менеджмента и возвратности инвестиций.

Тезис о том, что рынок корпоративного контроля все расставит по своим местам, если не мешать ему регулятивными ограничениями, — фундаментально есть повторение и развитие, пусть и более нюансированное, теоремы Коуза<sup>151</sup>, согласно которой при нулевых трансакционных издержках стороны посредством рыночных механизмов сами придут к эффективному решению. Не удивительно, что подобные идеи уже применительно к сфере слияний и поглощений были восприняты с большим энтузиазмом представителями экономического анализа корпоративного права. Последующие экономические исследования в общем подтвердили ключевые идеи Г. Манна, хоть и с небольшими коррективами: действительно, если рынок капитала эффективен, то новость о предстоящем поглощении всегда будет вести к росту стоимости акций компании-цели. Рынок в ответ на информацию о поглощении корректирует цену акций вверх, подтверждая, что прежде они были недооценены рынком, а в конкретной корпорации заложен потенциал роста за счет смены управленческой команды; акционеры компании-цели тем самым получают возможность заработать, если они приобрели акции до такой корректировки. Напротив, воспрепятствование поглощению со стороны менеджеров, если оно делает невозможным продать или обменять акции компании-цели на иные инструменты (акции поглотителя или компании, образующейся в результате слияния), приводит к тому, что акционеры не получают того, что они могли получить, если бы поглощение удалось. Специальные исследования показывают, что, поскольку стоимость акций вырастает, то от поглощения выигрывают акционеры поглощаемой компании<sup>152</sup> и акционеры поглотите-

<sup>148</sup> Manne, *supra* note 143. at 113.

<sup>149</sup> *Id.*, at 119.

<sup>150</sup> Reinier Kraakman, *Taking Discounts Seriously: The Implications of “Discounted” Share Prices as an Acquisition Motive*, 88 COLUM. L. REV. 891 (1988).

<sup>151</sup> Ronald H. Coase, *The Problem of Social Cost*, 3 J. L. & ECON. 1 (1960).

<sup>152</sup> Peter Dodd and Richard Ruback, *Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis*, 5 J. FIN. ECON. 351, 372 (1977).

ля<sup>153</sup>, пусть и не всегда; общий эффект от поглощения (если складывать рост акций поглотителя и поглощаемой компании) также оказывается положительным<sup>154</sup>, так как рост акций поглощаемой компании все равно перекрывает возможное падение цены акций поглотителя, т.е. акционеры поглотителя в общем не проигрывают<sup>155</sup>. Другой вопрос, что во многих слияниях и поглощениях акционеры поглотителя нередко теряют от поглощения, потому что стоимость акций такой компании через некоторое время может упасть. Иными словами, акционеры поглощаемой компании получают огромную премию в ходе поглощения, но на деле она оказывается перераспределением акционерной стоимости от акционеров компании-поглотителя к акционерам компании-цели<sup>156</sup>. Акционеры компании-поглотителя обычно выигрывают, когда объектом поглощения является непубличная компания или бизнес-подразделение другой корпорации, но, как правило, теряют, если поглощается другая публичная компания<sup>157</sup>. Соответственно, общим местом в финансовой литературе и экономическом анализе корпоративного права стало утверждение, что при поглощении публичной компании поглотитель переплачивает<sup>158</sup>, т.е. случается ровно то же, что происходит с победителем на публичных аукционах на повышение, когда его выигрыш оказывается пирровой победой.

Итак, если всякое поглощение выгодно для акционеров поглощаемой корпорации, поскольку позволяет получить высокую премию, но при этом компании-поглотителю свойственно переплачивать, то из этого вытекает еще более интересный экономико-правовой нормативный вывод. Когда разрозненным акционерам публичной корпорации поступит предложение от поглотителя «продавайте или меняйте свои акции», то быстро принять его может оказаться для них невыгодным; возможно, если кто-то от имени таких акционеров будет «набивать цену», то в итоге они лишь выиграют, получив еще больше. Тем самым менеджмент, который вроде бы должен быть отстранен от процесса принятия решений, связанных с поглощением, получает убедительные аргументы в пользу того, чтобы препятствовать всякому предложению о поглощении: коль скоро менеджеры являются агентами акционеров, то их задача сводится к тому, чтобы первоначальным отказом или последующим сопротивлением поглощению добиться наибольшей цены для акционеров, т.е., по сути, достичь максимально возможной переплаты со стороны поглотителя. Если этот довод верен с экономической точки зрения, то менеджмент не должен отстраняться от указанного процесса, напротив, ему надлежит играть самую активную роль, чтобы неспособные к консолидации акционеры получили то, что иначе им было бы недоступно. Естественно, именно эти аргументы звучат

<sup>153</sup> *Id.*

<sup>154</sup> Gregor Andrade, Mark Mitchell, and Erik Stafford, *New Evidence and Perspectives on Mergers*, 15 J. ECON. PERSP. 103, 110 (2001); Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, *The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy?*, 11 J. FIN. ECON. 183 (1983).

<sup>155</sup> Jensen & Ruback, *supra* note 75.

<sup>156</sup> Michael Bradley, Anand Desai, and E. Han Kim, *Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms*, 21 J. FIN. ECON. 3 (1988).

<sup>157</sup> Kathleen Fuller, Jeffrey Netter, and Mike Stegemoller, *What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions*, 57 J. FIN. 1763 (2002).

<sup>158</sup> Bernard S. Black, *Bidder Overpayment in Takeovers*, 41 STAN. L. REV. 957 (1989).

от сторонников широкой дискреции менеджмента, выступающих за так называемую республиканскую модель корпоративного управления. Подобная логика прослеживается и в специальных экономических исследованиях<sup>159</sup>, правда, с одним очень важным уточнением: резистентность менеджмента к предложению поглотителя способствует повышению цены акций компании-цели, а значит, позволяет ее акционерам получить больше, чем если бы никакого противодействия не было. Однако получение премии акционерами возможно лишь тогда, когда поглощение в итоге случается. Напротив, если менеджмент был так «успешен» в противодействии поглощению, что поглотитель отступил, то акционеры компании-цели не только не получают премии, но и буквально теряют как в падающей впоследствии цене акций<sup>160</sup>, так и за счет растущего долгового бремени корпорации<sup>161</sup>.

Соответственно, определение границы, позволяющей разделить дозволенный уровень дискреции менеджмента для противодействия первому предложению о поглощении (действительно, возможно, очень несерьезному), и момент, когда все же нужно уступить поглотителю, — это ключевой вопрос всех политико-правовых споров в рамках экономического анализа права в течение последних 30–35 лет<sup>162</sup>. Для более нюансированного прочерчивания подобной линии юристы пытаются создать специальные стандарты, призванные, с одной стороны, дать некоторую дискрецию менеджменту по противодействию поглощению, а с другой — ограничить эту дискрецию так, чтобы она не приводила к оппортунистическому поведению, когда менеджеры сохраняют свои рабочие места за счет акционеров под лозунги о защите прав последних<sup>163</sup>. С формально-юридической точки зрения указанные поиски есть попытка найти некоторое гибкое юридическое решение, лежащее в границах между так называемым правилом бизнес-решения (суд не должен вмешиваться в оценку коммерческой обоснованности решений, если соблюден минимум процедурных гарантий при принятии решения менеджерами) и повышенным стандартом добросовестности (*entire fairness standard*), для которого

<sup>159</sup> Gregg A. Jarrell, James A. Brickley, and Jeffrey M. Netter, *The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980*, 2 J. ECON. PERSP. 49 (1988).

<sup>160</sup> Jensen & Ruback, *supra* note 75, at 8 (table 2); Frank H. Easterbrook and Gregg A. Jarrell, *Do Targets Gain from Defeating Tender Offers?*, 59 N.Y.U. L. REV. 277 (1984); Richard S. Ruback, *Do Target Shareholders Lose in Unsuccessful Control Contests?*, in: CORPORATE TAKEOVERS: CAUSES AND CONSEQUENCES 137–152 (Alan J. Auerbach ed., Chicago: University of Chicago Press, 1988).

<sup>161</sup> Assem Safieddine and Sheridan Titman, *Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers*, 54 J. FIN. 547 (1999).

<sup>162</sup> Cf., Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer*, 94 HARV. L. REV. 1161 (1981) (про-акционерная аргументация); Ronald J. Gilson, *A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers*, 33 STAN. L. REV. 819 (1981) (скорее, проакционерная позиция, однако предложение искать баланс); Martin Lipton, *Takeover Bids in the Target's Boardroom*, 35 BUS. LAW. 101 (1979) (про-директорская позиция); Martin Lipton, *Twenty-Five Years After Takeover Bids in the Target's Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War*, 60 BUS. LAW. 1369 (2005) (аналогично); Stephen M. Bainbridge, *Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections*, 55 STAN. L. REV. 791 (2002) (решать — это дело директоров).

<sup>163</sup> Примеры поиска подобных юридически формализованных стандартов в экономико-правовой литературе: Gilson & Kraakman, *supra* note 77; Lucian A. Bebchuk, *Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers*, 98 HARV. L. REV. 1693 (1985); Bernard Black and Reinier Kraakman, *Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value*, 96 NW. U. L. REV. 521 (2001); Bebchuk et al., *supra* note 77, 55 STAN. L. REV. 909–16 (2002).

типична излишняя подозрительность судей к любым вызывающим сомнения действиям менеджмента.

Наконец, если наращивание корпоративного контроля приводит к появлению акционера, которому принадлежит значительная доля голосов, но не равная 100% голосующих акций, то после превышения некоторого порога корпоративного контроля всегда возникает вопрос: допустимо ли избавиться от прочих акционеров, выкупив акции помимо их согласия, а также при каких условиях и в какой процедуре это возможно в принципе? Экономический анализ корпоративного права предлагает свои решения проблем, связанных с оппортунистическим поведением лица, инициирующего вытеснение миноритарных акционеров, включая проблему манипулирования временем, когда будет инициировано вытеснение, а также возможностями занижать цену контролируемого бизнеса, которые, конечно же, есть у контролирующего акционера<sup>164</sup>. Несмотря на различие в процедурных моментах, связанных с вытеснением миноритариев, которые наблюдаются на уровне подходов между европейским и американским корпоративным правом<sup>165</sup>, указанные проблемы типичны для любых правопорядков и требуют единообразного решения, а именно разработки правовых механизмов, направленных на защиту вытесняемых акционеров. К примеру, если конкретная процедура, итогом которой становится избавление от миноритарных акционеров (это может быть не только вытеснение миноритариев, как оно понимается в европейском праве, но также и реорганизации, при которых мажоритарий устанавливает конвертационную квоту), не предполагает явно выраженного согласия акционеров на отчуждение акций или на выкупную цену, то последующая оценка обоснованности как самой процедуры, так и предложенной в ее рамках цены должна осуществляться с позиций самых жестких стандартов оценки, таких же, как при сделках с конфликтом интересов, причем бремя доказывания должно возлагаться на мажоритария<sup>166</sup>. Напротив, если миноритарные акционеры фактически дали согласие на ту или иную процедуру (например, большинством от всех миноритариев), то суды должны руководствоваться правилом бизнес-решения и не вторгаться в оценку ее коммерческой целесообразности, а бремя доказывания нарушений и негативных последствий должно возлагаться на миноритариев<sup>167</sup>.

Таким образом, в проблематике слияний и поглощений находят выражение в наиболее обостренной форме все прочие проблемы корпоративного права, затрагиваемые экономическим анализом: фирма как явно выраженное или подразумеваемое соглашение различных участников корпоративных отношений, агентская проблема, проблемы оценки бизнеса и фирма как опцион, гипотеза эффективных рынков капитала и др. Получается, что тот или иной политико-правовой выбор в сфере регулирования слияний и поглощений предполагает последовательность решений по более частным вопросам, т.е. от того, какие ответы на более общие вопросы были даны ранее, будет зависеть и выбор модели регулирования перераспределения корпоративного контроля. Однако ни экономический анализ права,

<sup>164</sup> Guhan Subramanian, *Fixing Freezeouts*, 115 YALE L.J. 2, 31-3 (2005).

<sup>165</sup> Marco Ventoruzzo, *Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals*, 50 VA. J. INT'L L. 841 (2010).

<sup>166</sup> Subramanian, *supra* note 164, at 48–55.

<sup>167</sup> *Id.*



ни какая-либо иная методологическая доктрина изучения и формирования политики права не может дать однозначный ответ на вопрос, как указанные отдельные проблемы должны решаться по отдельности и как они должны соотноситься между собой. Подобный поиск есть следствие правового экспериментализма, который можно наблюдать при сравнении отдельных правопорядков в исторической и межстрановой перспективе. Это сравнение выводит на следующий блок проблем, рассматриваемых в литературе экономического анализа права.

## 2.7. Конкуренция правопорядков и нахождение оптимальных юридических решений для корпоративного права

Отправной точкой для экономического анализа права является тезис о том, что если бы не было транзакционных издержек, то частные субъекты оборота сами могли бы обо всем договориться. Однако что если ту же идею перенести на уровень субъектов публичного права, причем не внутри отдельного государства, а сделать ее интернациональной? Смогут ли государства если не договориться между собой об унификации правил поведения корпораций, то в силу конкурентной борьбы между собой создать наиболее привлекательные для коммерсантов правила поведения? Элементы подобного рода идей наблюдаются в работах, посвященных так называемой регулятивной конкуренции, или регуляторного арбитража<sup>168</sup>, особенно когда речь идет о регулятивной конкуренции между различными системами корпоративного права как внутри отдельного государства (между отдельными штатами США), так между самостоятельными государствами (например, странами — членами ЕС), а также правовыми семьями (системами общего и гражданского права) или континентами (США и Европа).

Теоретическую основу проблематики конкуренции правопорядков<sup>169</sup> заложила небольшая по объему, но часто цитируемая работа 1956 г. Ч. Тибу<sup>170</sup>, где он впервые предложил исходить из того, что известная велфаристской экономике проблема неадекватного уровня производства так называемых общественных (публичных) благ и ложных предпочтений граждан по части цены, которую они готовы платить за развитые институты, может решаться путем конкуренции суверенов, производящих эти самые блага. Основная идея Тибу<sup>171</sup> сводится к тому, что при наличии нескольких субъектов (административно-территориальных единиц, штатов внутри федерации или независимых государств), производящих публичные блага, включая право или иную регулятивную среду, каждый из таких субъектов рано или поздно начнет производить оптимальное количество публичных благ на единицу налогов, собираемых государством с субъектов оборота как плата за то, что государство производит публичные блага. Соответственно, если есть множество

---

<sup>168</sup> Chris Brummer, *How International Financial Law Works (and How It Doesn't)*, 99 GEO. L. J. 257, 267 (2011).

<sup>169</sup> Последующее изложение идей учения Ч. Тибу основано на другой публикации автора, см.: *Степанов Д.И.* Спрос на право и диспозитивность регулирования: экономический анализ права // Вестник экономического правосудия РФ. 2016. № 6. С. 108—111.

<sup>170</sup> Charles M. Tiebout, *A Pure Theory of Local Expenditures*, 64 J. POL. ECON. 416 (1956).

<sup>171</sup> *Id.*, at 418.

суверенов, производящих публичные блага, то кто-то из них в таком производстве будет более успешным, а кто-то — менее. В свою очередь, потребители публичных благ (в модели Тибу это граждане) начинают мигрировать в те юрисдикции, где за сравнительно меньшую цену (величину налогов) предоставляется больший объем публичных благ<sup>172</sup>. Благодаря подобной миграции между государствами отдельные национальные правовые порядки начинают производить таких благ больше на единицу цены, чем до начала подобного соревнования<sup>173</sup>. Тем самым не граждане, привязанные к отдельному государству, должны проявлять свои истинные предпочтения в том, сколько они согласны платить за производство адекватных институтов, а сами государства, конкурируя между собой, выйдут на оптимальный уровень производства публичных благ, включая регулятивную среду.

Предложенная Тибу модель держится на ряде допущений, которые не раз критиковались экономистами как не имеющие ничего общего с реальной действительностью, а потому она является красивой теоретической конструкцией, дающей некоторое понимание общей идеи конкуренции правовых порядков, т.е. позитивной, а не нормативной моделью. В частности, предполагается, что потребители публичных благ (избиратели) обладают неограниченной мобильностью, могут за просто менять одну юрисдикцию на другую, при этом они имеют всю полноту информации о соотношении между налогами, взимаемыми в той или иной юрисдикции, и уровнем производства предоставляемых там публичных благ; причем потребители очень чувствительны к изменениям в соотношении «цена — количество» между разными территориями<sup>174</sup>. Вместе с тем, даже если указанная модель не может рассматриваться в качестве всё объясняющего концепта, она прекрасно подходит для корпораций, особенно крупных транснациональных корпораций или лидеров национальных экономик. Для такого рода компаний выдерживаются все или почти все из предложенных Тибу предпосылок его модели, а потому для них регулятивная конкуренция — это не абстрактная теория, а реальность. Доказательством тому служат многочисленные работы, посвященные регулятивной конкуренции корпоративных правовых порядков внутри США и государств Западной Европы<sup>175</sup>. Дискуссии о регулятивной конкуренции применительно к политике корпоративного права долгое время шли только в США и крутились при этом вокруг одного вопроса: является конкуренция корпоративных правовых порядков, задаваемая штатом Делавэр, благом или злом? По многим позициям такая конкуренция вела к либерализации регулирования и зачастую к ограничению

<sup>172</sup> *Id.*

<sup>173</sup> *Id.*, at 420, 422-4.

<sup>174</sup> *Id.*, at 419.

<sup>175</sup> See, e.g., INTERNATIONAL REGULATORY COMPETITION AND COORDINATION: PERSPECTIVES ON ECONOMIC REGULATION IN EUROPE AND THE UNITED STATES, WILLIAM BRATTON ET AL. EDs. (Oxford: Clarendon Press, 1997); William Carney, *The Political Economy of Corporate Charters*, 26 J. LEGAL STUD. 303, 309 *et seq.* (1997); Howell E. Jackson and Eric J. Pan, *Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999-Part I*, 56 BUS. LAW. 653 (2001); Frederick Tung, *Passports, Private Choice, and Private Interests: Regulatory Competition and Cooperation in Corporate, Securities, and Bankruptcy Law*, 3 CHI. J. INT. L. 369 (2002); Marco Ventoruzzo, “Cost-based” and “Rule-based” Regulatory Competition: Markets for Corporate Charters in the U.S. and the EU, 3 N.Y.U. J. L. & BUS. 91 (2006); William W. Bratton and Joseph A. McCahery, *The Equilibrium Content of Corporate Federalism*, 41 WAKE FOREST L. REV. 619 (2006); Oren Bar-Gill, Michal Barzuza, and Lucian A. Bebchuk, *The Market for Corporate Law*, 162 J. INST’L & THEO. ECON. 134 (2006).

прав акционеров на участие в непосредственном управлении делами корпорации, а потому неясно, ведет ли она «вверх»<sup>176</sup> или «вниз»<sup>177</sup>. Однако после ряда знаковых кейсов, рассмотренных Судом справедливости ЕС (дело *Centros* и последовавшие за ним дела<sup>178</sup>), эта же дискуссия перекинулась на Европейский континент<sup>179</sup>. Видимо, пока еще рано ставить точку в споре, полезна ли такого рода конкуренция — ведет ли она к созданию более эффективных правовых построений в рамках корпоративного права или только размывает ограничения в регулировании оппортунизма менеджмента. В пользу каждой позиции приведено большое количество аргументов и эмпирических данных. Более того, под давлением доводов в пользу обеих позиций отдельные исследователи стали отрицать сам феномен регулятивной конкуренции<sup>180</sup>, хотя эта точка зрения не получила какой-либо широкой поддержки в литературе.

Вместе с тем дискуссия, посвященная регулятивной конкуренции корпоративных право порядков, имела два важных теоретических ответвления, обладающих некоторой политико-правовой ценностью.

Во-первых, в рамках этой дискуссии было предложено несколько объяснений того, благодаря каким силам складываются те или иные променеджерские или проакционерные построения, иными словами, благодаря кому или чему в рамках политико-правового выбора защищаются конкретные интересы отдельных участников корпоративных отношений. В данном случае можно назвать работы, которые указывают на большую роль политиков<sup>181</sup>, стремящихся обеспечить поддержку через популистские лозунги или лоббизм; подчеркивают важность кор-

<sup>176</sup> Ralph K. Winter, *State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation*, 6 J. LEGAL STUD. 251, 289-92 (1977); Ralph K. Winter, *The “Race for the Top” Revisited: A Comment on Eisenberg*, 89 COLUM. L. REV. 1526 (1989); Daniel R. Fischel, *The “Race to the Bottom” Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware’s Corporation Law*, 76 NW. U. L. REV. 913, 945 (1981); Roberta Romano, *The State Competition Debate in Corporate Law*, 8 CARDOZO L. REV. 709, 752 (1987); Frank H. Easterbrook and Daniel R. Fischel, *Contractual Freedom in Corporate Law*, 89 COLUM. L. REV. 1416, 1420-2 (1989).

<sup>177</sup> William L. Cary, *Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware*, 83 YALE L.J. 663 (1974); Eisenberg, *supra* note 26, at 1507-9; Lucian Arye Bebchuk, *Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law*, 105 HARV. L. REV. 1435, 1481-95 (1992); Lucian Arye Bebchuk and Allen Ferrell, *Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers*, 99 COLUM. L. REV. 1168, 1170 (1999); Lucian Bebchuk, Alma Cohen, and Allen Ferrell, *Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law*, 90 CAL. L. REV. 1775 (2002).

<sup>178</sup> Case C-212/97, *Centros Ltd v. Erhvervs-og Selskabsstyrelsen*, 1999 E.C.R. I-1459, 1999 2 C.M.L.R. 551 (1999); Case C-208/00, *Überseering BV v. Nordic Constr. Co. Baumanagement GmbH*, 2002 E.C.R. I-9919; Case C-167/01, *Kamer van Koophandel en Fabrieken voor Amsterdam v Inspire Art Ltd*, 2003 O.J. (C 275) 10.

<sup>179</sup> Ventrizzo, *supra* note 175, at 96-99; Eva-Maria Kieninger, *The Legal Framework of Regulatory Competition Based on Company Mobility: EU and US Compared*, 6 GERMAN L. J. 742 (2005); Luca Enriques, *EC Company Law and the Fears of a European Delaware*, 15 EUR. BUS. L. REV. 1259 (2004); Eddy Wymeersch, *The Transfer of the Company’s Seat in European Company Law*, 40 COMMON MKT. L. REV. 661 (2003).

<sup>180</sup> Marcel Kahan and Ehud Kamar, *The Myth of State Competition in Corporate Law*, 55 STAN. L. REV. 679 (2002).

<sup>181</sup> MARK J. ROE, *POLITICAL DETERMINANTS OF CORPORATE GOVERNANCE: POLITICAL CONTEXT, CORPORATE IMPACT* (Oxford University Press, 2003); MARK J. ROE, *STRONG MANAGERS, WEAK OWNERS: THE POLITICAL ROOTS OF AMERICAN CORPORATE FINANCE* (Princeton University Press, 1996).

поративных и судебных юристов<sup>182</sup>, создающих основу для ренты через создание комфортной правовой среды, в рамках которой они получают возможность зарабатывать; содержат фискальные соображения<sup>183</sup>, заставляющие отдельные юрисдикции привлекать крупных налогоплательщиков через создание либерального корпоративного законодательства.

Во-вторых, указанная дискуссия придала новый импульс начатым еще Берле и Доддом спорам о том, в чьих интересах должна управляться корпорация и насколько право — в данном случае позитивное корпоративное и судебское — может менять поведение экономических агентов. Иными словами, насколько право значимо?<sup>184</sup> Так, позитивное право, создаваемое национальной законодательной властью, может быть изначально направлено на защиту миноритарных инвесторов или акционеров вообще, однако в итоге оно не будет иметь какого-либо влияния на поведение участников оборота, если право в принципе мало что может изменить, а экономическая логика поведения все равно вызовет к жизни прева-лирование интересов менеджеров. Напротив, если право — позитивное и/или создаваемое судьями — эффективно может менять поведение экономических агентов, несмотря на сложившийся экономический уклад, то те или иные законодательные реформы имеют существенное значение для развития национальной экономики.

Итак, для неоинституциональной экономической теории камнем преткновения всегда были транзакционные издержки. Если бы ими можно было пренебречь, то, как учит эта наука, рыночный механизм ценообразования все расставил бы по своим местам, участники оборота смогли бы достигнуть оптимального соглашения, покрывающего все значимые аспекты их взаимоотношений. Корпоративное право, с одной стороны, стремится сократить эти издержки путем исправления негативных экстерналий, порождаемых свободным рынком, с другой — само же порождает новые издержки контрактирования, сковывая свободу договора для участников оборота, вовлеченных в корпоративные отношения. Регулятивная конкуренция стремится найти те юридические решения, которые были бы эффективны. Соответственно, если под эффективностью понимать

<sup>182</sup> Jonathan R. Macey and Geoffrey P. Miller, *Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law*, 65 TEX. L. REV. 469, 502-7 (1987); Larry E. Ribstein, *Lawyers as Lawmakers: A Theory of Lawyer Licensing*, 69 MO. L. REV. 299 (2004); Roberta Romano, *Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance?*, 21 OXF. REV. ECON. POLICY 212, 218-23 (2005).

<sup>183</sup> ROBERTA ROMANO, *THE GENIUS OF AMERICAN CORPORATE LAW* 6-12 (Washington, D.C.: The AEI Press, 1993); William J. Carney, *The Political Economy of Competition for Corporate Charters*, 26 J. LEGAL STUD. 303, 307 (1997); Marco Becht, Colin Mayer, and Hannes F. Wagner, *Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry*, 14 J. CORP. FIN. 241, 243 (2008).

<sup>184</sup> See, e.g., Lucian A. Bebchuk and Mark J. Roe, *A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance*, 52 STAN. L. REV. 127 (1999); William W. Bratton and Joseph A. McCahery, *Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference*, 38 COLUM. J. TRANSNAT'L L. 213 (1999); Ronald J. Gilson, *Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function*, 49 AM. J. COMP. L. 329 (2001); Brian R. Cheffins, *Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom*, 30 J. LEGAL STUD. 459 (2001); John C. Coffee, Jr., *The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control*, 111 YALE L.J. 1, 59-76 (2001); CONVERGENCE AND PERSISTENCE IN CORPORATE GOVERNANCE SYSTEMS, JEFFREY GORDON AND MARK J. ROE EDS. (Cambridge University Press 2004).

Парето-эффективность<sup>185</sup>, то создаваемые в рамках конкурентной борьбы правовые решения должны одновременно удовлетворять как минимум двум условиям: 1) максимизировать полезность от рыночных взаимодействий для всех потенциальных участников корпоративных отношений; 2) возлагать на субъектов минимальные издержки, проистекающие из позитивного права. Конкуренция различных нормотворцев вкупе с юридическим экспериментализмом плохо или хорошо, но скорее достигает этих целей, чем директивы централизованного регулятора, основанные на сугубо личном представлении о прекрасном, должном и т.п. Тем самым экономический анализ корпоративного права, сделав круг, завершает свое движение примерно там же, где он начинался, пусть и на более высоком уровне рассмотрения. От поиска оптимального распределения ресурсов через свободное контрактирование субъектов корпоративных отношений он переходит к поиску оптимального юридического решения через свободное взаимодействие на регулятивной арене суверенов, ведь если не мешать последним конкурировать между собой, они сами смогут прийти к созданию наиболее оптимальных корпоративно-правовых решений, предлагаемых тем, кто функционирует в границах конкретного национального правопорядка.

### 3. Заключение

Рассмотренные выше блоки вопросов, традиционно ассоциируемых в литературе корпоративного права с проблематикой экономического анализа корпоративных отношений, конечно, не покрывают всех проблем «права и экономики» корпоративного права. Однако они позволяют понять, на чем строится обсуждение и развитие данного направления юридической мысли последние 30–35 лет.

Как и прочие разделы конвенционального и превалирующего экономического анализа права, эти блоки теоретических проблем базируются на фундаментальных установках современной теории микроэкономики, требованиях максимизации благ участниками оборота и рациональности субъектов<sup>186</sup>, что обычно именуется в общем виде теорией рационального выбора. Другая тесно связанная с указанными моментами проблема традиционного экономического анализа состоит в том, что излишнее внимание к позитивной экономической теории заставляет исследователей иметь дело с идеальными экономическими моделями, основанными на ряде предпосылок, которые обычно не имеют ничего общего с человеческой реальностью, а потому экономический анализ права получает какое-либо практическое и нормативное значение лишь тогда, когда эти предпосылки ослабевают или производится отход от них<sup>187</sup>. Естественным следствием подобного положения дел явилось стремление к поиску более реалистичного, приближенного к поведению человека экономического инструментария, что в итоге нашло отражение в бурном развитии так называемого бихевиористского экономического анализа права, пы-

<sup>185</sup> Grant M. Hayden and Stephen E. Ellis, *The Cult of Efficiency in Corporate Law*, 5 VA. L. & BUS. REV. 239, 241 (2010).

<sup>186</sup> RICHARD A. POSNER, *ECONOMIC ANALYSIS OF LAW* 4, 19 (5<sup>th</sup> ed., Aspen Law & Business, 1998).

<sup>187</sup> *Id.*, at 18.

тающего работать с феноменом ограниченной рациональности субъектов права и прочими поведенческими особенностями реального человека, а не абстрактного экономического агента<sup>188</sup>. Соответственно, можно ожидать распространения некоторых разработок общего бихевиористского экономического анализа права и внедрения их внутрь теории корпоративного права, применения их к его частным институтам. Первые попытки такого движения уже можно видеть в новейшей литературе корпоративного права<sup>189</sup>. Вместе с тем, скорее всего, не стоит ожидать в ближайшем времени какого-либо взрывного развития этой сферы бихевиористики применительно к корпоративным отношениям и корпоративному праву: современная бихевиористика в основном занимается проблемами ограниченной рациональности массового потребителя и лишь в виде редких исключений — когнитивными ошибками более продвинутых участников оборота (директоров, торговцев ценными бумагами). Поэтому там, где в корпоративные отношения вступают профессиональные коммерсанты и у них имеется достаточно времени и ресурсов (материальных и людских) на согласование условий своих будущих взаимоотношений, бихевиористика, судя по всему, вряд ли будет полезна. Напротив, в тех областях, где участвуют обычные граждане как инвесторы, или когда конкретное бизнес-решение зависит от усмотрения одного лица (директора, агента, регулятора), тем более находящегося под давлением обстоятельств, ограниченно времени и полагающегося на собственную интуицию, — во всех этих случаях добавление к традиционному экономическому анализу права бихевиористского компонента может привести к новым интересным идеям, имеющим практическое и политико-правовое значение.

Поскольку экономический анализ права вообще, а тем более экономический анализ корпоративного права — это области довольно новые для российской научной среды, хотелось бы надеяться, что данная работа положит начало более углубленному изучению и применению подобного исследовательского инструментария к частным институтам корпоративного права.

## References

- Alchian A.A., Demsetz H. Production, Information Costs, and Economic Organization. *The American Economic Review* 62(5). 1972. P. 777–795.
- Amihud Ya., Lev B. Risk Reduction as a Managerial Motive for Conglomerate Mergers. *12 The Bell Journal of Economics*. 1981. P. 605–617.
- Andrade G., Mitchell M., Stafford E. New Evidence and Perspectives on Mergers. *15 Journal of Economic Perspectives*. 2001. P.103–120.

<sup>188</sup> Подробнее см.: Стенанов Д.И. Диспозитивность норм договорного права: к концепции реформы общих положений Гражданского кодекса РФ о договорах // Вестник ВАС РФ. 2013. № 5. С. 28–34.

<sup>189</sup> Donald C. Langevoort, *Behavioral Approaches to Corporate Law*, in: RESEARCH HANDBOOK ON THE ECONOMICS OF CORPORATE LAW, CLAIRE A. HILL AND BRETT H. McDONNELL EDS. 442-55 (Northampton, Mass.: Edward Elgar, 2012); Langevoort, *supra* note 128; Huang, *supra* note 128; Gregory La Blanc and Jeffrey J. Rachlinski, *In Praise of Irrational Investors*, in: THE LAW AND ECONOMICS OF IRRATIONAL BEHAVIOR, FRANCESCO PARESI & VERNON SMITH EDS. 542-80 (Stanford, 2005); Kent Greenfield, *Using Behavioral Economics to Show the Power and Efficiency of Corporate Law as Regulatory Tool*, 35 UC DAVIS L. REV. 581 (2002); Troy A. Paredes, *Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, and Corporate Governance*, 32 FLA. ST. U. L. REV. 673 (2005); Dmitry Stepanov, *Optimal Corporate Law Default Rules: A Case of Closely Held Companies Through Behavioral Lens*, Harv. LL.M Prog.Paper (2013), available at: <http://ssrn.com/abstract=2798542> [20.06.2016].

- Antwabi I., Stout L.A.* Fiduciary Duties for Activist Shareholders. 60 *Stanford Law Review*. 2008. P. 1255–1308.
- Armour J., Cheffins B.R.* The Origins of the Market for Corporate Control. 2014 *University of Illinois Law Review*. 2014. P. 1835–1866.
- Arrow K.J.* The Organization of Economic Activity: Issues Pertinent to the Choice of Market Versus Nonmarket Allocation, in: *The Analysis And Evaluation Of Public Expenditures: The Pbb System*, Joint Economic Committee Compendium, 91<sup>st</sup> Congress, 1<sup>st</sup> Sec., Vol. 1. (Government Printing Office, Washington, D.C., 1969). cited from: *Collected Papers of Kenneth J. Arrow*. Vol. 2: *General Equilibrium*. Cambridge, Belknap Press, 1983. P. 500–518.
- Arrow K.J.* Uncertainty and the Welfare Economics of Medical Care. *The American Economic Review* 53(5). 1963. P. 941–973.
- Ayres I.* Making a Difference: The Contractual Contributions of Easterbrook and Fischel. *University of Chicago Law Review* 59(3). 1992. P. 1391–1420.
- Ayres I.* Ya-Huh: There Are and Should Be Penalty Defaults. *Florida State University Law Review* 33(3). 2006. P. 589–618.
- Ayres I., Gertner R.* Filling Gaps in Incomplete Contracts: An Economic Theory of Default Rules. 99 *The Yale Law Journal* 99(1). 1989. P. 87–130.
- Bainbridge S.M.* Director Primacy and Shareholder Disempowerment. 119 *Harvard Law Review*. 2006. P. 1735–1758.
- Bainbridge S.M.* Director Primacy: The Means and Ends of Corporate Governance. *Northwestern University Law Review* 97(2). 2003. P. 547–606.
- Bainbridge S.M.* The Case for Limited Shareholder Voting Rights. 53 *UCLA Law Review*. 2006. P. 601–636.
- Bainbridge S.M.* Director Primacy in Corporate Takeovers: Preliminary Reflections. 55 *Stanford Law Review*. 2002. P. 791–818.
- Barber B.M., Odean T.* Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock. 116 *The Quarterly Journal of Economics*. 2001. P. 261–292.
- Barber B.M., Odean T.* Trading Is Hazardous to Your Wealth: The Common Stock Investment Performance of Individual Investors. 55 *The Journal of Finance*. 2000. P. 773–806.
- Bar-Gill O., Barzuza M., Bebchuk L.A.* The Market for Corporate Law. 162 *Journal of Institutional and Theoretical Economics*. 2006. P. 134–160.
- Bebchuk L.A.* Federalism and the Corporation: The Desirable Limits on State Competition in Corporate Law. 105 *Harvard Law Review*. 1992. P. 1435–1510.
- Bebchuk L.A.* Limiting Contractual Freedom in Corporate Law: The Desirable Constraints on Charter Amendments. *Harvard Law Review* 102. 1989. P. 1820–1860.
- Bebchuk L.A.* The Case Against Board Veto in Corporate Takeovers. 69 *The University of Chicago Law Review* 69(3). 2002. P. 973–1035.
- Bebchuk L.A.* The Case for Facilitating Competing Tender Offers. *Harvard Law Review* 95(5). 1982. P. 1028–1056.
- Bebchuk L.A.* The Debate on Contractual Freedom in Corporate Law. 89 *Columbia Law Review*. 1989. P. 1395–1415.
- Bebchuk L.A.* The Myth of the Shareholder Franchise. *Virginia Law Review* 93(3). 2007. P. 675–732.
- Bebchuk L.A.* The Myth that Insulating Boards Serves Long-Term Value. *Columbia Law Review* 113(6). 2013. P. 1637–1694.
- Bebchuk L.A.* Toward Undistorted Choice and Equal Treatment in Corporate Takeovers. 98 *Harvard Law Review*. 1985. P. 1693–1808.
- Bebchuk L.A.* Why Firms Adopt Antitakeover Arrangements. *University of Pennsylvania Law Review* 152(2). 2003. P. 713–753.

- Bebchuk L.A., Brav A., Jiang W.* The Long-Term Effects of Hedge Fund Activism. *Columbia Law Review* 115(5). 2015. P. 1085–1155.
- Bebchuk L.A., Coates IV J.C., Subramanian G.* The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Theory, Evidence, and Policy. *Stanford Law Review* 54(2). 2002. P. 885–917.
- Bebchuk L.A., Coates IV J.C., Subramanian G.* The Powerful Antitakeover Force of Staggered Boards: Further Findings and a Reply to Symposium Participants. *Stanford Law Review* 55(3). 2002. P. 885–917.
- Bebchuk L.A., Cohen A.* The Costs of Entrenched Boards. *78 Journal of Financial Economics*. 2005. P. 409–433.
- Bebchuk L.A., Cohen A., Ferrell A.* Does the Evidence Favor State Competition in Corporate Law. *90 California Law Review*. 2002. P. 1775–1821.
- Bebchuk L.A., ed.* *Corporate Law and Economic Analysis*. Cambridge, Cambridge University Press, 2005. 336 p.
- Bebchuk L.A., Ferrell A.* Federalism and Corporate Law: The Race to Protect Managers from Takeovers. *99 Columbia Law Review*. 1999. P. 1168–1199.
- Bebchuk L.A., Fried J.M.* *Pay without Performance: The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*. Cambridge, Harvard University Press, 2004. 304 p.
- Bebchuk L.A., Fried J.M.* Paying For Long-Term Performance. *University of Pennsylvania Law Review* 158. 2010. P. 1915–1959.
- Bebchuk L.A., Hamdani A.* Optimal Defaults for Corporate Law Evolution. *Northwestern University Law Review* 96. 2002. P. 489–520.
- Bebchuk L.A., Hamdani A.* The Elusive Quest for Global Governance Standards. *University of Pennsylvania Law Review* 157(5). 2009. P. 1263–1317.
- Bebchuk L.A., Roe M.J.* A Theory of Path Dependence in Corporate Ownership and Governance. *52 Stanford Law Review*. 1999. P. 127–170.
- Becht M., Mayer C., Wagner H.F.* Where Do Firms Incorporate? Deregulation and the Cost of Entry. *14 Journal of Corporate Finance*. 2008. P. 241–256.
- Ben-Shahar O., Pottow J.A.E.* On the Stickiness of Default Rules. *Florida State University Law Review* 33 (3). 2006. P. 651–681.
- Bergman N.K., Nicolaievsky D.* Investor Protection and the Coasian View. *Journal of Financial Economics* 84. 2007. P. 738–771.
- Berle A.A.* Corporate Powers as Powers in Trust. *Harvard Law Review* 44(7). 1931. P. 1049–1074.
- Berle A.A.* For Whom Corporate Managers Are Trustees: A Note. *Harvard Law Review* 45(8). 1932. P. 1365–1372.
- Berle A.A.* *The 20<sup>th</sup> Century Capitalist Revolution*. New York, Hartcourt, Brace & World, 1954. P. 189–192.
- Berle A.A., Means G.C.* *The Modern Corporation and Private Property*. 1932. rev. ed. 1991. 380 p.
- Black B., Kraakman R.* Delaware's Takeover Law: The Uncertain Search for Hidden Value. *96 Northwestern University Law Review*. 2001. P. 521–566.
- Black B.S.* Bidder Overpayment in Takeovers. *41 Stanford Law Review*. 1989. P. 597–660.
- Black B.S.* Is Corporate Law Trivial?: A Political and Economic Analysis. *Northwestern University Law Review* 84. 1990. P. 542–597.
- Black B.S.* Shareholder Passivity Reexamined. *89 Michigan Law Review*. 1990. P. 520–608.
- Black B.S.* The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets. *UCLA Law Review* 48. 2001. P. 781–855.
- Black F., Scholes M.* The Pricing of Options and Corporate Liabilities. *Journal of Political Economy* 81. 1973. P. 637–654.



- Blair M.M.* Directors' Duties in a Post-Enron World: Why Language Matters. *Wake Forest Law Review* 38. 2003. P. 885–910.
- Blair M.M., Stout L.A.* A Team Production Theory of Corporate Law. *Virginia Law Review* 85(2). 1999. P. 247–328.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H.* Synergistic Gains from Corporate Acquisitions and Their Division Between the Stockholders of Target and Acquiring Firms. *21 Journal of Financial Economics*. 1988. P. 3–40.
- Bradley M., Desai A., Kim E.H.* The Rationale behind Interfirm Tender Offers: Information or Synergy? *11 Journal of Financial Economics*. 1983. P. 183–206.
- Bratton W., et al., eds.* International Regulatory Competition and Coordination: Perspectives on Economic Regulation in Europe and the United States. Oxford, Clarendon Press, 1997. 538 p.
- Bratton W.W.* Enron and the Dark Side of Shareholder Value. *Tulsa Law Review* 76. 2002. P. 1276–1361.
- Bratton W.W., McCahery J.A.* Comparative Corporate Governance and the Theory of the Firm: The Case Against Global Cross Reference. *38 Columbia Journal of Transnational Law*. 1999. P. 213–297.
- Bratton W.W., McCahery J.A.* The Equilibrium Content of Corporate Federalism. *41 Wake Forest Law Review*. 2006. P. 619–696.
- Bratton W.W., Wachter M.L.* The Case Against Shareholder Empowerment. *158 University of Pennsylvania Law Review*. 2010. P. 653–728.
- Brudney V.* A Note on Materiality and Soft Information under the Federal Securities Laws. *75 Virginia Law Review*. 1989. P. 723–760.
- Brummer Ch.* How International Financial Law Works (and How It Doesn't), *99 Georgetown Law Journal*. 2011. P. 257–327.
- Buchanan J.M., Stubblebine Wm.C.* Externality. *29 Economica*. n.s. 1962. P. 371–384.
- Buxbaum R.M.* Facilitative and Mandatory Rules in the Corporation Law(s) of the United States. *50 American Journal of Comparative Law Supplement*. 2002. P. 249–262.
- Calabresi G.* Transaction Costs, Resource Allocation and Liability Rules: A Comment. *Journal of Law & Economics* 11. 1968. P. 67–73.
- Camerer C., Issacharoff S., Loewenstein G., O'Donoghue T., Rabin M.* Regulation for Conservatives: Behavioral Economics and the Case for "Asymmetric Paternalism. *151 University of Pennsylvania Law Review*. 2003. P. 1211–1254.
- Carlton D.W., Fischel D.R.* The Regulation of Insider Trading. *35 Stanford Law Review*. 1983. P. 857–895.
- Carney W.J.* The Political Economy of Competition for Corporate Charters. *26 The Journal of Legal Studies*. 1997. P. 303–329.
- Cary W.L.* Federalism and Corporate Law: Reflections upon Delaware. *83 The Yale Law Journal*. 1974. P. 663–705.
- Cheffins B.R.* Does Law Matter? The Separation of Ownership and Control in the United Kingdom. *30 The Journal of Legal Studies*. 2001. P. 459–484.
- Cheung S.N.S.* The Contractual Nature of the Firm. *Journal of Law & Economics* 26(1). 1983. P. 1–21.
- Choi S.J., Fisch J.E.* On Beyond CalPERS: Survey Evidence on the Developing Role of Public Pension Funds in Corporate Governance. *61 Vanderbilt Law Review*. 2008. P. 315–354.
- Choi S.J., Pritchard A.C.* Behavioral Economics and the SEC. *56 Stanford Law Review*. 2003. P. 1–73.
- Clark R.C.* Contracts, Elites, and Traditions in the Making of Corporate Law. *89 Columbia Law Review* 1989. P. 1703–1747.
- Coase R.H.* The Nature of the Firm. *4 Economica*. 1937. P. 386–405.
- Coase R.H.* The Nature of the Firm: Meaning. *4 Journal of Law, Economics, and Organization*. 1988. P. 19–32.

- Coase R.H.* The Problem of Social Cost. 3 *The Journal of Law & Economics*. 1960. P. 1–44.
- Coffee J.C., Jr.* The Rise of Dispersed Ownership: The Roles of Law and the State in the Separation of Ownership and Control. 111 *The Yale Law Journal*. 2001. P. 1–82.
- Dahlman C.J.* The Problem of Externality. *Journal of Law & Economics* 22. 1979. P. 141–162.
- Dallas L.* Short-Termism, the Financial Crisis, and Corporate Governance. *Journal of Corporate Law* 37. 2011. P. 262–363.
- Demsetz H.* The Structure of Ownership and the Theory of the Firm. 26 *Journal of Law & Economics*. 1983. P. 1155–1177.
- Demsetz H.* The Theory of the Firm Revisited. 4 *Journal of Law, Economics, and Organization*. 1988. P. 141–161.
- Demsetz H., Lehn K.* The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences. *Journal of Political Economy* 93(6). 1985. P. 1155–1177.
- Djankov S., La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* The Law and Economics of Self-Dealing. *Journal of Financial Economics* 88(3). 2008. P. 430–465.
- Dodd M.E.* For Whom are Corporate Managers Trustees? *Harvard Law Review* 45(7). 1932. P. 1145–1163.
- Dodd P., Ruback R.* Tender Offers and Stockholder Returns: An Empirical Analysis. 5 *The Journal of Financial Economics*. 1977. P. 351–373.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R.* Limited Liability and the Corporation. *University of Chicago Law Review* 52(1). 1985. P. 89–117.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R.* The Corporate Contract. 89 *Columbia Law Review*. 1989. P. 1416–1448.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R.* The Proper Role of a Target's Management in Responding to a Tender Offer. 94 *Harvard Law Review*. 1981. P. 1161–1204.
- Easterbrook F.H., Fischel D.R.* Voting in Corporate Law. *The Journal of Law & Economics* 26. 1983. P. 395–427.
- Easterbrook F.H., Jarrell G.A.* Do Targets Gain from Defeating Tender Offers? 59 *New York University Law Review*. 1984. P. 277–292.
- Eisenberg M.A.* The Structure of Corporation Law. 89 *Columbia Law Review*. 1989. P. 1461–1525.
- Elton E.J., et al.* *Modern Portfolio Theory and Investment Analysis*. Hoboken, John Wiley & Sons, 2009. 752 p.
- Enriques L.* EC Company Law and the Fears of a European Delaware. 15 *European Business Law Review*. 2004. P. 1259–1274.
- Fama E.F.* Agency Problems and the Theory of the Firm. *Journal of Political Economy* 88(2). 1980. P. 288–307.
- Fama E.F.* Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work. 25 *The Journal of Finance*. 1970. P. 383–417.
- Fama E.F.* Efficient Capital Markets: II. 46 *The Journal of Finance*. 1991. P. 1575–1617.
- Fama E.F., Jensen M.C.* Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics* 26(2). 1983. P. 301–325.
- Fischel D.R.* The «Race to the Bottom» Revisited: Reflections on Recent Developments in Delaware's Corporation Law. 76 *Northwestern University Law Review*. 1981. P. 913–945.
- Fischer S.* Call Option Pricing When the Exercise Price is Uncertain, and the Valuation of Index Bonds. *The Journal of Finance* 33. 1978. P. 169–176.
- Fried J.M.* Hands-Off Options. *Vanderbilt Law Review* 61. 2008. P. 453–474.
- Fried J.M.* Informed Trading and False Signaling with Open Market Repurchases. *California Law Review* 93(5). 2005. P. 1323–1386.

- Fried J.M.* Insider Signaling and Insider Trading with Repurchase Tender Offers. *The University of Chicago Law Review* 67. 2000. P. 421–477.
- Fried J.M.* Reducing the Profitability of Corporate Insider Trading Through Pretrading Disclosure. *Southern California Law Review* 71. 1998. P. 303–392.
- Fried J.M.* Share Repurchases, Equity Issuances, and the Optimal Design of Executive Pay. *Texas Law Review* 89(5). 2011. P. 1113–1147.
- Fuller J., Jensen M.C.* Just Say No to Wall Street: Putting a Stop to the Earnings Game. *Journal of Applied Corporate Finance* 14. 2002. P. 41–46.
- Fuller K., Netter J., Stegemoller M.* What Do Returns to Acquiring Firms Tell Us? Evidence from Firms That Make Many Acquisitions. *57 The Journal of Finance*. 2002. P. 1763–1793.
- Gilson R.J.* A Structural Approach to Corporations: The Case Against Defensive Tactics in Tender Offers. *Stanford Law Review* 33(5). 1981. P. 819–891.
- Gilson R.J.* Globalizing Corporate Governance: Convergence of Form or Function. *49 The American Journal of Comparative Law*. 2001. P. 329–357.
- Gilson R.J.* Seeking Competitive Bids Versus Pure Passivity in Tender Offer Defence. *Stanford Law Review* 35(1). 1982. P. 51–67.
- Gilson R.J.* The Case Against Shark Repellent Amendments: Structural Limitations on the Enabling Concept. *Stanford Law Review* 34(4). 1982. P. 775–836.
- Gilson R.J., Kraakman R.H.* Delaware's Intermediate Standard for Defensive Tactics: Is There Substance to Proportionality Review? *The Business Lawyer* 44(2). 1989. P. 247–274.
- Gilson R.J., Kraakman R.H.* Market Efficiency after the Financial Crisis: It's Still a Matter of Information Costs. *100 Virginia Law Review*. 2014. P. 313–375.
- Gilson R.J., Kraakman R.H.* The Mechanisms of Market Efficiency Twenty Years Later: The Hindsight Bias. *28 The Journal of Corporate Law*. 2003. P. 715–744.
- Gilson R.J., Kraakman R.H.* The Mechanisms of Market Efficiency. *70 Virginia Law Review*. 1984. P. 549–644.
- Glaeser E., Johnson S., Shleifer A.* Coase *versus* the Coasians. *Quarterly Journal of Economics* 116(3). 2001. P. 853–899.
- Gordon J., Roe M.J., eds.* Convergence and Persistence in Corporate Governance Systems. Cambridge, Cambridge University Press, 2004. 382 p.
- Gordon J.N.* The Mandatory Structure of Corporate Law. *Columbia Law Review* 89. 1989. P. 1549–1598.
- Gordon J.N., Kornhauser L.A.* Efficient Markets, Costly Information and Securities Research. *60 New York University Law Review*. 1985. P. 761–849.
- Gorton G., Schmid F.A.* Universal Banking And The Performance Of German Firms. *Journal of Financial Economics* 58(1-2). 2000. P. 29–80.
- Greenfield K.* Using Behavioral Economics to Show the Power and Efficiency of Corporate Law as Regulatory Tool. *35 UC Davis Law Review*. 2002. P. 581–644.
- Gulati G.M., Klein W.A., Zolt E.M.* Connected Contracts. *UCLA Law Review* 47(5). 2000. P. 887–948.
- Halpern P., Trebilcock M., Turnbull S.* An Economic Analysis of Limited Liability in Corporation Law. *The University of Toronto Law Journal* 30. 1980. P. 117–150.
- Hansmann H., Kraakman R.* Toward Unlimited Liability for Corporate Torts. *Yale Law Journal* 100. 1991. P. 1879–1934.
- Hayden G.M., Ellis S.E.* The Cult of Efficiency in Corporate Law. *5 Virginia Law & Business Review*. 2010. P. 239–265.

- Hiler B.A. The SEC and the Courts' Approach to Disclosure of Earnings Projections, Asset Appraisals, and Other Soft Information: Old Problems, Changing Views. 46 Maryland Law Review. 1986. P. 1114–1196.
- Hill C.A., McDonnell B.H., eds. Research Handbook on The Economics Of Corporate Law. Research Handbooks in Law and Economics series. Cheltenham, Edward Elgar Publishing, 2012. 485 p.
- Hirshleifer D., Shumway T. Good Day Sunshine: Stock Returns and the Weather. 58 The Journal of Finance. 2003. P. 1009–1032.
- Holderness C.G., Kroszner R.S., Sheehan D.P. Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership Since the Great Depression. The Journal of Finance 54(2). 1999. P. 435–469.
- Holderness C.G., Sheehan D.P. The Role of Majority Shareholders in Publicly Held Corporations: An Exploratory Analysis. Journal of Financial Economics 20. 1988. P. 317–346.
- Huang P.H. Regulating Irrational Exuberance and Anxiety in Securities Markets. in The Law and Economics of Irrational Behavior, ed. by F. Paresi, V. Smith. Stanford, 2005. P. 501–542.
- Jackson H.E., Pan E.J. Regulatory Competition in International Securities Markets: Evidence from Europe in 1999-Part I. 56 The Business Lawyer. 2001. P. 653–695.
- Jarrell G.A., Brickley J.A., Netter J.M. The Market for Corporate Control: The Empirical Evidence Since 1980. 2 The Journal of Economic Perspectives. 1988. P. 49–68.
- Jensen M.C. Agency Costs of Overvalued Equity. Financial Management 34(1). 2005. P. 5–19.
- Jensen M.C., Meckling W.H. Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics. 3(4). 1976. P. 305–360.
- Jensen M.C., Murphy K.J. CEO Incentives — It's Not How Much You Pay, But How. Harvard Business Review 1990(3). 1990. P. 36–49.
- Jensen M.C., Murphy K.J., Wruck E.G. Remuneration: Where We've Been, How We Got Here, What are the Problems, and How to Fix Them. Harvard Business School, Harvard NOM Working Paper No. 04-28. 2004. 105 p.
- Jensen M.C., Ruback R.S. The Market for Corporate Control: The Scientific Evidence. The Journal of Financial Economics 11(1-4). 1983. P. 5–50.
- Kahan D.R. Shareholder Liability for Corporate Torts: A Historical Perspective. Georgetown Law Journal 97. 2009. P. 1085–1110.
- Kahan M., Kamar E. The Myth of State Competition in Corporate Law. 55 Stanford Law Review. 2002. P. 679–749.
- Kahneman D., Riepe M.W. Aspects of Investor Psychology. 24 The Journal of Portfolio Management. 1998. P. 52–65.
- Karapetov A.G. *Contra proferentem* as a Method of Interpretation of the Contract [*Contra proferentem kak metod tolkovaniya dogovora*]. The Herald of the Supreme Arbitrazh Court of the Russian Federation [*Vestnik Vysshego Arbitrazhnogo Suda Rossiiskoi Federatsii*]. 2013. No. 7. P. 6–35.
- Karapetov A.G. Economic Analysis of Law [*Economicheskij analiz prava*]. Moscow, Statut, 2016. 528 p.
- Karapetov A.G. The Economic Base of the Principle of Freedom of Contract [*Economicheskie osnovaniya printsipa svobody dogovora*]. Civil Law Review [*Vestnik grazhdanskogo prava*]. 2012. Vol. 12 No. 3. P. 28–93.
- Karapetov A.G., Saveliev A.I. Freedom of Contract and Its Limits [*Svoboda dogovora i eyo predely*]. 2 vols. Moscow, Statut, 2012. 456 p.
- Kieninger E.-M. The Legal Framework of Regulatory Competition Based on Company Mobility: EU and US Compared. 6 German Law Journal. 2005. P. 741–770.
- Klausner M. Corporations, Corporate Law. and Networks of Contracts. Virginia Law Review 81(3). 1995. P. 757–852.

- Klausner M.* The Contractarian Theory of Corporate Law: A Generation Later. *Journal of Corporate Law* 31(3). 2006. P. 782–797.
- Klein B.* Contracting Costs and Residual Claims: The Separation of Ownership and Control. *The Journal of Law & Economics* 26. 1983. P. 367–374.
- Korobkin R.* Inertia and Preference in Contract Negotiation: The Psychological Power of Default Rules and Form Terms. 51 *Vanderbilt Law Review*. 1998. P. 1583–1651.
- Korobkin R.* Libertarian Welfarism. 97 *California Law Review*. 2009. P. 1651–1685.
- Kraakman R.* Taking Discounts Seriously: The Implications of «Discounted» Share Prices as an Acquisition Motive. 88 *Columbia Law Review*. 1988. P. 891–941.
- La Blanc G., Rachlinski J.J.* In Praise of Irrational Investors, in: *The Law and Economics of Irrational Behavior*, ed. by F. Paresi, V. Smith. Stanford, 2005. P. 542–580.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* Corporate Ownership around the World. *The Journal of Finance* 54(2). 1999. P. 471–517.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Legal Determinants of External Finance. *The Journal of Finance* 52. 1997. P. 1131–1150.
- Laffont J.-J.* Externalities, in: *Durlauf S.N., Blume L.E., eds.* *The New Palgrave Dictionary of Economics*. 2nd ed. London, Palgrave Macmillan, 2008. 768 p.
- Langevoort D.C.* Behavioral Approaches to Corporate Law, in: *Research Handbook on the Economics of Corporate Law*, ed. by Hill C.A., McDonnell B.H. Northampton, Mass., Edward Elgar, 2012. P. 442–475.
- Langevoort D.C.* Organized Illusions: A Behavioral Theory of Why Corporations Mislead Stock Market Investors (and Cause Other Social Harms). 146 *University of Pennsylvania Law Review*. 1997. P. 101–172.
- Langevoort D.C.* Taming the Animal Spirits of the Stock Markets: A Behavioral Approach to Securities Regulation. 97 *Northwestern University Law Review*. 2002. P. 135–188.
- Lewis G.* Pay Dirt 2012: A Glass Lewis Report on Executive Compensation. 2012. Available at: [http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2015/10/Paydirt\\_2012.pdf](http://www.glasslewis.com/wp-content/uploads/2015/10/Paydirt_2012.pdf) (Accessed 18 August 2016).
- Lipton M.* Takeover Bids in the Target’s Boardroom. 35 *The Business Lawyer*. 1979. P. 101–134.
- Lipton M.* Twenty-Five Years after Takeover Bids in the Target’s Boardroom: Old Battles, New Attacks and the Continuing War. 60 *The Business Lawyer*, 2005. P. 1369–1382.
- Lloyd W.P., Modani N.K., Hand J.H.* The Effect of the Degree of Ownership Control on Firm Diversification, Market Value, and Merger Activity. 15 *The Journal of Business Research*. 1987. P. 303–312.
- Lubatkin M., Chatterjee S.* Extending Modern Portfolio Theory into the Domain of Corporate Diversification: Does It Apply? 37 *Academy of Management Journal*. 1994. P. 109–136.
- Macey J.R.* Fiduciary Duties as Residual Claims: Obligations to Non-shareholder Constituencies from a Theory of the Firm Perspective. *Cornell Law Review* 84. 1999. P. 1266–1281.
- Macey J.R., Miller G.P.* Double Liability of Bank Shareholders: History and Implications. *Wake Forest Law Review* 27. 1992. P. 31–62.
- Macey J.R., Miller G.P.* Toward an Interest-Group Theory of Delaware Corporate Law. 65 *Texas Law Review*. 1987. P. 469–523.
- Madrian B.C., Shea D.F.* The Power Of Suggestion: Inertia In 401(k) Participation And Savings Behavior. *Quarterly Journal of Economics* 116(4). 2001. P. 1149–1187.
- Manne H.G.* *Insider Trading And The Stock Market*. New York, The Free Press, 1966. 274 p.
- Manne H.G.* Insider Trading: Hayek, Virtual Markets, and the Dog that Did Not Bark. 31 *The Journal of Corporate Law*. 2005. P. 167–186.
- Manne H.G.* Mergers and the Market for Corporate Control. *The Journal of Political Economy* 73(2). 1965. P. 110–120.

- Markowitz H.* Foundations of Portfolio Theory. 46 *The Journal of Finance*. 1991. P. 469–477.
- Markowitz H.* Portfolio Selection. 7 *The Journal of Finance*. 1952. P. 77–91.
- Markowitz H.* Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments. 2nd ed. New York, Basil Blackwell, 1991. 402 p.
- Maskin E.* On the Rationale for Penalty Default Rules. *Florida State University Law Review* 33(3). 2006. P. 557–562.
- Mason R.H., Goudzwaard M.B.* Performance of Conglomerate Firms: A Portfolio Approach. 31 *The Journal of Finance*. 1976. P. 39–48.
- Melicher R.W., Rush D.F.* The Performance of Conglomerate Firms: Recent Risk and Return Experience. 28 *The Journal of Finance*. 1973. P. 381–388.
- Mendelson N.A.* A Control-Based Approach to Shareholder Liability for Corporate Torts. *Columbia Law Review* 102. 2002. P. 1203–1303.
- Merton R.C.* You Have More Capital Than You Think. *Harvard Business Review* 83. 2005. P. 84–95.
- Million D.* Piercing the Corporate Veil, Financial Responsibility, and the Limits of Limited Liability. *Emory Law Journal* 56. 2007. P. 1305–1382.
- Modigliani F., Miller M.H.* Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review* 53. 1963. P. 433–443.
- Modigliani F., Miller M.H.* The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review* 48. 1958. P. 261–297.
- Modigliani F., Pogue G.A.* An Introduction to Risk and Return: Concepts and Evidence. 30 *Financial Analysts Journal*. 1974. P. 646–673.
- Murphy K.J.* Explaining Executive Compensation: Managerial Power vs. the Perceived Cost of Stock Options. *The University of Chicago Law Review* 69(3). 2002. P. 847–869.
- Odintsova M.I.* Economy of Law [*Economica prava*]. Moscow, Izdatelskiy dom GU-VShE, 2007. 432 p.
- O'Kelley Ch.R., Jr.* Filling Gaps in the Close Corporation Contract: A Transaction Cost Analysis. *Northwestern University Law Review* 87(1). 1992. P. 216–253.
- Paredes T.A.* Too Much Pay, Too Much Deference: Behavioral Corporate Finance, CEOs, and Corporate Governance. 32 *Florida State University Law Review*. 2005. P. 673–763.
- Posner E.* There Are No Penalty Default Rules in Contract Law. *Florida State University Law Review* 33(3). 2006. P. 564–588.
- Posner R.A.* Economic Analysis Of Law. 5th ed. The Hague, Aspen Law & Business, 1998. 802 p.
- Pratt Sh.P., Niculita A.V.* Valuing a Business: The Analysis and Appraisal of Closely Held Companies. 5th ed. New York, McGraw-Hill Education, 2008. 1000 p.
- Radner R.* Hierarchy: The Economics of Managing. *Journal of Economic Literature* 30(3). 1992. P. 1382–1415.
- Ribstein L.E.* Lawyers as Lawmakers: A Theory of Lawyer Licensing. 69 *Missouri Law Review*. 2000. P. 299–364.
- Roe M.J.* Political Determinants of Corporate Governance: Political Context, Corporate Impact. Oxford, Oxford University Press, 2003. 231 p.
- Roe M.J.* Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance. Princeton, Princeton University Press, 1996. 342 p.
- Romano R.* Answering the Wrong Question: The Tenuous Case for Mandatory Corporate Laws. 89 *Columbia Law Review*. 1989. P. 1599–1617.
- Romano R.* Is Regulatory Competition a Problem or Irrelevant for Corporate Governance? 21 *Oxford Review of Economic Policy*, 2005. P. 212–231.

- Romano R.* The Genius of American Corporate Law. Washington, D.C., The AEI Press, 1993. 151 p.
- Romano R.* The State Competition Debate in Corporate Law. 8 *Cardozo Law Review*. 1987. P. 707–757.
- Ruback R.S.* Do Target Shareholders Lose in Unsuccessful Control Contests?, in: *Corporate Takeovers: Causes and Consequences*, ed. by A.J. Auerbach. Chicago, University of Chicago Press, 1988. P. 137–156.
- Safieddine A., Titman Sh.* Leverage and Corporate Performance: Evidence from Unsuccessful Takeovers. 54 *The Journal of Finance*. 1999. P. 547–580.
- Schneider C.W.* Nits, Grits, and Soft Information in SEC Filings. 121 *University of Pennsylvania Law Review*. 1972. P. 254–305.
- Scholes M., Williams J.* Estimating betas from Nonsynchronous Data. 5 *Journal of Financial Economics*. 1977. P. 309–327.
- Sharpe W.F.* Capital Asset Prices: A Theory of Market Equilibrium under Conditions of Risk. 19 *The Journal of Finance*. 1964. P. 425–442.
- Sharpe W.F.* Portfolio Theory and Capital Markets. New York, McGraw-Hill College, 1970. 316 p.
- Shiller R.J.* Do Stock Prices Move Too Much to be Justified by Subsequent Changes in Dividends? 71 *American Economic Review*. 1981. P. 421–436.
- Shiller R.J.* Irrational Exuberance. Princeton, Princeton University Press, 2000. 392 p.
- Shleifer A.* Inefficient Markets: An Introduction to Behavioral Finance. Oxford, Oxford University Press, 2000. 224 p.
- Shleifer A., Vishny R.W.* Large Shareholders and Corporate Control. *Journal of Political Economy* 94 (3). 1986. P. 461–488.
- Shmakov A.V.* Economy Analysis of Law [*Economicheskij analiz prava*]. Moscow, Magistr, Infra-M, 2011. 320 p.
- Skeel D.* Icarus in the Boardroom. The Fundamental Flaws in Corporate America and Where They Came From. Oxford, Oxford University Press, 2006. 249 p.
- Stepanov D.I.* Demand for Law and Enabling Structure of Regulation: Economic Analysis of Law [*Sprosn na pravo i dispozitivnost' regulirovaniya: ekonomicheskij analiz prava*]. The Herald of Economic Justice of the Russian Federation [*Vestnik ekonomicheskogo pravosudiya Rossiiskoi Federatsii*]. 2016. No. 6. P. 65–124.
- Stepanov D.I.* Optimal Corporate Law Default Rules: A Case of Closely Held Companies Through Behavioral Lens. Harv. LL.M Prog. Paper, 2013. 55 p.
- Stepanov D.I.* Optionality of Contract Law Rules: To the Concept of Reform of General Provisions of the Civil Code of the Russian Federation about Contracts [*Dispozitivnost' norm dogovornogo prava: k kontseptsii reform obschikh polozheniy Grazhdanskogo kodeksa RF o dogovorakh*]. The Herald of the Supreme Arbitrazh Court of the Russian Federation [*Vestnik Vysshogo Arbitrazhnogo Suda Rossiiskoi Federatsii*]. 2013. No. 5. P. 6–59.
- Stout L.A.* Are Stock Markets Costly Casinos? Disagreement, Market Failure, and Securities Regulation. 81 *Virginia Law Review*. 1995. P. 611–712.
- Stout L.A.* Bad and Not-So-Bad Arguments for Shareholder Primacy. 75 *Southern California Law Review*. 2002. P. 1189–1210.
- Stout L.A.* The Shareholder Value Myth: How Putting Shareholders First Harms Investors, Corporations, and the Public. Oakland, Berrett Koehler Press, 2012. 135 p.
- Strine L.E.* One Fundamental Corporate Governance Question We Face: Can Corporations Be Managed for the Long Term Unless Their Powerful Electorates Also Act and Think Long Term? 66 *The Business Lawyer*. 2010. P. 1–26.
- Strine L.E.* Toward Common Sense and Common Ground? Reflections on the Shared Interests of Managers and Labor in a More Rational System of Corporate Governance. 33 *The Journal of Corporate Law*. 2007. P. 1–20.

- Stulz R.M.* Globalization of Capital Markets and the Cost of Capital: The Case of Nestle. *Journal of Applied Corporate Finance* 8. 1995. P. 30–38.
- Subramanian G.* Fixing Freezeouts. 115 *The Yale Law Journal*. 2005. P. 2–70.
- Sunstein C.R.* Switching the Default Rule. *New York University Law Review* 77(1). 2002. P. 1–29.
- Tambovtsev V.L.* Law and Economic Theory: A Coursebook for Universities [*Pravo i ekonomicheskaya teoriya: uchebnoe posobie dlya vuzov*]. Moscow, Infra-M, 2005. 224 p.
- Thaler R.H.* The Winner's Curse: Paradoxes and Anomalies Of Economic Life. Princeton, Princeton University Press, 1992. 240 p.
- Thaler R.H., Sunstein C.R.* Libertarian Paternalism. 93 *The University of Chicago Law Review*. 2003. P. 1159–1202.
- Thomas R.S.* The Evolving Role of Institutional Investors in Corporate Governance and Corporate Litigation. 61 *Vanderbilt Law Review*. 2008. P. 299–313.
- Tiebout Ch.M.* A Pure Theory of Local Expenditures. 64 *Journal of Political Economy*. 1956. P. 416–424.
- Tretyakov S.V.* Formation of the Research Program of Economic Theory of Law [*Formirovanie issledovatel'skoi programmy ekonomicheskoi teorii prava*], in: *Liber Amicorum in Honor of the 50th Anniversary of A.N. Zhiltsov. Cross-Border Trade Volume and Law: Collection of Articles and Essays [Liber Amicorum v chest' 50-letiya A.N. Zhiltsova. Transgranichnyi torgovyi oborot i pravo: sb. st. i esse]*, ed. by A.I. Muranov, V.V. Plekhanov. Moscow, Infotropic Media, 2013. 292 p.
- Tung F.* Passports, Private Choice, and Private Interests: Regulatory Competition and Cooperation in Corporate, Securities, and Bankruptcy Law. 3 *Chicago Journal of International Law*. 2002. P. 369–389.
- Ventoruzzo M.* «Cost-based» and «Rule-based» Regulatory Competition: Markets for Corporate Charters in the U.S. and the EU. 3 *New York University Journal of Law & Business*, 2006. P. 91–158.
- Ventoruzzo M.* Freeze-Outs: Transcontinental Analysis and Reform Proposals. 50 *Virginia Journal of International Law*. 2010. P. 841–917.
- Vincent-Jones P.* Contractual Governance: Institutional and Organizational Analysis. 20 *Oxford Journal of Legal Studies*. 2000. P. 317–351.
- Weston J.F., Mansinghka S.K.* Tests of the Efficiency Performance of Conglomerate Firms. 26 *The Journal of Finance*. 1971. P. 919–936.
- Williamson O.E.* The Economic Institutions of Capitalism. New York, The Free Press, 1998. 468 p.
- Williamson O.E.* Transaction-Cost Economics: The Governance of Contractual Relations. 22 *Journal of Law & Economics*. 1979. P. 233–261.
- Winter R.K.* State Law, Shareholder Protection, and the Theory of the Corporation. 6 *The Journal of Legal Studies*. 1977. P. 251–292.
- Winter R.K.* The «Race for the Top» Revisited: A Comment on Eisenberg. 89 *Columbia Law Review*. 1989. P. 1526–1529.
- Wymeersch E.* The Transfer of the Company's Seat in European Company Law. 40 *Common Market Law Review*. 2003. P. 661–695.

## Information about the author

*Dmitry Stepanov* — PhD in Law, LL.M., MPA (119017 Russia, Moscow, Bol. Ordynka St., 40/5, e-mail: dmitry\_stepanov@epam.ru).