

**ФИНАНСОВАЯ АКАДЕМИЯ ПРИ ПРАВИТЕЛЬСТВЕ  
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ**

**КАФЕДРА «ЦЕННЫЕ БУМАГИ И ФИНАНСОВЫЙ ИНЖИНИРИНГ»**

Работа допущена к защите  
Зав. кафедрой проф. Миркин Я.М.

**ДИПЛОМНАЯ РАБОТА**

*на тему:*

***«Качество корпоративного управления и его влияние на  
инвестиционную привлекательность эмитентов»***

Студентка группы К5-5  
Цетлина Е.А.

Научный руководитель  
Доц. Захаров А.В.

Консультант кафедры АИТ  
Доц. Литвиненко А.Ф.

*Москва-2002*

## СОДЕРЖАНИЕ

<b>Введение</b> .....	3
<b>Глава 1. Теоретические аспекты корпоративного управления</b> .....	6
1.1. Основные аспекты корпоративного управления .....	6
Права акционеров .....	8
Равное отношение к акционерам .....	12
Роль заинтересованных лиц в управлении компанией .....	16
Раскрытие информации и прозрачность .....	17
Обязанности правления .....	22
1.2. Модели корпоративного управления .....	28
Англо-американская модель корпоративного управления .....	28
Немецкая модель корпоративного управления .....	31
Японская модель корпоративного управления .....	35
Предпринимательская модель корпоративного управления .....	39
<b>Глава 2. Оценка качества корпоративного управления</b> .....	45
2.1. Методология оценки системы корпоративного управления .....	45
2.2. Рейтинги корпоративного управления .....	52
Рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's .....	52
Рейтинг Института корпоративного права и управления .....	57
Рейтинг компании Brunswick Warburg .....	61
2.3. Сравнительная характеристика результатов рейтингов .....	67
<b>Глава 3. Роль фондовых бирж в системе раскрытия информации как элемента качества корпоративного управления</b> .....	71
3.1. Раскрытие информации на фондовом рынке .....	71
Модель раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках ..	73
Система раскрытия информации в России .....	74
3.2. Роль бирж в повышении прозрачности и качества корпоративного управления эмитентов .....	78
3.3. Региональный аспект в оценке качества корпоративного управления .....	84
<b>Заключение</b> .....	93
<b>Список использованной литературы</b> .....	96
<b>Приложения</b>	

## ***ВВЕДЕНИЕ***

Прошло чуть меньше десяти лет, прежде чем российское правительство, владельцы и менеджеры крупных и не очень крупных российских компаний поняли, что не только от финансовых показателей зависит успех в деле привлечения инвестиций. В современных российских условиях становится важным качество корпоративного управления, поскольку низкий уровень корпоративного управления российских компаний сдерживает приток инвестиций.

Кризис 1997-1998 гг. в странах Азии и в особенности в России наглядно показал, что за внешним благополучием и привлекательной официальной отчетностью, демонстрируемыми компаниями, может стоять отсутствие элементарной устойчивости, системы реагирования на кризисные ситуации, и что столкнувшись с серьезными проблемами, менеджеры стремятся решить их прежде всего за счет инвесторов. Неудивительно, что теперь инвесторы стали особенно настойчивы в своем стремлении получить полную информацию о состоянии дел в компаниях и возможность осуществлять реальный контроль за процессом управления в них, с тем чтобы обеспечить эффективное использование активов компаний в целях обеспечения своих интересов.

Как показывают исследования, проведенные известными аналитическими центрами, консалтинговыми компаниями и регулирующими органами, подавляющее большинство инвесторов теперь рассматривает практику работы органов управления в компании как фактор, имеющий не меньшее, а нередко даже и большее значение, чем финансовые показатели ее деятельности, в особенности для компаний из стран с развивающимися рынками, к которым принадлежит и Россия. За акции компаний, в которых эта практика основывается на понятных и приемлемых для инвесторов принципах и дает им возможность осуществлять контроль за деятельностью управляющих и оказывать действенное влияние на принятие важнейших решений,

инвесторы готовы платить больше. Как показывают опросы, премия, которую инвесторы готовы предложить за акции компаний с устраивающей их системой корпоративного управления, достигает 20%.

В то время как проблема корпоративного управления все активнее обсуждается, вопросы качества корпоративного управления и его оценки разработаны, по мнению автора, недостаточно.

Низкое качество корпоративного управления российских компаний сдерживает приток иностранных инвестиций в страну, является причиной высокой спекулятивной составляющей инвестиций на российском фондовом рынке.

Корни проблемы качества корпоративного управления лежат в выбранном в нашей стране компромиссном способе приватизации. В результате собственность оказалась в руках руководителей предприятий (инсайдеров), в условиях значительной распыленности оставшейся части собственности среди мелких акционеров (обычно работников предприятий).

К настоящему времени сложились оптимальные условия для того, чтобы предпринять попытку решения вопросов корпоративного управления в России.

Важнейшими шагами, направленными на улучшение качества корпоративного управления в России должны стать:

- разработка и принятие Кодекса корпоративного управления;
- совершенствования системы раскрытия информации;
- введение в широкую практику рейтинга корпоративного управления компаний-эмитентов.

Эти направления определили логику и структуру дипломной работы.

Первая глава посвящена характеристике основных принципов корпоративного управления и описанию существующих в международной практике моделей построения систем корпоративного управления, а также анализу возможности их применения в России.

Во второй главе проводится анализ существующих сегодня на российском рынке методик оценки качества корпоративного управления, сравнительная характеристика теоретической составляющей этих методик и результатов полученных на их основе рейтингов.

В третьей главе рассматривается система раскрытия информации как основная составляющая качества корпоративного управления и роль бирж в ее эффективном функционировании. В этом разделе также рассматривается возможность разработки методики оценки качества корпоративного управления фондовыми биржами, осуществляемой при включении ценных бумаг эмитентов в котировальные листы. Отдельно рассмотрен региональный аспект проблемы качества корпоративного управления компаний.

# ГЛАВА 1. ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

## *1.1. Основные аспекты корпоративного управления*

Понятие "корпоративное управление" имеет широкое и неоднозначное толкование. В самом общем виде его можно определить как выбранный хозяйствующим субъектом способ управления, обеспечивающий согласованное распределение результатов деятельности между всеми собственниками и иными контрагентами<sup>1</sup>.

Система корпоративного управления представляет собой организационную модель, с помощью которой компания представляет и защищает интересы своих инвесторов. Данная система может включать в себя многое: от совета директоров до схем оплаты труда исполнительного звена и механизмов объявления банкротства<sup>2</sup>. Тип применяемой модели зависит от структуры компании, существующей в рамках рыночной экономики, и отражает сам факт разделения функций владения и управления современной корпорацией.

В современных условиях корпоративное управление понимают как комплекс отношений между администрацией компании, ее собственниками и другими заинтересованными лицами. Такое понятие в мае 1999 года было закреплено на заседании Совета Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) в "Принципах корпоративного управления"<sup>3</sup>.

Надлежащий режим корпоративного управления помогает обеспечить эффективное использование компаниями их капитала, учет корпорацией интересов широкого круга заинтересованных лиц, а также сообществ, в которых она осуществляет свою деятельность, и способствует подотчетности органов ее управления, как самой

---

<sup>1</sup> Бородин А.Ф. Повышение качества корпоративного управления как фактор укрепления банковской системы России // Деньги и кредит. - 2001. - №6. - С. 23.

<sup>2</sup> Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества / Пер. с англ. - М.: "Джон Уайли энд Санз", 1996. - С. 24.

компании, так и ее акционерам. Это помогает поддерживать доверие инвесторов – как иностранных, так и отечественных – и привлекать долгосрочный капитал.

Принимая решение о вложении капитала в российские предприятия, инвесторы ориентируются на качество корпоративного управления в них.

Качество корпоративного управления – это степень честности и открытости процедур корпоративного управления, действующих в компании, и их соответствие интересам акционеров и других финансово заинтересованных лиц.

Безнаказанность злоупотреблений менеджеров, безынициативность акционеров и информационная непрозрачность деятельности лишают эмитентов инвестиционной привлекательности. Для ее возвращения необходим контроль за деятельностью органов общества. Этому способствует следование компаниями определенным стандартам. Такие стандарты содержатся в Кодексах корпоративного управления, принимаемыми как на уровне государств, так и отдельных компаний. В 1999 году на заседании Совета ОЭСР на уровне министров были подписаны Принципы корпоративного управления ОЭСР. В апреле 2002 года был опубликован Кодекс корпоративного поведения, разработанный Федеральной Комиссией по рынку ценных бумаг РФ. Ни принципы ОЭСР, ни российский Кодекс не носят обязательного характера и не имеют силы закона, а представляют собой совокупность добровольных стандартов корпоративного управления, однако приверженность им свидетельствует и стремлении компании повысить свою привлекательность в глазах существующих и потенциальных инвесторов.

Основные аспекты корпоративного управления наиболее полно и четко отражены в Принципах корпоративного управления ОЭСР. При оценке качества корпоративного управления различные методики включают оценку именно этих направлений. Предполагается, что качественное корпоративное управление характеризуется соблюдением нижеизложенных принципов.

---

<sup>3</sup> Принципы корпоративного управления ОЭСР / ОЭСР, 1999. - 52 с.

## ***Права акционеров***

*Структура корпоративного управления должна защищать права акционеров<sup>4</sup>.*

У инвесторов, вкладывающих средства в акционерный капитал, есть определенные имущественные права. Например, обыкновенную акцию можно купить, продать или передать. Обыкновенная акция также дает инвестору право на часть прибыли корпорации, при этом его ответственность ограничивается размерами его инвестиций. Кроме того, обыкновенная акция дает право на получение информации о корпорации и право оказывать влияние на деятельность корпорации, главным образом путем участия в общих собраниях акционеров и голосования на них. Однако на практике корпорация не может управляться путем проведения референдумов среди акционеров. В собрание акционеров входят физические лица и организации с часто несовпадающими интересами, целями, инвестиционными перспективами и возможностями.

Более того, администрация корпорации должна иметь возможность быстро принимать решения по вопросам бизнеса. В свете этих реалий и сложности управления делами корпорации в условиях быстро меняющихся и постоянно обновляющихся рынков, мало кто ожидает, что акционеры будут брать на себя ответственность за управление деятельностью корпорации. Ответственность за стратегию и операции корпорации, как правило, возлагается на правление и управленческую команду, члены которой подбираются, поощряются и, в случае необходимости, заменяются правлением.

Права акционеров оказывать влияние на деятельность корпорации концентрируются на ряде фундаментальных вопросов, таких, как выборы членов правления или другие средства оказания влияния на состав правления, внесение изменений в уставные документы компании, одобрение сделок чрезвычайного характера и другие базовые вопросы, определенные в законе об акционерных обществах и внутренних документах компании. В различных юрисдикциях

---

<sup>4</sup> Принципы корпоративного управления ОЭСР. - ОЭСР, 1999. - С. 19.



встречаются и другие дополнительные права, например, на утверждение или избрание аудиторов, прямое выдвижение членов правления, возможность передачи акций в залог, утверждение распределения прибыли и др.

К основным правам акционеров относятся права на:

- надежные методы регистрации права собственности;
- отчуждение или передачу акций;
- получение необходимой информации о корпорации на своевременной и регулярной основе;
- участие и голосование на общих собраниях акционеров;
- участие в выборах правления;
- долю в прибылях корпорации.

Акционеры имеют право на участие в принятии решений и получение достаточной информации относительно решений, касающихся принципиальных изменений в корпорации, таких как:

- внесение изменений в устав или в иные аналогичные документы, регулирующие деятельность компании;
- разрешение на выпуск дополнительных акций;
- сделки чрезвычайного характера, которые, по сути, ведут к продаже компании.

Акционеры должны иметь возможность эффективно участвовать в общих собраниях акционеров и голосовать на них, они должны получать информацию о правилах, включая порядок голосования, которыми регулируется проведение общих собраний акционеров, о дате и месте проведения общих собраний и их повестке дня, а также полную и своевременную информацию по вопросам, которые должны рассматриваться на собрании. Акционерам должна предоставляться возможность задавать вопросы правлению и, с учетом разумных ограничений, предлагать вопросы в повестку дня общего собрания.

Для того чтобы облегчить участие инвесторов в общих собраниях, некоторые компании увеличивают возможность включения акционерами вопросов в повестку дня, упрощая процесс подачи предложений и проектов решений. Также расширяются возможности акционеров заранее задавать вопросы и получать на них ответы от администрации и членов правления. Компании справедливо принимают меры, чтобы не допускать внесения в повестку дня не относящихся к делу или провокационных вопросов. Например, разумным условием является требование, согласно которому для включения предложенных акционерами вопросов в повестку дня они должны получить поддержку владельцев определенного количества акций.

Акционеры должны иметь возможность голосовать лично или без личного присутствия, причем голоса, поданные и лично, и без личного присутствия, должны иметь равную силу.

Растущее влияние иностранных акционеров приводит к тому, что в целом компании должны прилагать все усилия, чтобы предоставить акционерам возможность участвовать в голосовании при помощи средств, основанных на современных технологиях. Эффективность участия акционеров в общих собраниях можно увеличить путем развития надежных электронных средств коммуникации и разрешения акционерам поддерживать связь друг с другом, без необходимости соблюдения формальностей, предусмотренных при выдаче доверенности. Для обеспечения прозрачности необходимо разработать такие процедурные правила проведения собраний, которые позволяли бы надлежащим образом вести подсчет и учет голосов, а также своевременно объявлять о результатах голосования.

*Структуры капитала и механизмы, позволяющие отдельным акционерам получить степень контроля, несоразмерную с принадлежащей им долей акций, должны предаваться гласности<sup>5</sup>.*

Некоторые структуры капитала позволяют акционеру осуществлять степень контроля над корпорацией, не соответствующую принадлежащей ему доле акций компании.

---

<sup>5</sup> Там же. – С.20.

Структуры по типу пирамид и взаимное владение акциями могут использоваться для того, чтобы уменьшить возможность влияния на корпоративную политику акционеров, не владеющих контрольными пакетами акций.

Помимо использования отношений собственности, влиять на контроль над корпорацией можно и другими способами. Распространенным средством, к которому прибегают группы акционеров, по отдельности владеющих относительно небольшими пакетами акций, является договоренность между акционерами о согласованных действиях, которая позволяет создать эффективное большинство или, по крайней мере, крупнейший самостоятельный блок акционеров. Такие соглашения между акционерами обычно дают тем, кто в них участвует, преимущественное право приобретения акций, если другие участники соглашения захотят их продать. Эти соглашения могут содержать положения, обязывающие участников не продавать свои акции в течение определенного времени, а также включать такие вопросы, как порядок избрания правления или Председателя. Они также могут предусматривать обязательство участников голосовать единым блоком.

Введение верхнего предела по числу голосов ограничивает количество голосов, которые могут быть поданы одним акционером, независимо от количества акций, которыми он в действительности владеет. Поэтому такие ограничения ведут к перераспределению контроля и могут стать дополнительным стимулом для участия акционера в собрании акционеров.

Учитывая, что эти механизмы позволяют перераспределять возможности акционеров влиять на политику компании, акционеры могут с полным основанием рассчитывать на то, что все подобные структуры капитала и процедуры будут предаваться гласности.

*Рынки для целей корпоративного контроля должны иметь возможность функционировать эффективным и прозрачным образом<sup>6</sup>.*

Правила и процедуры, регулирующие приобретение контроля над корпорацией на рынках капитала, а также сделки чрезвычайного характера, такие как слияния и

---

<sup>6</sup> Там же.

продажа значительной части активов корпорации, должны четко формулироваться и предаваться гласности, с тем, чтобы инвесторы понимали свои права и средства правовой защиты. Сделки должны совершаться по прозрачным ценам и на справедливых условиях, защищающих права всех акционеров в соответствии с их категорией.

Механизмы, препятствующие поглощению компании, не должны использоваться для того, чтобы оградить администрацию от подотчетности.

Акционеры, включая институциональных инвесторов, должны учитывать, какие издержки и какие выгоды влечет осуществление ими своего права голоса.

Многие инвесторы заключили, что положительный финансовый результат можно получить путем проведения аналитических исследований в разумном объеме и использования своего права голоса. Некоторые институциональные инвесторы также раскрывают информацию о политике, проводимой ими в отношении компаний, в которые они инвестируют.

### ***Равное отношение к акционерам***

*Структура корпоративного управления должна обеспечивать равное отношение к акционерам, включая мелких и иностранных акционеров. У всех акционеров должна быть возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав<sup>7</sup>. Уверенность инвесторов в том, что предоставляемый ими капитал будет защищен от злоупотреблений или растраты управляющими корпорации, членами правления или акционерами, владеющими контрольным пакетом акций, является важным фактором на рынке капитала. У правления, управляющих и акционеров, владеющих контрольным пакетом акций, могут появиться возможности для осуществления операций, отвечающих их собственным интересам, в ущерб мелким акционерам.*

---

<sup>7</sup> Принципы корпоративного управления ОЭСР. - ОЭСР, 1999. - С. 21.

Одним из путей осуществления акционерами своих прав является возможность возбуждать против администрации и членов правления судебные и административные процедуры. Опыт показывает, что важным показателем, определяющим степень защиты прав акционера, является наличие эффективных методов правовой защиты от нарушений, не требующих чрезмерных расходов и не связанных с неоправданными задержками по времени.

Доверие мелких инвесторов растет, если правовая система предусматривает механизмы, позволяющие акционерам меньшинства обращаться в суд с исками, если у них есть веские основания считать, что их права были нарушены. Существует определенная опасность того, что правовая система, позволяющая любому инвестору оспаривать действия корпорации в суде, может увязнуть в судебных тяжбах. Необходимо найти золотую середину, чтобы одновременно и предоставить инвесторам возможность правовой защиты в случае нарушения их имущественных прав, и избежать бесконечных судебных разбирательств. Альтернативные процедуры разрешения споров, такие как административные слушания или арбитражные процедуры, организованные органами, регулирующими рынок ценных бумаг, или другими регулирующими органами, представляют собой эффективный метод урегулирования споров, по крайней мере, в качестве первой инстанции.

*В рамках каждой категории все акционеры должны иметь одинаковые права голоса<sup>8</sup>.* Все инвесторы должны иметь возможность до покупки акций получить информацию о правах голоса, связанных с каждой категорией акций. Любые изменения прав голоса должны утверждаться голосованием акционеров.

Оптимальная структура капитала фирмы лучше всего определяется администрацией и правлением, при условии утверждения ее акционерами. Некоторые компании выпускают привилегированные акции, которые дают их держателям преимущественное право на получение части прибыли фирмы, но, как правило, не дают права голоса. Компании также могут выпускать сертификаты участия или акции, не дающие права голоса, которые, как можно предположить, продаются по цене, отличной

---

<sup>8</sup> Там же.

от цены акций с правом голоса. Все эти структуры могут быть эффективным средством такого распределения риска и прибыли, какого требуют интересы компании и принципы экономного финансирования.

Инвесторы вправе рассчитывать на то, что их проинформируют об их праве голоса до того, как они осуществят свои инвестиции. После того, как капиталовложение состоялось, их права не должны меняться, если только у них, как держателей голосующих акций, не было возможности принять участие в выработке этого решения.

Предложения по изменению прав голоса акций различных категорий, как правило, представляются на утверждение общего собрания акционеров определенным большинством голосующих акций тех категорий, в отношении которых предлагается внести изменения.

*Хранители или номинальные держатели акций должны голосовать таким образом, который согласован с реальным владельцем акций<sup>9</sup>.*

Акционеры могут делегировать все права голоса хранителям. В качестве альтернативы акционеры могут предпочесть получать информацию обо всех предстоящих голосованиях акционеров и решать в каких случаях голосовать самостоятельно, делегировав другие права голоса хранителю. Необходимо найти разумный баланс между интересами акционера, чтобы хранитель не пользовался его правом голоса без учета его желаний, и интересами хранителя, чтобы не обременять его необходимостью получать согласие акционера перед голосованием. Достаточно разъяснить акционерам, что, если не будет получено распоряжения об обратном, хранитель проголосует этими акциями так, как он сочтет соответствующим интересам акционера. Следует отметить, что это положение не распространяется на осуществление права голоса доверительным собственником или другими лицами, действующими в соответствии со специальным поручением (такими, как управляющие конкурсной массой при банкротстве и судебные исполнители).

---

<sup>9</sup> Там же.

*Регламент и процедура проведения общих собраний акционеров должны обеспечивать равное отношение ко всем акционерам. Процедуры, принятые в компании, не должны делать участие в голосовании чрезмерно сложным или дорогостоящим<sup>10</sup>.*

Администрация и инвесторы, владеющие контрольным пакетом акций, время от времени стремятся заставить мелких или иностранных инвесторов отказаться от попыток оказать влияние на управление компанией. Некоторые компании взимают плату за голосование. К другим препятствиям относятся запрет на голосование по доверенности и требование личного присутствия на общем собрании акционеров для участия в голосовании. Есть и другие процедуры, которые делают осуществление прав собственности практически нереальным. Материалы могут рассылаться, когда остается слишком мало времени до общего собрания акционеров, чтобы инвесторы могли их обсудить и проконсультироваться.

*Операции с использованием внутренней информации и злоупотребления в собственных интересах должны быть запрещены<sup>11</sup>.*

Злоупотребительные сделки в собственных интересах совершаются, когда лица, имеющие тесные отношения с компанией, используют эти связи в ущерб интересам компании и инвесторов. Поскольку операции с использованием внутренней информации означают манипулирование рынками капитала, они запрещены нормативными актами о ценных бумагах, законами об акционерных обществах и уголовным кодексом. У инвесторов есть разумные основания рассчитывать на запрет сделок с использованием внутренней информации.

### ***Роль заинтересованных лиц в управлении компанией***

---

<sup>10</sup> Там же.

<sup>11</sup> Там же.

*Структура корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом права заинтересованных лиц и поощрять активное сотрудничество между корпорациями и заинтересованными лицами в создании богатства и рабочих мест и обеспечении устойчивости финансово благополучных предприятий.*

Ключевым аспектом корпоративного управления является обеспечение притока внешнего капитала в фирмы. Корпоративное управление также предусматривает поиск путей, чтобы подтолкнуть различных заинтересованных в фирме лиц к осуществлению инвестиций в ее человеческий и материальный капитал. Конкурентоспособность и итоговый успех корпорации являются результатом коллективной работы, в которую вносят свой вклад различные поставщики ресурсов, включая инвесторов, наемных работников, кредиторов и поставщиков. Корпорации должны признать, что вклад заинтересованных лиц представляет собой ценный ресурс для создания конкурентоспособных и прибыльных компаний. Поэтому долгосрочным интересам корпорации отвечает укрепление сотрудничества с заинтересованными лицами с целью создания богатства. Структура управления должна исходить из того, что интересам корпорации отвечает признание интересов заинтересованных лиц и их вклада в долгосрочный успех компании.

*Структура корпоративного управления должна обеспечивать соблюдение защищенных законом прав заинтересованных лиц.*

Если их интересы защищаются законом, заинтересованные лица должны иметь возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав.

Правовая структура и судопроизводство должны быть прозрачными и не должны препятствовать заинтересованным лицам в возможности контактировать и получать защиту в случае нарушения их прав.

Структура корпоративного управления должна допускать механизмы повышения эффективности участия заинтересованных лиц.

Структура корпоративного управления отводит различные роли заинтересованным лицам. Примерами механизмов вовлечения заинтересованных лиц



являются: представительство наемных работников в правлении, планы наделения акциями наемных работников фирмы или другие механизмы раздела прибыли или процессы управления, в которых при принятии определенных ключевых решений принимается во внимание мнение заинтересованных лиц. Кроме того, к ним могут относиться участие кредиторов в управлении в контексте процедур несостоятельности.

Если заинтересованные лица участвуют в процессе корпоративного управления, они должны иметь доступ к необходимой информации.

Там, где законы и практика систем корпоративного управления предусматривают участие заинтересованных лиц, важно, чтобы последние имели доступ к информации, необходимой для исполнения их обязанностей.

### ***Раскрытие информации и прозрачность***

*Структура корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, касающимся корпорации, включая финансовое положение, результаты деятельности, собственность и управление компанией<sup>12</sup>.*

Публичное раскрытие информации обычно требуется, как минимум, раз в год, хотя в ряде случаев информацию необходимо представлять раз в полгода, раз в квартал или даже еще чаще, в случае существенных изменений, произошедших в компании. Не довольствуясь рамками минимальных требований к раскрытию информации, компании часто добровольно представляют информацию о себе в ответ на требования рынка.

Строгий режим раскрытия информации является главной опорой рыночного мониторинга компаний и имеет ключевое значение для осуществления акционерами своего права голоса. Опыт стран с большими и активными фондовыми рынками показывает, что раскрытие информации также может быть мощным инструментом воздействия на поведение компаний и защиты инвесторов. Строгий режим раскрытия информации может помочь в привлечении капитала и поддержании доверия к

---

<sup>12</sup> Принципы корпоративного управления ОЭСР. - ОЭСР, 1999. - С. 23.

фондовым рынкам. Акционеры и потенциальные инвесторы нуждаются в доступе к регулярной, надежной и сопоставимой информации, достаточно детальной, чтобы они могли оценить качество управления, осуществляемого администрацией, и принимать информированные решения по вопросам оценки, собственности и голосования акциями. Недостаточная или нечеткая информация может ухудшить функционирование рынка, повысить стоимость капитала и привести к ненормальному распределению ресурсов.

Раскрытие информации также помогает улучшить понимание общественностью структуры и деятельности предприятий, корпоративной политики и результатов деятельности в отношении экологических и этических стандартов, а также взаимоотношений компаний с сообществами, в которых они функционируют.

Требования раскрытия информации не должны возлагать на предприятия излишнего административного бремени или неоправданных расходов. Нет необходимости и в том, чтобы компании сообщали о себе информацию, которая может поставить под угрозу их конкурентные позиции, если только раскрытие такой информации не требуется для принятия максимально информированного инвестиционного решения и для того, чтобы не вводить инвестора в заблуждение. Для того чтобы определить минимум информации, которая должна быть раскрыта, используется понятие существенной информации. Существенная информация определяется как информация, непредставление или искажение которой может повлиять на экономические решения, принимаемые пользователями информации.

Существенная информация, подлежащая раскрытию, включает, не исчерпываясь этим, следующее:

*1. Результаты финансовой и операционной деятельности компании.*

Прошедшие аудиторскую проверку финансовые отчеты, показывающие финансовые результаты деятельности и финансовое положение компании (как правило, к ним относятся баланс, отчет о прибылях и убытках, отчет о движении денежных средств и примечания к финансовым отчетам) являются самым распространенным

источником информации о компаниях. Две основные цели финансовых отчетов состоят в том, чтобы обеспечить надлежащий контроль и основу для оценки ценных бумаг. Протоколы обсуждений и анализ операций администрацией, как правило, также включаются в годовые отчеты. Протоколы обсуждений являются наиболее полезными, если они читаются вместе с сопровождающими их финансовыми отчетами. Инвесторы особенно заинтересованы в информации, которая может пролить свет на перспективы деятельности предприятия.

Важно, чтобы раскрывалась информация о сделках, относящихся ко всей группе компаний. Существует мнение, что неудачи в управлении часто могут быть связаны с отсутствием раскрытия "картины", в частности, в тех случаях, когда забалансовые статьи используются для предоставления гарантий или аналогичных обязательств друг другу связанными между собой компаниями .

## *2. Задачи компании.*

Приветствуется, если помимо информации о своих коммерческих задачах компании также сообщают сведения о своей политике в области деловой этики, окружающей среды и других обязательствах в сфере публичной политики. Такая информация может быть полезной для инвесторов и других пользователей информации для того, чтобы наилучшим образом оценить взаимоотношения между компаниями и сообществом, в котором они функционируют, а также шаги, которые компании предприняли для достижения своих целей .

## *3. Собственность на крупные пакеты акций и распределение прав голоса.*

Одним из основополагающих прав инвесторов является право на получение информации о структуре собственности в отношении предприятия и о соотношении их прав с правами других собственников. К таким данным может относиться информация о крупных акционерах и других лицах, которые контролируют или могут контролировать компанию, включая информацию о специальных правах голоса, соглашениях между акционерами, владении контрольными или крупными пакетами акций, значительных перекрестных владениях акциями и взаимных гарантиях.

*4. Список членов правления и главных должностных лиц, а также получаемое ими вознаграждение.*

Инвесторам требуется информация об индивидуальных членах правления и главных должностных лицах, чтобы они могли оценить их опыт и квалификацию, а также возможность возникновения конфликтов интересов, которые могут повлиять на их суждение.

Акционерам также небезразлично, как вознаграждается труд членов правления и главных должностных лиц. Ожидается, что компании, как правило, будут представлять достаточную информацию о вознаграждении, выплачиваемом членам правления и главным должностным лицам (или в совокупности), чтобы инвесторы могли надлежащим образом оценить затраты и преимущества политики вознаграждения и влияние схем повышения материальной заинтересованности, таких как возможность приобретения акций, на результативность.

*5. Прогнозируемые существенные факторы риска.*

Пользователи финансовой информации и участники рынка нуждаются в информации о существенных рисках, которые в разумных пределах поддаются прогнозированию. К таким рискам могут относиться: риски, связанные с конкретной отраслью экономики или географическим районом; зависимостью от определенных видов сырья; риски на финансовом рынке, включая риски, связанные с процентными ставками или обменным курсом валют; риски, связанные с производными финансовыми инструментами и забалансовыми сделками, а также риски связанные с экологической ответственностью.

*6. Существенные вопросы, связанные с наемными работниками и другими заинтересованными лицами.*

Поощряется представление компаниями информации по ключевым вопросам, касающимся наемных работников и других заинтересованных лиц, которые могут оказать существенное воздействие на результаты деятельности компании. Также может быть представлена информация по таким вопросам, как отношения администрации с

наемными работниками и с другими заинтересованными лицами, такими как кредиторы, поставщики и местные власти.

#### *7. Структура и политика управления.*

Поощряется представление компаниями информации о том, как они на практике применяют соответствующие принципы корпоративного управления. Раскрытие информации о структуре управления и управленческой политике компании, в частности о распределении полномочий между акционерами, администрацией и членами правления, важно для оценки управления компанией.

Информация должна готовиться, проверяться и раскрываться в соответствии с высокими стандартами качества бухгалтерского учета, раскрытия финансовой и нефинансовой информации и аудита.

Ожидается, что применение высоких стандартов качества приведет к значительному расширению возможностей инвесторов по контролю за компанией, обеспечивая растущую надежность и сопоставимость отчетности, а также лучшее представление о результатах деятельности компании. Качество информации зависит от стандартов ее сбора и раскрытия.

Ежегодно должны проводиться аудиторские проверки с использованием независимого аудитора, чтобы обеспечить внешнюю и объективную оценку того, как подготовлена и представлена финансовая отчетность.

Широко распространено мнение, что применение высоких стандартов качества аудита и кодексов этики является одним из лучших методов укрепления независимости и престижа этой профессии. К дополнительным мерам относятся такие, как усиление позиций внутренних ревизионных комиссий и повышение уровня ответственности правления в процессе выбора аудитора. Могут вводиться ограничения на совокупный процент аудиторского дохода, который аудитор может получать от одного клиента. К другим возможностям относятся такие, как оценка другим аудитором качества проведенной аудиторской проверки, запрет на предоставление услуг, не связанных с

аудиторскими проверками, обязательная ротация аудиторов и прямое назначение аудиторов акционерами.

Каналы распространения информации должны обеспечивать равноправный, своевременный и не связанный с чрезмерными расходами доступ пользователей к необходимой информации.

Каналы распространения информации могут быть так же важны, как и содержание самой информации. Хотя раскрытие информации часто предусмотрено законодательством, хранение данных и доступ к информации могут оказаться сложными и дорогостоящими. В некоторых странах хранение обязательной в силу закона информации значительно упростилось благодаря внедрению электронных систем хранения и извлечения данных.

Интернет и другие информационные технологии также дают возможность для совершенствования средств распространения информации.

### ***Обязанности Правления***

*Структура корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое управление компанией, эффективный контроль за администрацией со стороны правления, а также подотчетность правления перед компанией и акционерами<sup>13</sup>.*

Наряду с осуществлением корпоративной стратегии правление, прежде всего, отвечает за контроль за результатами управленческой деятельности и получение соответствующих доходов акционерами, а также за предотвращение конфликтов интересов и сбалансирование конкурирующих претензий к корпорации. Для того чтобы правление эффективно выполняло свои обязанности, оно должно иметь определенную степень независимости от администрации.

Еще одна важная обязанность правления состоит в том, чтобы создать систему, обеспечивающую соблюдение корпорацией применимого законодательства, включая законы о налогообложении, конкуренции, труде, охране окружающей среды, равных

---

<sup>13</sup> Принципы корпоративного управления ОЭСР. - ОЭСР, 1999. - С. 24.

возможностях, здравоохранении и безопасности. Кроме того, ожидается, что правление будет должным образом и на справедливой основе вести с ними дела, учитывая другие интересы заинтересованных лиц, включая наемных работников, кредиторов, потребителей, поставщиков и местные власти. В этом контексте необходимо соблюдение экологических и социальных норм.

Правление должно выполнять определенные ключевые функции, в том числе:

1. Пересматривать и направлять корпоративную стратегию, основные планы действий, политику управления рисками, годовые бюджеты и бизнес, планировать цели деятельности, осуществлять контроль за выполнением планов и деятельностью корпорации а также контролировать основные расходы, покупки и продажи.

2. Подбирать главных должностных лиц, назначать им оплату, осуществлять контроль за их деятельностью и, в случае необходимости, заменять их и следить за планированием кадрового обновления.

3. Пересматривать вознаграждение, получаемое главными должностными лицами и членами правления компании, обеспечивать соблюдение формальностей и прозрачности в процессе выдвижения членов правления.

4. Контролировать и урегулировать потенциальные конфликты интересов администрации, членов правления и акционеров, включая использование активов корпорации в личных целях и злоупотребления при совершении сделок между связанными сторонами.

5. Обеспечивать целостность систем бухгалтерского учета и финансовой отчетности корпорации, включая проведение независимых аудиторских проверок, а также обеспечивать наличие необходимых систем контроля, в частности, системы мониторинга рисков, финансового контроля и соответствия законодательству.

6. Контролировать эффективность практики управления, в рамках которой действует правление, и по мере необходимости вносить в нее изменения.

7. Контролировать процесс раскрытия и распространения информации.

Для обеспечения независимости правления обычно требуется, чтобы достаточное число его членов не являлось наемными работниками компании и не было тесно связано с компанией или с ее администрацией какими-либо серьезными экономическими, семейными или иными отношениями. Это правило не препятствует акционерам стать членами правления компании.

Независимые члены правления могут вносить существенный вклад в процесс принятия решений правлением. Они могут привнести объективные взгляды на оценку результатов деятельности правления и администрации. Кроме того, они могут сыграть важную роль в тех областях, где интересы администрации, компании и акционеров могут расходиться, например, в вопросах вознаграждения должностных лиц компании, планирования кадрового обновления, изменений корпоративного контроля, защиты от поглощения, крупных приобретений и аудита.

Председатель, как глава правления, может играть центральную роль в обеспечении эффективного управления предприятием и несет ответственность за эффективное функционирование правления. В некоторых странах помощь председателю может оказывать секретарь компании. При системе управления с единым органом часто предлагается разделение ролей высшего должностного лица и председателя правления как метод обеспечения надлежащего баланса власти, повышения подотчетности и расширения возможностей правления по принятию независимых решений.

Правление должно рассмотреть вопрос о возложении на достаточное количество своих членов, не занимающих в корпорации административных должностей, способных выносить независимые суждения, решение вопросов, которые могут привести к возникновению конфликта интересов. Примерами таких ключевых обязанностей могут быть финансовая отчетность, выдвижение, а также вознаграждение должностным лицам и членам правления. Хотя ответственность за финансовую отчетность, вознаграждения и назначения несет правление в целом, независимые члены правления, не занимающие административных должностей, могут дать



дополнительную гарантию участникам рынка относительно защищенности их интересов. Правление также может создать специальные комитеты для рассмотрения вопросов, которые могут привести к возникновению конфликта интересов. Эти комитеты могут ограничиваться минимальным числом участников или состоять исключительно из членов правления, не занимающих административных должностей.

Широко распространено мнение о том, что если член правления одновременно занимает посты во множестве других правлений, это может негативно сказываться на результатах его работы. У компаний может возникнуть желание рассмотреть вопрос о том, не влияет ли совмещение чрезмерного количества постов в правлениях на результаты работы.

Для того чтобы иметь возможность выполнять свои обязанности, члены правления должны иметь доступ к точной, относящейся к делу и своевременной информации. Для принятия решения членам правления своевременно требуется относящаяся к делу информация. Члены правления, не занимающие административных должностей, как правило, не имеют такого доступа к информации, как главные должностные лица компании. Вклад членов правления, не занимающих административных должностей, в управление компанией может стать более весомым, если они будут иметь доступ к определенным главным должностным лицам, таким как, например, секретарь компании и внутренний ревизор, и смогут прибегать к консультациям независимых внешних экспертов за счет компании. Для надлежащего выполнения своих обязанностей члены правления должны быть уверены в том, что они получают точную, относящуюся к делу и своевременную информацию.

Специалисты компании "Тройка-Диалог"<sup>14</sup> попытались оценить, какие потери несут отечественные эмитенты из-за низкой культуры корпоративного управления. Российские компании по восьми критериям сравнивались с аналогичными предприятиями других развивающихся рынков. К критериям оценки отнесли финансовые результаты и финансовую дисциплину компании, структуру собственников и прозрачность, право голоса в компаниях, обратную связь с директорами, систему

---

<sup>14</sup> <http://www.trodial.ru>

вознаграждения директоров компании, соблюдение закона и диалог с исполнительной властью. Разница в макроэкономических параметрах между Россией и другими участвовавшими в исследовании странами, а также в степени развития финансового рынка во внимание не принималась. Оценка проводилась по 28 компаниям, чьи акции котируются на Фондовой бирже РТС. В результате исследования специалисты пришли к выводу, что в силу только корпоративной "бескультурности" наших эмитентов их акции в сравнении с аналогами в других развивающихся странах недооценены в среднем наполовину. Если же сравнивать с развитыми рынками, то недооцененность отечественного фондового рынка составит примерно 200 млрд долларов, то есть в пять раз.

<b>Недооцененность некоторых российских компаний в апреле 2001 года</b>		
<i>Компания</i>	<i>Недооцененность</i>	
	млн. долл.	%
"АвтоВАЗ"	1777	1260
"Северсталь"	2339	285
"Норникель"	5563	257
"ЕЭС России"	9177	222
"Татнефть"	1804	193
"Ростелеком"	1010	159
Сбербанк	1094	158
"Вымпелком"	1073	157
"Мосэнерго"	1018	120
"Газпром"	8235	89
"ЛУКОЙЛ"	6540	82
"Сибнефть"	770	47
МТС	816	37
"Иркутскэнерго"	109	36
"Аэрофлот"	106	27

"ЮКОС"	-18	-0,3
ПТС	-11	-7
ГУМ	-6	-9
"Пурнефтегаз"	-32	-10
"Балтика"	-184	-35
"Сургутнефтегаз"	-3229	-42
По данным ИК "Тройка-Диалог"		

Принципы корпоративного управления, приведенные выше, объединяют в себе стандарты наилучшей практики корпоративного управления, которые оказали влияние на формирование кодексов корпоративного поведения в разных странах. К таким документам относятся, например, "Сводный кодекс" в Великобритании, "Отчет Дея" в Канаде, Кодекс наилучшей практики, изданный фондовой биржей Гонконга, Кодекс корпоративного поведения в Малайзии, Отчет комиссии Кинга о практике корпоративного поведения в ЮАР и др. Однако практика реализации этих принципов связана с используемыми в этих странах моделями корпоративного управления.

## ***1.2. Модели корпоративного управления***

Среди различных моделей корпоративного управления можно выделить три, наиболее ярко характеризующие различные подходы к корпоративному управлению: англо-американскую, немецкую, японскую модель и так называемую предпринимательскую модель, характерную для стран с переходной экономикой.

### ***Англо-американская модель корпоративного управления***

Базовые принципы и основные элементы англо-американской модели корпоративного управления, одинаковые в таких странах, как Австралия, Канада, Новая Зеландия, США и Великобритания, имеют специфические различия, отраженные в их законодательствах. Ниже будет рассмотрена англо-американская модель как таковая, базовыми принципами которой являются следующие элементы.

1. Разделение имущества и обязательств корпорации, с одной стороны, и собственников корпорации - с другой. Это позволяет снизить риск ведения и бизнеса и создать более гибкие условия для привлечения дополнительного капитала.
2. Разделение прав собственности и контроля над корпорацией.
3. Поведение компании, ориентированное на оптимизацию доходов акционеров, - достаточное условие для повышения благосостояния общества, то есть устанавливается соответствие между индивидуальными целями поставщиков капитала и социальными целями экономического развития общества.
4. Максимизация рыночной стоимости акций компании - достаточное условие максимизации богатства акционеров. Рынок ценных бумаг является естественным механизмом, позволяющим объективно установить реальную стоимость компании и, следовательно, измерить благосостояние акционеров.

5. Все акционеры имеют равные права. Размеры долей, которыми располагают различные акционеры, могут влиять на принятие решений. Те, кто имеет большую долю в капитале корпорации, имеют значительную власть и влияние. Но при большой власти возможно действовать в ущерб интересам мелких акционеров. Естественным образом возникает противоречие между равенством прав акционеров и гораздо большим риском тех, кто инвестирует значительный объем капитала. Права акционеров должны быть защищены законодательством. К правам акционеров относится, например, право голоса при решении ключевых проблем, таких, как слияния, ликвидация и т.п.

Основными механизмами реализации этих принципов в англо-американской модели являются совет директоров, рынок ценных бумаг и рынок корпоративного контроля.

Совет директоров является основным органом в англо-американской модели корпоративного управления. Избираемый акционерами совет защищает их интересы, контролируя назначения, процедуры голосования, финансовое состояние компании, использование капитала и обеспечивает законность деятельности, а также социальную ответственность корпорации. В англо-американской модели большое значение придается ответственности менеджмента компании перед советом директоров и советом директоров, в свою очередь, - перед акционерами. Важное значение имеет объективность контроля за деятельностью менеджмента. Успешность такого контроля зависит прежде всего от структуры собственности компании. Если число собственников невелико, то они могут войти в состав совета и выстроить необходимые механизмы и процедуры для объективного контроля деятельности менеджмента. Когда число собственников велико, проблема контроля решается с помощью "внешних" членов совета директоров, то есть представителей собственников, которые непосредственно не связаны с менеджментом данной компании.

Оплата труда руководителей верхнего уровня в англо-американской модели корпоративного управления состоит из трех частей:

- Основной оплаты, включающей заработную плату и различные надбавки;
- Дополнительных выгод (например, отчисления в пенсионный фонд);
- Опционов на акции компании.

Первые два компонента оплаты труда в большей мере соотносятся с личностью руководителя, а не с эффективностью деятельности компании. Третий компонент прямо зависит от результатов деятельности руководителя. Опцион представляет собой право купить определенное количество акций компании в течение указанного срока по рыночной цене акций, зафиксированной на момент получения опциона. Следовательно, если в результате деятельности руководителя компании цена акций повысится, он может приобрести их по цене, зафиксированной на момент его поступления на работу, получив тем самым в качестве дохода величину курсовой разницы за вычетом некоторых транзакционных издержек.

Реальная практика использования англо-американской модели корпоративного управления многообразна и не во всем соответствует установкам самой модели. В 80% компаний США генеральные директора совмещают обязанности председателей советов, 63% всех членов советов директоров одновременно являются генеральными директорами их собственных корпораций<sup>15</sup>. Это создает ощущение отступления от основополагающих принципов англо-американской модели и вызывает существенные нарекания и критику со стороны реформаторских сил. В основном эта критика идет по следующим направлениям:

- Стоимость капитала слишком высока по сравнению с Японией и Германией, следовательно один и тот же проект должен быть отвергнут в условиях США и принят в условиях Японии;
- Независимо от стоимости капитала, по оценкам некоторых экспертов, практика бухгалтерского учета ведет к завышенной оценке стоимости проектов или неоправданно короткому сроку инвестиций;

- Фондовый рынок ориентирован на краткосрочные выгоды. Институциональные инвесторы принимают решения, ориентируясь на краткосрочные цели, и не оценивают ситуацию в долгосрочной перспективе;
- Фондовый рынок не отражает истинной стоимости активов, поскольку подвержен моде и прихоти отдельных крупных игроков;
- Неоправданно быстрый рост заработной платы и других вознаграждений высшего руководства.

Усиление конкуренции компаний за высококвалифицированных специалистов и роли специализированной инфраструктуры в новой экономике заметно снижают роль капитала как основного источника роста. Управление стоимостью компании в краткосрочной перспективе неэквивалентно способности устойчиво создавать богатство. Заметно возрастает роль других заинтересованных сторон в успешной деятельности компании и, как следствие, попытки реформировать англо-американскую модель, сделав ее несколько ближе к немецкой модели корпоративного управления.

### ***Немецкая модель корпоративного управления***

Немецкая модель корпоративного управления типична для стран центральной Европы. В ее основе лежит принцип социального взаимодействия - все стороны, заинтересованные в деятельности корпорации, имеют право участвовать в процессе принятия решений. В круг основных заинтересованных в деятельности корпорации сторон входят акционеры, менеджеры, трудовой коллектив, ключевые поставщики и потребители продукции, банки и различные общественные организации. Интересы у них различны, однако все они заинтересованы в успешной деятельности корпорации. Корни принципа социального взаимодействия немецкой модели корпоративного управления лежат в глубоких традициях немецкой экономической системы, ориентированной на кооперацию и социальное согласие для достижения

---

<sup>15</sup> Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества / Пер. с англ. - М.: "Джон Уайли энд Санз", 1996. – С. 72.

национального процветания и богатства. Основными элементами немецкой модели являются:

- Двухуровневая структура совета директоров;
- Представительство заинтересованных сторон;
- Универсальные банки;
- Перекрестное владение акциями.

В отличие от англо-американской модели совет директоров состоит из двух органов - управленческого и наблюдательного совета. В управленческий совет входят 5-15 членов, каждый из которых отвечает за какое-либо направление бизнеса корпорации или за одну из ключевых административных функций (управление финансами, персоналом, производством и т.д.). Управленческий совет - это своего рода коллективный генеральный директор корпорации.

Наблюдательный совет является основным механизмом реализации принципа социального взаимодействия при управлении корпорацией. Согласно закону о социальном взаимодействии (1976), половина членов наблюдательного совета избирается трудовым коллективом, если в компании работает более 2 тыс. человек. В случае меньшей численности персонала трудовой коллектив избирает одну треть членов наблюдательного совета<sup>16</sup>. Другая часть наблюдательного совета избирается акционерами. Численный состав наблюдательного совета колеблется в различных корпорациях от 9 до 22 человек. Наблюдательный совет отвечает за подбор, назначение и смену членов управленческого совета, утверждение баланса и годового отчета компании, дивидендную политику и утверждает основные капитальные затраты. Вопрос о закрытии предприятия также находится в компетенции наблюдательного совета.

Члены управленческого совета избираются наблюдательным советом и подотчетны ему, то есть основной управленческий орган является коллективным. Для сравнения отметим, что в англо-американской модели совет директоров избирает генерального директора, который формирует самостоятельно всю управленческую



команду верхнего уровня и имеет возможность изменять ее состав. Двухуровневая система совета директоров достаточно четко разделяет внешнее и внутренне управление - одновременное членство в обоих советах не допускается. Проявление принципа социального взаимодействия на практике значительно шире, чем это вытекает из формального закона. Наблюдательный совет формируется таким образом, чтобы отразить все ключевые деловые связи корпорации. Поэтому в наблюдательных советах часть присутствуют банкиры, представители поставщиков или потребителей продукции.

Активным элементом немецкой модели корпоративного управления является трудовой коллектив. Поскольку он имеет широкие возможности влиять на процесс корпоративных решений через избрание членов наблюдательного совета, то нет необходимости использовать для защиты своих интересов профсоюзы. Немецкие профсоюзы не имеют права вмешиваться во внутренние дела корпораций. Они решают свои задачи не на уровне компаний, а на уровне административных территорий - земель.

Отличительной чертой немецкой модели является активное участие банков в процессах корпоративного управления. В Германии коммерческие банки являются акционерами компаний и владеют примерно 9% всех акций компаний, зарегистрированных в стране, и более чем 20% акций по крайней мере 33 ведущих немецких промышленных корпораций<sup>17</sup>. Немецкие банки выступают также в роли депозитария и играют существенную роль в процессах голосования по доверенности. Фактически банк имеет возможность голосовать всеми акциями, депонированными в банке. Раньше такое право действовало автоматически безо всяких ограничений. Сейчас банк должен обновлять доверенность каждые 15 месяцев и при этом получать инструкции по голосованию. В руках банков обычно находится около 80% голосов на собраниях акционеров<sup>18</sup>.

---

<sup>16</sup> Управление современной компанией: Учебник / Под ред. проф. Б. Мильнера и проф. Ф. Лииса. - М.: ИНФРА-М, 2001. - С. 391.

<sup>17</sup> Там же.

<sup>18</sup> Бубнов И. Как защищаются интересы инвесторов на рынке ценных бумаг в Германии // Хозяйство и право. - 1996. - №8. - С. 123.

Коммерческие банки являются универсальными банками и предоставляют широкий спектр услуг корпорациям: кредитование, брокерские и консультационные услуги. Они одновременно могут выполнять роль инвестиционного банка, осуществляя все работы, связанные с эмиссией акций. Компании стремятся установить более прочные деловые отношения с одним из банков, который становится их основным кредитором. Обычно банк представлен в наблюдательном совете и является квалифицированным экспертом для корпорации, хорошо знающим ее бизнес и экономические условия в целом. Такой банк называется Hausbank - "домашний" банк компании. (Например, Dresdner Bank - "домашний" банк компании BMW, Deutsche Bank - компании Daimler-Benz).

Под перекрестным владением акциями понимается ситуация, когда две компании являются акционерами друг друга. Это позволяет им взаимодействовать посредством механизмов корпоративного управления. Обычно считается, что перекрестное владение акциями - достаточно широко распространенное явление в немецкой модели корпоративного управления. Однако закрытый характер информации о составе акционеров корпораций не позволяет четко обрисовать эту сторону немецкой модели. Ситуация усложняется еще и тем фактом, что для немецкой модели характерны сложные системы взаимосвязанных холдингов.

Центральным звеном немецкой модели является принцип социального взаимодействия, направленный на достижение баланса интересов акционеров, трудового коллектива и деловых партнеров. Глобализация и условия конкуренции на мировых рынках вынуждают компании привлекать капитал с мирового финансового рынка для финансирования роста компании. Естественно, ориентация на внутринациональный баланс интересов в корпоративном управлении вступает в противоречие с интересами иностранных инвесторов.

### ***Японская модель корпоративного управления***

Социальная сплоченность и взаимозависимость - важный аспект деловой жизни Японии, глубоко уходящий корнями в японскую культуру и традиции. Современная модель корпоративного управления сложилась под влиянием, с одной стороны, этих традиций, с другой - внешних сил в послевоенный период.

В довоенной Японии экономика была представлена небольшим числом финансово-промышленных конгломератов - дзайбацу, собственность которых сконцентрировалась в руках отдельных семейных кланов. При реализации плана Маршалла по послевоенному восстановлению экономики безусловными требованиями были демилитаризация и демонополизация экономики, а также дезинтеграция дзайбацу. Эти задачи были возложены на вновь созданное министерство промышленности и торговли, которое решило эту задачу с традиционным японским изяществом. С одной стороны, оно выполнило требования разукрупнения и акционирования дзайбацу, с другой - сохранило высокий уровень взаимосвязи компаний посредством перекрестного владения акциями.

На этом этапе японские компании обменивались пакетами акций, неформально договариваясь взаимно не продавать их. Тем самым сохранялся сконцентрированный контроль над компаниями, но формально собственность была достаточно раздробленной. Это был один из тех процессов, который привел к формированию современных финансово-промышленных групп Японии - кейрецу. Разукрупнение проводилось в основном в сфере промышленности и торговли и не коснулось банковского сектора. В дальнейшем японское правительство разработало собственную программу развития, четко сформулировав перспективные направления. Оно сконцентрировала для целей реализации существенные финансовые ресурсы и распределило их среди шести крупных банков. Банки самостоятельно должны были организовать инвестиционный процесс, взяв все риски на себя. Вокруг этих банков сконцентрировались группы взаимосвязанных промышленных и торговых

предприятий, страховых компаний. Постепенно сформировались шесть горизонтальных финансово-промышленных групп<sup>19</sup>.

<i>Группа</i>	<i>Год создания</i>	<i>Число основных членов группы</i>	<i>Число аффилированных членов группы</i>	<i>Средний уровень перекрестного владения акциями основных членов группы, %</i>
<b>Sumitomo</b>	1951	20	164	27
<b>Mitsubishi</b>	1954	29	217	35
<b>Mitsui</b>	1961	26	171	19
<b>Fuyo</b>	1966	29	223	15
<b>Sanwa</b>	1967	44	247	16,5
<b>DKB (Dai-Ichi Kangyo Bank)</b>	1978	48	190	12

Наряду с горизонтальными группами постепенно формировались вертикальные финансово-промышленные группы, такие, как Toyota, Sony, Nissan. Сетевые процессы пронизывают всю экономику Японии независимо от того, оформлены они формально или нет.

Для японской модели корпоративного управления характерны следующие три аспекта:

- Система главных банков;
- Сетевая организация внешних взаимодействий компании;
- Система пожизненного найма персонала.

Банки играют настолько важную роль в японском бизнесе, что каждое предприятие стремится установить тесные отношения с одним из них. Такой банк называется главным банком компании, выполняющим самые разные функции: кредитора, крупного акционера, финансового и инвестиционного политика и др. Главный банк является первым или вторым по объему кредитования в 85% наиболее крупных японских компаниях. Для 16% компаний он самый крупный акционер, в 22%

<sup>19</sup> Управление современной компанией: Учебник / Под ред. проф. Б. Мильнера и проф. Ф. Лииса. - М.: ИНФРА-М, 2001. - С. 393.

случаев - второй по величине, в 15% случаев - третий<sup>20</sup>. Главный банк, достаточно хорошо информированный о состоянии дел компании, выполняет роль финансового консультанта, на мелких предприятиях даже иногда ведет их бухгалтерский учет. Банк также является венчурным капиталистом, финансируя высокорисковые проекты компаний. В каждой горизонтальной компании имеется один главный банк, в вертикальных группах их может быть два.

Формально органы корпоративного управления в Японии не отличаются от англо-американской модели, неформальные же стороны практики их деятельности существенно различаются. Большую роль в Японии играют различные неформальные объединения - союзы, клубы, профессиональные ассоциации. Они играют важную роль в поддержке дружеских, доверительных отношений и способствуют обмену информацией в среде менеджмента верхнего уровня различных взаимодействующих между собой компаний. Для финансово-промышленных групп наиболее влиятельным органом такого типа является президентский совет группы, избираемый ежемесячно из числа президентов основных компаний группы. В неформальной обстановке происходит обмен важной информацией и мягкое согласование ключевых решений. В вертикальных группах Toyota и Nissan, по сути, объединены поставщики комплектующих для головного сборочного завода. Формально предприятия, входящие в группу, независимы. Тем не менее они не имеют права поставлять свою продукцию другим сборочным компаниям. Вертикальные группы также имеют аналог президентского совета. В группе Toyota, например, это *Kyoho-kai*, что примерно можно перевести как "клуб содействия процветанию фирмы Toyota".

К сетевой организации внешнего взаимодействия компаний относятся:

- Наличие сетевых элементов - советов, ассоциаций, клубов;
- Внутригрупповое передвижение менеджеров;
- Избирательное вмешательство;
- Внутригрупповая торговля.

---

<sup>20</sup> Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества / Пер. с англ. - М.: "Джон Уайли энд Санз", 1996. – С. 95.

Активные процессы внутригруппового взаимодействия происходят и на уровне среднего управленческого звена, а также технических специалистов. Широко распространена практика внутригруппового передвижения менеджеров, когда, например, менеджер сборочного завода может быть откомандирован на длительный срок на предприятие, поставляющее комплектующие, для решения тех или иных совместных проблем. Уходящие на пенсию менеджеры верхнего уровня часто назначаются в совет директоров одной из компаний-поставщиков. Важнейший аспект такой практики - формирование личных отношений в среде менеджмента, способствующих обмену информацией и эффективному использованию совместного опыта и знаний.

Избирательное вмешательство в управленческий процесс может происходить со стороны других компаний группы (главного банка компании, нескольких компаний и т.д.) для решения технологических и операционных проблем. Внутригрупповая торговля - очень важный элемент сетевого взаимодействия. В горизонтальных финансово-промышленных группах имеются центральная торговая компания и несколько торговых компаний второго плана. Поскольку группы являются широкодиверсифицированными конгломератами, то многие материалы и комплектующие покупаются и продаются внутри группы. Уровень внутригрупповой торговли в среднем в шести горизонтальных группах достигает 20%. Естественно, внешние по отношению к группе торговые сделки осуществляются через центральную торговую компанию. Поэтому оборот таких компаний, как правило, составляет огромную сумму. Торговая компания как инфраструктурный элемент группы играет и вспомогательную финансовую роль, являясь источником краткосрочных кредитов и выполняя квазистрахование торговых операций.

Ключевым элементом японской модели корпоративного управления является система пожизненного найма персонала. Естественно, она не охватывает полностью весь рынок труда в Японии. Доля тех, кто всю свою трудовую жизнь связывает с одной компанией, составляет примерно 50%. В аспекте корпоративного управления речь идет

о деловой культуре, где чувство сопричастности, отношения к компании как к семье активно культивируются и играют важную роль для компаний.

За последние 30 лет в структуре японского корпоративного капитала происходило постоянное падение доли индивидуальных инвесторов. Так, за 1970-2000 гг. она снизилась почти на 20 пунктов. Это подтверждает широко распространенный вывод о том, что в рамках японской модели корпоративного управления доходности инвестиций не уделяется должного внимания. Основные цели японских корпораций связаны с ростом рыночной доли, что в конечном итоге создает высококонкурентную экономику. Поэтому одна из ключевых задач японской системы корпоративного управления - поиск путей повышения доходности инвестиций. Рост доли иностранных инвестиций в структуре акционерного капитала в Японии, скорее всего, отражает процесс активизации японских компаний на мировом рынке в 1990-е годы и распространения сетевых взаимоотношений за пределами страны.

### ***Предпринимательская модель корпоративного управления***

Предпринимательская модель корпоративного управления характерна для стран с переходной экономикой. В рамках этой модели формально присутствуют все необходимые элементы, но в реальной деятельности принцип разделения прав собственности и контроля не признается. Ситуации могут быть разные. Собственники компании могут не признавать менеджеров, создавая "ручные" советы директоров, часто не подчиняясь решениям общего собрания акционеров и действуя в целях личного обогащения. Агентские издержки в этом случае непомерно высоки. Такая ситуация может сохраняться достаточно долго, так как внешние механизмы системы корпоративного управления, дисциплинирующие менеджмент, либо не развиты, либо не эффективны. Одно из очевидных решений для собственника в этом случае - повышение уровня концентрации собственности настолько, чтобы взять управление корпорацией в свои руки. Если это удастся сделать, то такой собственник управляет

всеми процессами в компании, включая оперативную деятельность, независимо от того, какую должность формально он занимает. Это другая крайность - непризнание права профессионального менеджмента на управление корпорацией.

Между этими двумя крайними ситуациями сложился широкий и пестрый спектр промежуточных форм взаимодействия собственников и менеджмента, которые дублируют управленческую структуру верхнего уровня, ставя перед собой цель контролировать деятельность подопечного менеджмента с тем, чтобы он действовал в интересах собственника. В предпринимательской модели, как уже отмечалось, не происходит разделения права собственности и контроля над этой собственностью. В цепочке "собственники - совет директоров - менеджеры" формируется управленческое "ядро", которое выполняет предпринимательскую функцию. Это "ядро" представляет собой сформировавшееся неформальным путем своего рода внутреннее закрытое акционерное общество, подменяющее собой формальные механизмы корпоративного управления. При этом идет непрерывная борьба за перехват предпринимательской функции со стороны других групп.

Если проанализировать внешние факторы, которые должны дисциплинировать внутренние процессы корпоративного управления, то складывается следующая картина. Государственное регулирование и экономическая политика несистемны и часто зависят от политических интересов различных органов власти, политических партий и влиятельных социальных групп. Все это создает высокую степень неопределенности и оказывает на внутренние процессы корпоративного управления не столько дисциплинирующее воздействие, сколько дезорганизующее. Финансовые рынки развиты слабо и неэффективны. Рынок ценных бумаг не отражает реальной стоимости компаний. Не существует финансовых инструментов, доходность которых можно было бы взять за точку отсчета при определении ставки дисконтирования. В целом определить стоимость компании очень трудно. В результате практически отсутствует один из важных дисциплинирующих индикаторов - рыночная стоимость компании. На товарных ранках условия конкуренции не равные, в результате чего



рынки подают компаниям искаженные "сигналы" и подталкивают их к стратегически ошибочным действиям. Ресурсы компаний часто используются для трансформации неравенства условий конкуренции в пользу компании.

В сфере деловой культуры и поведения корпораций картина очень пестрая. Предпринимательское поведение собственников дезорганизует менеджеров. Противоречия и борьба между акционерами не позволяют эффективно управлять компанией даже высокопрофессиональному менеджеру. Предпринимательская функция может быть перехвачена профессиональной в управленческом смысле и позитивно ориентированной группой. Тем не менее создать устойчивые конкурентные преимущества в рамках предпринимательской модели корпоративного управления чрезвычайно трудно. Формально внутренние механизмы корпоративного управления созданы правильно, но они не работают эффективно в силу того, что внешние механизмы не дисциплинируют поведение акционеров, менеджеров, трудовых коллективов, не стимулируют рост акционерного капитала.

Различия между моделями корпоративного управления можно рассматривать в разных аспектах (деловой культуры, способов финансирования и т.д.). Основные характеристики трех основных моделей приведены в таблице.

### **Сравнительные характеристики моделей корпоративного управления**

<i><b>Параметры</b></i>	<i><b>Англо-американская модель</b></i>	<i><b>Немецкая модель</b></i>	<i><b>Японская модель</b></i>
<b>Система социальных ценностей</b>	Индивидуализм Свобода выбора	Социальное взаимодействие и согласие	Взаимодействие и доверие
<b>Роль трудовых коллективов</b>	Пассивная	Активная	Активная сопричастность
<b>Основной способ финансирования</b>	Фондовый рынок	Банки	Банки

<b>Основной центр получения информации</b>	Менеджмент	Менеджмент "Домашний" банк	Главный банк
<b>Ориентация инвестирования</b>	Краткосрочная	Долгосрочная	Долгосрочная
<b>Стоимость капитала</b>	Высокая	Средняя	Низкая
<b>Рынок капитала</b>	Высоколиквидный	Ликвидный	Относительно ликвидный
<b>Основная экономическая единица</b>	Компания	Холдинг	Финансово- промышленная группа
<b>Тип инноваций</b>	Радикальный	Сложный	Постепенный
<b>Оплата менеджмента</b>	Высокая	Средняя	Низкая
<b>Структура акционерного капитала</b>	Распыленная	Существенно сконцентрированная	Сконцентрированная

При анализе возможности преобразования предпринимательской модели в иную, из описанных выше, необходимо помнить, что в переходных экономиках отсутствует главная составляющая американской модели - высокоразвитый ликвидный фондовый рынок, и весьма слабо работает механизм быстрого восприятия рынком информационных сигналов о любых связанных с перспективами компании изменениях и отражения этих сигналов в изменении курса выпущенных компанией ценных бумаг.

Таким образом, можно заключить, что в переходных экономиках отсутствуют необходимые для формирования англо-американской модели корпоративного управления предпосылки, однако возможно использование опыта немецкой или японской моделей.

Речь, безусловно, не идет о простом переносе механизмов этих моделей на, например, российскую почву, поскольку он не может закончиться успешно в силу того,

что модели корпоративного управления "укоренены" в культурно-правовой и институциональной структуре своих стран и не смогут функционировать в отрыве от них Следовательно, использование в России опыта различных моделей корпоративного управления возможно только в соотнесении его с российской спецификой.

Это относится и к проблеме оценки качества корпоративного управления, поскольку практически все существующие методики исходят из параметров англо-американской модели. В остальных же моделях критерии качества корпоративного управления четко не определены. Возможно, они будут являться объектом дальнейшего исследования в рамках данной темы.

#### Выводы:

1. Корпоративное управление - широкий термин, охватывающий разнообразные действия, связанные с управлением хозяйственными обществами. Корпоративное управление компаниями влияет на экономические показатели их деятельности и на их способность привлекать капитал, необходимый для экономического роста. В России совершенствование корпоративного управления - важнейшая мера, необходимая для увеличения притока инвестиций как из источников внутри страны, так и от зарубежных инвесторов.
2. Стандарты и принципы корпоративного управления в наибольшей степени важны для акционерных обществ, так как именно в них часто имеет место отделение собственности от управления, а следовательно, возникновение конфликтов между акционерами общества и его руководителями наиболее вероятно.
3. Принципы корпоративного управления в большинстве случаев представляют собой совокупность добровольных стандартов, однако их выполнение способствует повышению инвестиционной привлекательности компаний.

4. В мире существует несколько основных моделей корпоративного управления - англо-американская, немецкая и японская, каждая из которых сформировалась как результат сочетания исторических, экономических, социальных и культурных традиций, существовавших в соответствующих странах. Модели в других странах в той или иной степени представляют собой сочетания этих моделей, конкретный состав компонентов в которых зависит от вышеупомянутых особенностей этих стран. Каждая из моделей имеет свои преимущества и слабые места. Проблема заключается не в выборе той или иной модели, а в выработке модели, в максимальной степени учитывающей исторические, экономические, социальные и иные особенности развития России.

## ГЛАВА 2. ОЦЕНКА КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

### *2.1. Методология оценки системы корпоративного управления*

Как уже отмечалось в предыдущей главе, не существует единой модели корпоративного управления, которая работала бы во всех странах и во всех компаниях. На самом деле существует множество различных "кодексов передовой практики", принимающих во внимание различия в законодательстве, структуре органов управления и практике ведения дел в той или иной стране. В то же время существуют стандарты, которые могут быть применены в широком диапазоне правовых, политических и экономических условий<sup>21</sup>. К ним относятся:

- Честность
- Прозрачность
- Подотчетность
- Ответственность

Эти же самые принципы могут быть использованы как краеугольные камни *методологии оценки системы корпоративного управления отдельных компаний*.

**Честность** отражает степень защищенности прав всех акционеров и уровень дисциплины исполнения финансовых контрактных обязательств перед кредиторами. Честность имеет особое значение, когда имеются акционеры, владеющие крупными контрольными пакетами акций, и когда владельцы компании имеют другие финансовые интересы. Необходимо знать, имеются ли у компании отношения с другими фирмами, в рамках которых может иметь место трансфертное ценообразование в отношении нерыночных позиций, или приводят ли связи между компаниями к выдаче взаимных денежных авансов, задолженностей по расчетам или субсидий. Другим важным фактором является способ вознаграждения членов

---

<sup>21</sup> Пономарев Ю.В. Международные тенденции развития систем корпоративного управления и Россия // Деньги и кредит. - 2001. - №6. - С. 15.

руководства и другие льготы, которыми они могут пользоваться. В отношении избрания членов руководства и членов совета директоров самым надежным способом обеспечения честности процедуры является кумулятивное голосование, а наиболее эффективной формой избрания совета директоров является такая, которая исключает ротацию, поскольку таким образом обеспечивается возможность замены.

**Прозрачность** предполагает своевременную публикацию адекватной информации относительно результатов производственной и финансовой деятельности компании, а также практики корпоративного управления. В компании с хорошим корпоративным управлением стандарты своевременного представления информации и прозрачности весьма высоки. Это дает возможность акционерам, кредиторам и директорам возможность осуществлять эффективный контроль за деятельностью руководства, а также за результатами производственной и финансовой деятельности компании. Высокий уровень прозрачности означает, что предоставляемая финансовая отчетность способствует созданию четкого представления об истинном финансовом положении фирмы. В частности, это подразумевает раскрытие информации относительно условных обязательств компании и сделок, заключенных с взаимосвязанными компаниями на условиях, отличающихся от условий сделок между независимыми друг от друга сторонами.

Обеспечение прозрачности может предполагать переход компании на международные стандарты бухгалтерского учета. Важное значение имеет понимание структуры собственности компании, особенно в тех случаях, когда существует известный держатель контрольного пакета акций, или когда контрольный пакет акций фактически имеется на основании сговора между акционерами. Прозрачность также диктует требования открытости в отношении результатов нефинансовой деятельности, особенно во всем, что касается некоммерческих операций компании и ее рыночного положения относительно конкурентов. Открытая публикация устава, внутренних нормативных документов и четко сформулированная цель деятельности компании также способствуют соблюдению высоких стандартов прозрачности.

**Подотчетность** определяет роль совета директоров компании и его способность обеспечивать независимый контроль за качеством работы органов управления, а также обеспечивать подотчетность руководства акционерам и другим соответствующим финансово заинтересованным лицам. Важное значение имеет распределение обязанностей на уровне совета директоров. Советы директоров с высокой степенью подотчетности характеризуются наличием сильного состава независимых сторонних директоров, обеспечивающих соблюдение интересов всех акционеров - как крупных, так и мелких. Напротив, компании, крупный пакет акций которых принадлежит одному крупному акционеру или контролируется небольшим числом акционеров, могут иметь совет директоров, уровень подотчетности которого акционерам будет ограничен. Особенно это заметно в тех случаях, когда среди членов совета директоров присутствует большое число членов руководства. При советах директоров могут создаваться ключевые подкомитеты, причем их состав (особенно соотношение между числом независимых и зависимых директоров) может иметь важное значение. Аудит деятельности совета директоров сторонней организацией может дать независимую оценку фактического уровня подотчетности совета директоров.

**Ответственность** означает степень соблюдения компанией, а также ее владельцами, директорами и менеджментом, применимых к ней законодательных и других нормативных актов, в частности налогового, антимонопольного, трудового законодательства, законодательства по защите окружающей среды, уголовного кодекса и т.д. Ответственность также подразумевает внимание к интересам лиц, заинтересованных в компании каким-либо образом помимо финансового, помимо соблюдения интересов акционеров и кредиторов. Финансово заинтересованные лица имеют право требовать от компании такого поведения, равно как и право знать о том, что ее поведение не соответствует перечисленным критериям.

Представленные сегодня на российском рынке рейтинги корпоративного управления во многом схожи между собой, однако все они, за исключением рейтинга

корпоративного управления Standard & Poor's, предполагают лишь *оценку качества корпоративного управления отдельной компании*. Вышеуказанный же рейтинг включает в себя отдельным компонентом *анализ национального фона*, в рамках которого оценивается то, каким образом внешние силы на макроэкономическом уровне могут влиять на качество корпоративного управления компании.

Высокая оценка национального фона не означает, что отдельные компании также получают высокие рейтинги. С другой стороны, поскольку процесс анализа сфокусирован на деятельности самой компании, а не на соответствии требованиям законодательных, нормативных актов и т.д., и обеспечивает сравнение стандартов корпоративного управления компании с кодексами и правилами лучшей практики корпоративного управления, страновая оценка не является ограничивающим фактором. Неблагоприятная оценка национального фона не будет обязательно означать, что компания получит низкий рейтинг. Значение оценки национального фона заключается в том, что она показывает степень защищенности, на которую могут рассчитывать инвесторы и прочие финансово заинтересованные лица в случае ухудшения изначально высоких стандартов корпоративного управления той или иной компании.

Хотелось бы остановиться на основных моментах, учитываемых при анализе национального фона<sup>22</sup>. В основном он сосредоточен на следующих четырех областях:

- Правовая инфраструктура
- Регулирование
- Информационная инфраструктура
- Инфраструктура рынка

#### ***Правовая инфраструктура***

Эффективная правовая база является необходимым условием здоровой практики корпоративного управления. Юридические права заинтересованных лиц должны быть четко определены. Система правосудия должна обеспечивать последовательное и эффективное применение правовых норм в случае нарушения прав заинтересованного

---

<sup>22</sup> Карбовский В.Ф., Токун Л.В. Проблемы привлечения инвестиций на российском рынке ценных бумаг // Финансы и кредит. - 2001. - №12. - С. 18.



лица. В более широком контексте огромное значение имеет также общее состояние системы законодательства и правопорядка.

Из различных отраслей законодательства наибольшее значение имеет, пожалуй, корпоративное право. Корпоративное право регулирует фундаментальные вопросы, включая правила создания компаний, права, предоставляемые акционерам и другим заинтересованным лицам, порядок регистрации акций, а также обязанности членов совета директоров и органов управления. В случае существования держателей контрольного и миноритарных пакетов акций, важно понимать, как определяются и как защищены права держателей мелких пакетов. Законодательство о ценных бумагах имеет не меньшее значение, чем корпоративное право, при оценке правовой инфраструктуры той или иной страны в контексте корпоративного управления.

Другими важными отраслями законодательства являются законодательство о банкротстве и о залоге. Несмотря на то, что сами по себе эти отрасли не имеют столь явной связи с практикой корпоративного управления, как корпоративное право, они, тем не менее, образуют важную часть коммерческой правовой инфраструктуры. Очень важно, особенно в области законодательства о банкротстве, чтобы у кредиторов и акционеров имелась возможность достичь соглашения относительно ликвидации или реструктуризации неплатежеспособной компании.

Эффективность системы правоприменения оказывает влияние на то, насколько юридические права финансово заинтересованных лиц значимы с практической точки зрения. Анализ этого фактора направлен на оценку справедливости и последовательности применения законов и нормативных актов. И в этом случае особое внимание уделяется эффективности применения правовых норм в интересах держателей миноритарных пакетов акций и кредиторов.

### ***Нормативная база***

Правовая база и регулирование тесно взаимосвязаны, поскольку на регулирующие органы часто возлагаются обязанности по регулированию рынка в целях обеспечения соблюдения требований существующего законодательства. В задачи

регулирующих органов также входит обеспечение упорядоченности и эффективности рыночной среды; они, кроме того, могут играть ключевую роль в установлении и применении стандартов объема публикуемой информации. Для каждой страны характерен собственный режим регулирования, и существующую в каждой стране систему необходимо понять и оценить. Регулирующие органы, занимающиеся деятельностью отдельных отраслей или рынков, могут существовать в виде отдельных министерств, центрального банка, либо иметь более автономную структуру. С точки зрения инвесторов органы, регулирующие рынок ценных бумаг, играют важную роль в обеспечении эффективности корпоративного управления. Другие влиятельные регулирующие органы могут заниматься конкретными интересами финансовых учреждений, вопросами страхования, пенсионного обеспечения и общих условий конкуренции. Во многих странах существуют саморегулируемые организации (СРО), которые дополняют нормативную деятельность, осуществляемую официальными правительственными органами.

### ***Информационная инфраструктура***

Принципы бухгалтерского учета в разных странах различны, причем такие различия часто отражают разную практику бизнеса, представления отчетности (менеджерской и налоговой), а также состава и объема публикуемой информации.

Чтобы обеспечить эффективность корпоративного управления, официальное регулирование раскрытия информации должно гарантировать подготовку компаниями точной, полной и своевременной информации. Уровень практической полезности публикуемой информации должен быть достаточным для того, чтобы дать существующим и потенциальным финансово заинтересованным лицам возможность отслеживать процесс управления фирмой, а также качество ее производственной и финансовой деятельности. В условиях, отличающихся низкими информационными стандартами, должный контроль за деятельностью компаний затруднен или невозможен, что открывает возможности для недобросовестного корпоративного управления.

### *Инфраструктура рынка*

На практику корпоративного управления оказывают влияние также другие аспекты функционирования рынка, характерные для той или иной страны. Нет никакого основания определять такие факторы как позитивные или негативные по своей природе; их просто необходимо понимать, чтобы видеть полную картину условий, в которых осуществляется корпоративное управление. Например в странах экономики переходного периода важно понимать, как осуществляется процесс приватизации. В некоторых странах в ходе приватизации возникли крупные фонды, сосредоточенные в руках крупных частных владельцев; в других странах результатом приватизации стала концентрация собственности в банках и промышленных предприятиях, а также взаимное пересечение их имущественных прав.

В этой связи большое значение имеет функционирование открытых рынков капитала, поскольку это отражает процент открытого обращения акций компаний, а также ликвидность и возможность передачи акций и прав акционеров. Различные подходы к организации работы открытых и закрытых рынков капитала могут иметь важное значение для понимания роли банков в корпоративном секторе, а также того, каким образом интересы лиц, контролирующих банки или владеющих ими, могут влиять на прозрачность деятельности компаний и раскрытие информации. Это особенно верно в тех случаях, когда в функционировании рынка важную роль играют финансово-промышленные группы. Наличие советов директоров с одно- или двухуровневой структурой необходимо оценивать в контексте местных норм. Хотя и та, и другая структура может быть приемлемой для организации здорового процесса управления, необходимо понимать такую структуру, чтобы иметь возможность должным образом оценить, как именно советы директоров обеспечивают соблюдение интересов финансово заинтересованных лиц.

## ***2.2. Рейтинги корпоративного управления***

Остановимся более подробно на представленных сегодня на российском рынке методиках оценки качества корпоративного управления<sup>23</sup>. Наиболее наглядными являются продукты компании Standard & Poor's, Института корпоративного права и управления и компании Brunswick Warburg.

### ***Рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's***

Рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's<sup>24</sup> анализирует и дает количественную оценку состояния корпоративного управления по следующим основным параметрам.

**Структура собственности.** В рамках этого параметра оценивается прозрачность компании с точки зрения получения информации о структуре ее собственности с целью выявления того, насколько велика роль крупных собственников, какую роль они играют в процессе управления компанией и какими способами реализуют свои интересы. Как показывает практика, очень часто крупные собственники полностью подчиняют себе всю работу компании через систему аффилированных с ними структур (выступающих в качестве трейдеров, поставщиков товаров и услуг, основных покупателей продукции и пр.) и, используя трансфертные цены, выкачивают всю прибыль компании, совершенно игнорируя интересы мелких акционеров. Хотя действующее законодательство и предусматривает обязанность раскрытия информации о владельцах крупных пакетов акций, реальные владельцы компании используют большой арсенал уловок для того, чтобы скрыть картину реального распределения прав собственности. Оценка по данному параметру как раз и направлена на выявление рисков, связанных с этими обстоятельствами.

---

<sup>23</sup> <http://www.rid.ru>

<sup>24</sup> <http://www.standardandpoors.com>

При оценке прозрачности структуры собственности агентство исходит из того, что общественности должна в достаточном объеме предоставляться информация относительно структуры собственности компании, включая, в тех случаях, когда это имеет значение, информацию о подлинных владельцах пакетов акций, принадлежащих выполняющим функции номинальных держателей юридическим лицам. Фактическая структура собственности компании должна быть прозрачной и не должна усложняться перекрестными долями владения, и собственностью руководства на пакеты акций предприятий, наличием номинальных держателей и т.д.

Оценка концентрации и практической значимости прав собственности также включает в себя ряд критериев. В случае существования держателей крупных пакетов акций они не должны оказывать влияние, наносящее ущерб интересам других заинтересованных лиц. Миноритарные акционеры должны быть защищены от снижения стоимости или разводнения принадлежащих им имущественных прав (например, в результате увеличения капитала, выгоды от которого оказываются недоступными некоторым акционерам, либо в результате трансфертного образования в сделках с аффилированными компаниями). Концентрация экономических интересов и влияние акционеров, контролирующих материнскую (холдинговую) компанию, на действия независимого совета директоров или руководства не должны осуществляться через крупные пакеты акций, принадлежащие важнейшим производственным дочерним обществам, равно как и через фактический контроль над важнейшими потребителями и поставщиками. Интересы акционеров не должны ущемляться руководством и акционерами-сотрудниками компании, неподотчетными остальным акционерам.

**Отношения между финансово заинтересованными лицами.** В рамках данного параметра оценивается механизм подготовки и проведения собрания акционеров, а также механизм фиксации и передачи прав собственности. В частности, оценивается доступность для акционеров информации о готовящемся собрании, его повестке, порядке созыва, доступа на собрание и голосования по обсуждающимся на нем вопросам. Оценка реальных возможностей акционера по обеспечению его прав

собственности осуществляется по таким аспектам, как процедура фиксации имущественных прав в реестре и его передачи, получения информации из реестра, статус реестродержателя.

Агентство Standard & Poor's предполагает, что компания претендующая на высокую оценку качества корпоративного управления, должна обеспечивать равенство возможностей доступа на общие собрания всех акционеров и обеспечивать своевременное предоставление всем акционерам достаточных объемов информации.

Акционеры, имеющие не менее 10% прав голоса, должны иметь возможность созывать чрезвычайное общее собрание; акционеры должны иметь возможность задавать вопросы совету директоров в ходе собрания, а также вносить вопросы в повестку дня до собрания. Собрание акционеров должно иметь возможность контролировать принятие решений посредством процессов, обеспечивающих участие всех акционеров.

Должны иметься в наличии надежные методы регистрации права собственности на акции; акции должны передаваться без каких бы то ни было ограничений. Структура акционерного капитала компании должна быть четкой; права контроля, присваиваемые акциям одной категории, должны быть едиными и доступными для понимания. Собрание акционеров должно быть в состоянии реализовать свои права принятия решений в ключевых областях, миноритарные акционеры должны быть защищены от разводнения и иного снижения стоимости активов (например, в результате заключения сделок со взаимосвязанными сторонами на условиях, отличных от рыночных). Все акционеры должны иметь равные финансовые права, включая право получения справедливой доли прибыли.

**Финансовая прозрачность и раскрытие информации.** В рамках данного параметра осуществляется оценка качества и содержания публично раскрываемой информации (как подлежащей обязательному раскрытию в соответствии с требованиями действующего законодательства, так и добровольно раскрываемой дополнительной информации), возможности для акционера получить эту информацию,

а также статус аудитора (степень его реальной независимости от менеджмента компании).

В компании, отличающейся хорошим управлением, стандарты своевременного раскрытия информации и прозрачности весьма высоки. Это дает акционерам, кредиторам и директорам возможность осуществлять эффективный контроль за деятельностью руководства, а также за результатами производственной и финансовой деятельности компании. Высокий уровень прозрачности означает, что предоставляемая финансовая отчетность способствует созданию четкого представления об истинном финансовом положении компании. В частности, это подразумевает раскрытие информации относительно условных обязательств компании и сделок, заключенных с взаимосвязанными компаниями на условиях, отличающихся от условий сделок между независимыми друг от друга сторонами.

Инвесторы и акционеры должны без задержек и осложнений получать доступ ко всей раскрываемой информации. Раскрытие является функцией внутренней прозрачности и эффективной политики в отношении внутреннего контроля. Компания должна иметь сайт в Интернете и публиковать на нем отчетность, краткие отчеты и иную важную для инвесторов информацию.

Аудиторы должны быть независимы от совета директоров и руководства, а также от эффективности и задач деятельности компании. Они, кроме того, должны иметь хорошую репутацию.

Оценка деятельности совета директоров определяет роль совета директоров компании и его способность обеспечивать независимый контроль за качеством работы органов управления, а также обеспечивать подотчетность руководства акционерам и другим соответствующим заинтересованным лицам.

Критерии оценки состава и практики работы совета директоров включают в себя следующее.

Структура совета директоров должна обеспечивать справедливое и объективное представление интересов всех акционеров. Совет директоров должен нести общую ответственность за показатели работы компании.

Значительная доля сторонних директоров должна обладать истинной независимостью и действовать соответственно. Независимые или сторонние директора должны обеспечивать представление стратегических интересов всех акционеров включая соблюдение прав других финансово заинтересованных лиц. Избрание директоров должно происходить по четкой системе, в которой сами они участвовать не должны.

Директора и члены руководства должны получать справедливое вознаграждение и иметь стимулы для обеспечения успешной деятельности компании. Должна существовать четко сформулированная политика и планы в отношении оценки результатов работы и обеспечения преемственности директоров, являющихся сотрудниками компании.

Вышеописанная система оценки и выставления рейтинга была подготовлена агентством Standard & Poor's в сотрудничестве с Московской межбанковской валютной биржей<sup>25</sup> и московским региональным отделением ФКЦБ России. Объектом пилотной оценки на основе этой методики стали пять российских компаний — Вымпелком, Ростелеком, Сибнефть, Мостотрест и “Дербеневка”. Поскольку эти компании добровольно согласились стать объектами пилотной оценки, то ее результаты не были оглашены. Это дает основания предположить, что, по мнению этих компаний, выставленные рейтинги вряд ли бы вдохновили инвесторов. Как явствует из комментариев авторов методики, проведенное обследование выявило серьезные проблемы в области корпоративного управления в российских компаниях, прежде всего по таким направлениям, как раскрытие информации о структуре собственности компаний, качество публично раскрываемой информации, раскрытие информации о вознаграждении членов совета директоров, наличие эффективно работающих комитетов советов директоров, наличие независимых членов советов директоров,

---

<sup>25</sup> <http://www.micex.ru>



прозрачность и адекватность процедур, связанных со сделками с заинтересованностью. Услуга по присвоению рейтинга предлагается агентством как коммерческий продукт. Компания, желающая получить такой рейтинг, должна заключить соглашение с агентством и предоставить ему возможности для проведения соответствующего обследования. Помимо информации, полученной непосредственно от компании, агентство использует также открытые источники и мнения аналитиков и инвесторов. Стоимость этой услуги достаточно высока, поэтому, в первую очередь, она предназначена крупным российским компаниям, которые предполагают в ближайшее время предложить свои акции зарубежным инвесторам. Рейтинг, однажды присвоенный компании агентством, находится под его постоянным наблюдением. Разовый рейтинг едва ли будет иметь большой смысл по прошествии определенного времени. Отказ от рейтингования после одного или двух обследований, скорее всего, будет воспринят инвесторами как сигнал неблагоприятного состояния дел с корпоративным управлением в компании. Так что согласие на присвоение рейтинга является серьезным решением, которое практически невозможно “отыграть назад” без серьезных потерь для имиджа компании в глазах инвесторов.

### ***Рейтинг Института корпоративного права и управления***

Одновременно с рейтингом корпоративного управления, предложенным Standard & Poor's, с аналогичным продуктом выступил Институт корпоративного права и управления<sup>26</sup>. Рейтинг представляет собой оценку состояния корпоративного управления в компании<sup>27</sup>, определяемую на основе *следующих параметров*:

1. Политика компании в области раскрытия информации.
2. Структура акционерного капитала.
3. Деятельность совета директоров и менеджмента компании.
4. Риски корпоративного управления в компании (размывание капитала, трансфертное ценообразование, вывод активов, реорганизация и т.п.).

---

<sup>26</sup> <http://www.rid.ru>

5. Права акционеров.
6. История корпоративного управления компании.

В основе используемой институтом методики положены следующие *методологические принципы*:

1. Рейтинг является инструментом, информирующим инвесторов о состоянии корпоративного управления компании. Поэтому рейтинг должен рассчитываться вне зависимости от желания или прямого заказа руководства оцениваемой компании - эмитента.
2. Российская практика корпоративного управления характеризуется рядом наиболее вероятных рисков инвесторов. Поэтому при расчете рейтинга особое внимание уделяется оценке “рисков”, включая оценку уставных документов компании.
3. Информационная закрытость компании увеличивает любые риски акционеров. Поэтому оценка корпоративного управления осуществляется, прежде всего, на основании информации, открываемой компанией, как в обязательном порядке, так и добровольно раскрываемой дополнительно, в том числе по запросу Института как акционера.
4. Расчет рейтинга должен осуществляться таким образом, чтобы минимизировать субъективность. Поэтому вопросы методики формировались так, чтобы в большинстве случаев эксперт выражал не собственное мнение в отношении рассматриваемого им вопроса, а констатировал наличие или отсутствие определенного факта.

Вопросы методики сгруппированы по блокам, определяемым источником информации. При расчете рейтинга корпоративного управления используются *3 группы исходных данных*:

- информация, в обязательном порядке раскрываемая, а также иная дополнительно публично раскрытая компанией (56% баллов);

---

<sup>27</sup> См. Приложение 1.

- ответы Компании на письменные запросы и телефонные звонки от имени Института как акционера в компанию (16 % баллов);
- результаты опросов аналитиков фондового рынка (18% баллов). Мнение аналитиков, длительное время профессионально занимающихся исследованием деятельности компании, позволяет получить информацию об “истории” компании, не нашедшей отражение в ее публично раскрытых документах.

**Оценка политики компании в области раскрытия информации** осуществляется на основе анализа ее готовности предоставлять акционерам корпоративные документы, отвечать на запросы акционеров как письменные, так и устные по телефону. Рассматриваются вопросы, связанные с выполнением компанией требований законодательства по раскрытию информации на рынке ценных бумаг, а также с предоставлением дополнительной информации в добровольном порядке. Желание компании предоставлять информацию Институту как миноритарному акционеру (Институт в этих целях приобрел по одной акции каждой из оцениваемых компаний) помогает оценить, придерживается ли компания принципа равного отношения ко всем акционерам.

**Оценка структуры акционерного капитала** осуществляется исходя из следующих посылок. Одним из основополагающих прав инвесторов является право на получение информации о структуре собственности в отношении предприятия и о соотношении их прав с правами других собственников. Практика корпоративного управления в российских компаниях свидетельствует о нежелании крупных акционеров и других лиц, которые контролируют или могут контролировать компанию, раскрывать о себе такую информацию.

**Оценка советов директоров и менеджмента компаний** осуществляется на основе анализа устава и регламентов компании, регулирующих деятельность органов управления. Ряд вопросов методики касается независимых директоров. Оценивается роль совета директоров в управлении компании, а также рассматриваются иные

вопросы, связанные с распределением полномочий между советом директором и исполнительным органом управления компании.

**Риски.** В особую группу сформированы вопросы, касающиеся оценки рисков корпоративного управления компании. В данном разделе оцениваются риски, связанные с размыванием, трансфертным ценообразованием, выводом активов, реорганизацией, возможностью изменения корпоративной структуры компании (незавершенность консолидации холдингов), отсутствием представителей миноритарных акционеров в составе совета директоров.

**Права акционеров.** Оцениваются вопросы, связанные с реализацией акционерами их основного права - права голоса (участия в общих собраниях акционеров), а также вопросы, касающиеся дивидендов.

**История корпоративного управления и окружение компании.** Рассматриваются вопросы, касающиеся аудитора, роли ревизионной комиссии, случаи применения в отношении эмитента санкций со стороны ФКЦБ России (наложение штрафов, отказы в государственной регистрации выпуска и т.п.). Оценивается практика подготовки финансовой отчетности по международным стандартам.

Рейтинги, выставляемые компаниям, пересматриваются ежеквартально. В соответствии с оценками, выставляемыми по каждому из вышеуказанных компонентов, наиболее серьезные проблемы связаны с такими аспектами, как раскрытие информации о структуре акционерного капитала, деятельность совета директоров и менеджмента, риски.

В отличие от Standard & Poor's, Институт корпоративного права и управления осуществляет оценку и выставляет рейтинги без согласования с компанией, являющейся объектом оценки. По всей видимости, выбор осуществляется на основании интереса тех или иных инвесторов, которые являются постоянными партнерами института, или же на основании обращении других реальных или потенциальных инвесторов. То обстоятельство, что оценка проводится независимо от компании-объекта оценки, выглядит привлекательно. Однако при этом не следует забывать, что,

как показывает практика, некоторые портфельные инвесторы склонны использовать крупные корпоративные события в компаниях для того, чтобы вынудить компании провести их на условиях гораздо лучших для этого конкретного акционера по сравнению с другим мелкими акционерами и, фактически, частично за их счет. Поэтому тесная связь с какой-то конкретной группой инвесторов может вызвать сомнения в объективности оценки. Российская действительность также показывает, что высокая степень вовлеченности в политическую активность часто негативно влияет на восприятие оценок, сделанных соответствующими организациями, и дает основания стороне, не согласной с ней, отвергать эти оценки как предвзятые. Правда, необходимо отметить, что в Экспертный совет Института входит ряд видных зарубежных специалистов.

### *Рейтинг компании Brunswick Warburg*

Компания Brunswick Warburg разработала свою собственную шкалу оценки рисков компаний<sup>28</sup> по уровню корпоративного управления в них. Чем больше баллов по данной методике набирает компания, тем более высокая степень риска с ней связывается.

Существующие и потенциальные факторы риска, связанного с корпоративным управлением, разбиваются на семь категорий и двадцать подкатегорий, для каждой из которых четко определены коэффициенты и указаны принципы их распределения<sup>29</sup>.

**Непрозрачность.** Факторы, связанные с информационной непрозрачностью компаний, разбиты на четыре подкатегории: ведение финансовой отчетности по западным стандартам, наличие программы выпуска АДР, своевременное уведомление о проведении собраний акционеров и общая репутация и открытость компании.

При оценке ведения бухгалтерского учета согласно принципам US GAAP/IAS число штрафных баллов варьируется от максимального для компаний, не желающих (как правило, по вполне понятным причинам) вести финансовую отчетность по

---

<sup>28</sup> <http://www.bubsw.com>

международным стандартам, до нуля для организаций, которые уже на протяжении ряда лет ведут бухгалтерский учет в соответствии с вышеупомянутыми стандартами.

Репутация и открытость - достаточно субъективная оценка, принимающая во внимание наличие в компании и эффективность деятельности отдела по работе с акционерами, открытость руководства и наличие информации о компании, необходимой для построения точных моделей ее развития.

Штрафные баллы начисляются в случае отсутствия намерений по выпуску АДР, и не начисляются в случае наличия действующей программы АДР второго или третьего уровня.

Компании, не предоставляющие своим акционерам повестки дня общих собраний акционеров, получают два балла (из двух возможных); компании, нерегулярно и несвоевременно уведомляющие о собраниях, зарабатывают полтора балла.

**Размывание акционерного капитала.** Угроза размывания акционерного капитала считается одним из наиболее серьезных факторов риска для акционеров. Наличие большого количества объявленных акций, которые могут быть выпущены по решению совета директоров, часто свидетельствует о высокой вероятности предстоящей эмиссии, ведущей к размыванию акционерного капитала. Чтобы отличить обоснованный дополнительный выпуск акций от недобросовестного, необходимо определить, имеет ли размещение акций четко поставленные цели, содержит ли устав компании меры защиты от размывания акционерного капитала и могут ли миноритарные инвесторы заблокировать решения о новых эмиссиях.

*Объявленные, но не выпущенные акции.* Количество штрафных баллов зависит от отношения количества объявленных акций к числу выпущенных в обращение и от степени уверенности инвесторов в том, что декларируемая цель планируемой эмиссии соответствует истинной и отвечает интересам акционеров.

*Портфельные инвесторы владеют блокирующим 25%-ым пакетом акций.* Компания получает дополнительные штрафные баллы, если сторонние акционеры

---

<sup>29</sup> См. Приложения 2-4.

неспособны заблокировать решение об эмиссии акций, влекущей за собой неблагоприятные последствия.

*Меры по защите, включенные в устав.* Отсутствие в уставе положений, регламентирующих преимущественные права покупки акций или содержащих иные меры защиты от размывания акционерного капитала, прибавляет компании штрафные баллы.

**Вывод активов, трансфертное ценообразование.** Нередко бывает трудно доказать факты манипуляций с активами и применения вызывающих сомнения методов установления цен, однако иногда их можно выявить путем тщательного анализа финансовой отчетности и способов заключения сделок. Практика показывает, что эти приемы, являясь иногда незаметными для инвесторов, приводят к наиболее серьезному снижению стоимости компании.

*Акционеры, владеющие контрольным пакетом акций.* Компания получает пять (из пяти) штрафных баллов компаниям, в которых акционеры, владеющие контрольным пакетом акций, проявили себя с отрицательной стороны в плане корпоративного управления. Если владельцем контрольного пакета акций компании является российское государство (т.е. компания может действовать в интересах государства, а не своих акционеров), то она получает три балла.

*Трансфертное ценообразование.* Неясная ситуация с заключением сделки или широкомасштабное использование оффшорных и аффилированных трейдинговых компаний повышает риск, связанный с установлением цен на передаваемые активы.

**Слияние, реструктуризация.** Если компания находится на пороге слияния или реструктуризации, возникает риск того, что ее активы могут быть утрачены или условия слияния окажутся несправедливыми; это повышает неуверенность в краткосрочной перспективе.

*Слияние.* Компании, которые не планируют слияния, получают ноль баллов; компании, объявившие об условиях слияния, зарабатывают два балла (из пяти

возможных); а те компании, слияние которых скорее всего будет иметь отрицательный эффект для инвесторов, получают пять штрафных баллов.

*Реструктуризация* оценивается на основе доступности и целесообразности запланированной программы реструктуризации и анализа фактических действий, которые руководство компании предприняло для реализации программы.

**Банкротство.** Ни один из существующих западных методов оценки риска банкротства в России не может обеспечить хороших результатов. Дело в том, что у многих российских компаний имеется или просроченная кредиторская задолженность, или допущенный ими дефолт по долговым обязательствам, но это не означает автоматического вступления в процедуру банкротства. С другой стороны, если какая-либо политически влиятельная структура проявит большой интерес к активам компании, она сможет успешно инициировать банкротство даже относительно стабильного предприятия. Brunswick Warburg попыталась применить гибкий подход к оценке риска банкротства, который носит достаточно произвольный характер и скорее отражает ее понимание сложившейся ситуации.

*Просроченная кредиторская задолженность или проблемы с задолженностью по налогам.* Данный фактор риска учитывает такие события, как попытки инициировать банкротство, активная скупка на рынке долгов компании, а также крупная задолженность по налогам или просроченная кредиторская задолженность.

*Задолженность.* Штрафные баллы начисляются в зависимости от способности компании обслуживать в будущем свою финансовую задолженность. Максимальное количество штрафных баллов, получают компании, допустившие дефолт по своим долговым обязательствам.

*Финансовое руководство.* Качество руководства финансовой деятельностью компании серьезно отражается на ее способности выходить из сложных долговых ситуаций и ликвидировать угрозу банкротства.

**Ограничения на приобретение и владение акциями компании и голосование.** Некоторые компании имеют ограничения, касающиеся приобретения и



владения акциями или прав голосования на общих собраниях, для миноритарных и иностранных акционеров. В рамках описываемой рейтинговой системы начисляются штрафные баллы таким компаниям, поскольку невозможность акционеров влиять на принятие решений повышает вероятность нарушения прав миноритарных инвесторов.

**Отношение руководства к сторонним акционерам.** Это обобщенная оценка готовности руководства делиться прибылью со сторонними акционерами и относиться к ним справедливо, а также возможности инвесторов доводить волнующие их вопросы до сведения совета директоров.

*Состав совета директоров.* Представительство миноритарных акционеров или известных независимых экспертов в совете директоров обычно помогает вселить чувство уверенности в том, что миноритарные акционеры будут, по крайней мере, проинформированы о деятельности совета, и что их проблемы будут услышаны.

*Устав корпоративного управления.* Если компания выступает с инициативой о введении в действие устава корпоративного управления, в котором четко излагается ее политика в отношении сторонних акционеров, то это обычно позитивно воспринимается рынком; подобная компания получает ноль баллов.

*Стратегическое партнерство с иностранными инвесторами.* Наличие стратегического иностранного партнера, работающего в тесном сотрудничестве с руководством, повышает шансы того, что компания будет придерживаться более цивилизованной политики.

*Дивидендная политика.* Данный показатель оценивает не только сам факт наличия четко определенной дивидендной политики (до сих пор, о такой политике заявила только компания ЛУКОЙЛ), но также и адекватность размера дивидендов и своевременность их выплаты.

**Качество и надежность реестродержателя.** Данный фактор имел большее значение в прошлом, а в настоящее время он становится менее показательным. Тем не менее, мы полагаем, что компаниям следует начислять штрафной балл за

использование услуг “карманных” фирм-реестродержателей вместо более крупных профессиональных компаний.

### 2.3. Сравнительная характеристика результатов рейтингов

Анализ приведенных методик показывает, что в целом все они схожи между собой, поскольку, как уже упоминалось в начале данной главы, в основе их составления лежат одни и те же общепринятые принципы. В связи с этим представляет интерес результат, полученный при помощи этих методик<sup>30</sup>. Сравнительные данные приведены в таблице.

<i>Компания</i>	<i>ИКПУ (01.07.01)</i>	<i>ИКПУ (01.10.01)</i>	<i>BW (апрель 2001)</i>	<i>BW (13.03.02)</i>
<b>Вымпелком</b>	1	1	1	1
<b>МТС</b>	-	2	3	3
<b>РАО ЕЭС</b>	5	4	16	17
<b>Ленэнерго</b>	3	5	2	4
<b>Мосэнерго</b>	7	6	5	10
<b>ПТС</b>	4	8	9	13
<b>Ростелеком</b>	9	10	12	11
<b>Сибнефть</b>	8	11	11	14
<b>Газпром</b>	11	13-14	17	19
<b>Северсталь</b>	13-15	15	-	9
<b>Иркутскэнерго</b>	16	16	14	18
<b>Сургутнефтегаз</b>	17	23-24	15	15
<b>Лукойл</b>	21-22	26	8	6
<b>Татнефть</b>	18	28	9	7
<b>Аэрофлот</b>	23		12	16

Результаты сравнения неоднозначны. По одним компаниям рейтинги совпадают, по другим – нет. Различна также и динамика рейтингов компаний.

<sup>30</sup> См. Приложения 1-3.

### Совпадения в рейтинге

<i>Компания</i>	<i>ИКПУ</i>	<i>BW</i>
<b>Вымпелком</b>	1 (1)	1 (1)
<b>МТС</b>	2	3 (3)
<b>Ленэнерго</b>	5 (3)	4 (2)
<b>Ростелеком</b>	10 (9)	11 (12)
<b>Иркутскэнерго</b>	16 (16)	18 (14)

### Значительные несовпадения в рейтинге

<i>Компания</i>	<i>ИКПУ</i>	<i>BW</i>
<b>РАО ЕЭС</b>	4 (5)	17 (16)
<b>Северсталь</b>	15 (13-15)	9
<b>Лукойл</b>	23-24 (21-22)	6 (8)
<b>Татнефть</b>	26 (18)	7 (9)
<b>Аэрофлот</b>	28 (23)	16 (12)

### Совпадения в динамике рейтинга

<i>Компания</i>	<i>ИКПУ</i>	<i>BW</i>
<b>Вымпелком</b>	const	const
<b>Ленэнерго</b>	-2	-2
<b>ПТС</b>	-4	-4
<b>Сибнефть</b>	-3	-3
<b>Газпром</b>	-2	-2
<b>Аэрофлот</b>	-5	-4

### Несовпадения в динамике рейтинга

<i>Компания</i>	<i>ИКПУ</i>	<i>BW</i>
<b>РАО ЕЭС</b>	+1	-1
<b>Мосэнерго</b>	+1	-5
<b>Ростелеком</b>	-1	+1
<b>Иркутскэнерго</b>	const	-4
<b>Сургутнефтегаз</b>	-6	const
<b>Лукойл</b>	-2	+2
<b>Татнефть</b>	-8	+2

Различия оценок можно объяснить несколькими причинами. Во-первых, это связано с использованием рейтинговыми агентствами информации из разных источников. Во-вторых, заказчики рейтинга в каждом случае преследуют разные цели. В связи с этим возникает вопрос о необходимости существования на рынке различных методик. Вероятно, наличие нескольких обособленных методик не оправдано, было бы целесообразней создать единую методику оценки качества корпоративного управления. Подобная оценка нужна в первую очередь компаниям, чьи акции торгуются на бирже, что и подтверждают существующие на сегодняшний день рейтинги.

#### Выводы:

1. На сегодняшний день на российском рынке представлены различные услуги по оценке качества корпоративного управления. Они представляют собой рейтинги, присваиваемые компаниям-эмитентам, акции которых торгуются на фондовой бирже.
2. Методики, используемые агентствами при присвоении рейтингов качества корпоративного управления, во многом похожи, так как

базируются на одних и тех же принципах. Однако результаты, получаемые при их использовании, зачастую различаются и не отражают истинной картины состояния корпоративного управления компаний.

3. В рамках вышесказанного возникает вопрос о необходимости создания унифицированной методики оценки качества корпоративного управления, которая бы осуществлялась при организации допуска ценных бумаг эмитентов к торгам на бирже и включении их в котировальные листы.

## ГЛАВА 3. РОЛЬ ФОНДОВЫХ БИРЖ В СИСТЕМЕ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ КАК ЭЛЕМЕНТА КАЧЕСТВЕННОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

### *3.1. Раскрытие информации на фондовом рынке*

Первостепенным вопросом с точки зрения корпоративного управления для фондовых бирж является раскрытие информации. Без эффективного функционирования системы раскрытия информации невозможно качественное функционирование фондового рынка и реализация основных принципов корпоративного управления.

Непрозрачность компаний означает дополнительные расходы для предпринимателей. Отсутствие отлаженных процедур раскрытия информации часто не компенсируется даже снижением налогов. Компания PricewaterhouseCoopers<sup>31</sup> на основании оценки уровня коррупции, развития судебной системы, денежной политики государства, стандартов финансовой отчетности и факторов корпоративного управления составила шкалу влияния непрозрачности на стоимость капитала.

<i>Страна</i>	<i>Фактор непрозрачности</i>	<i>Налог на непрозрачность</i>	<i>Рисковая премия за отсутствие прозрачности</i>
Сингапур	29	0	0
Чили	36	5	3
США	36	5	0
Великобритания	38	7	63
Гонконг	45	12	233
Италия	48	15	312
Мексика	48	15	308

<sup>31</sup> <http://www.pwcglobal.com>

Венгрия	50	17	370
Израиль	53	19	438
Уругвай	53	19	452
Греция	57	22	557
Египет	58	23	572
Литва	58	23	584
Перу	58	23	563
Колумбия	60	25	632
Япония	60	25	629
Южная Африка	60	24	612
Аргентина	61	25	639
Бразилия	61	25	645
Тайвань	61	25	640
Пакистан	62	26	674
Венесуэла	63	27	712
Индия	64	28	719
Польша	64	28	724
Гватемала	65	28	749
Тайланд	67	30	801
Эквадор	68	31	826
Кения	69	32	848
Республика Чехия	71	33	899
Румыния	71	34	915
Южная Корея	73	35	967
Турция	74	36	982
Индонезия	75	37	1010
Россия	84	43	1225
Китай	87	46	1316



Непрозрачность – это отсутствие ясных, четких, облеченных в формальные процедуры, легко понятных и общепринятых методов ведения деятельности на мировых рынках капитала и в национальной экономике.

### *Модель раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках*

Концепция построения информационно прозрачного рынка ценных бумаг впервые возникла на американском фондовом рынке, характеризующемся мелкокорпоративным акционерным капиталом и преобладанием частных инвестиций в долевые ценные бумаги (акции публичных компаний). Такая ситуация подтолкнула регулирующий государственный орган (Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам США) к построению эффективной системы раскрытия информации на рынке акций и облигаций, обеспечивающей информационную эффективность инвестиций, равнодоступность инвесторов к публичной информации, отсутствие информационной асимметрии.

Впоследствии концепция раскрытия информации, возникшая в США, была заимствована другими зарубежными фондовыми рынками, что в конечном итоге привело к унификации требований к раскрытию информации на развитых фондовых рынках. Система раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках, действующая в отношении компаний, осуществляющих процедуру публичного размещения своих ценных бумаг, заключается в следующем: компания, публично распространяющая свои ценные бумаги, должна зарегистрировать свои акции и обеспечить непрерывное раскрытие инвесторам информации о деятельности компании в форме квартальной и годовой отчетности, заявлений, обеспечивающих данными для голосования по доверенности, сообщениями о материально-значимых событиях в компании<sup>32</sup>.

Важнейшим структурным элементом системы раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках являются публичные электронные базы данных, в

---

<sup>32</sup> <http://www.nasdaq.com>

которых через Интернет раскрывается вся отчетность, поступающая в регулирующий государственный орган от эмитентов.

На зарубежных фондовых рынках существует ряд направлений раскрытия информации, свойственных развитым рынкам ценных бумаг, и пока *не нашедших отражения в российском законодательстве*. Речь идет о *раскрытии информации для предупреждения инсайдерских сделок и о раскрытии информации о материальных фактах, относящихся к вопросам голосования по доверенности*. В отечественной практике недопустимость торговли с использованием инсайдерской информации по сути, лишь упомянута в законе «О рынке ценных бумаг»<sup>33</sup>. В этой связи отсутствует и система раскрытия информации, позволяющая контролировать использование инсайдерской информации.

Прежде чем перейти к анализу системы раскрытия информации, принятой в России, необходимо отметить, что модель построения российского фондового рынка, в том числе и законодательные акты, касающиеся раскрытия информации на рынке ценных бумаг, во многом были заимствованы из практики регулирования фондового рынка США. Однако сегодня очевидно, что *впрямую применить западные принципы и правила функционирования рынка ценных бумаг в России невозможно*.

### ***Система раскрытия информации в России***

На протяжении многих десятилетий на территории бывшего СССР единственным источником официальной информации о состоянии национальной экономики и ее субъектов являлся Государственный комитет по статистике. Официально публикуемые справочники и ежегодники содержали цифры, которые не всегда отражали реальную экономическую ситуацию. По мере перехода к новым методам хозяйствования, с появлением свободных рыночных отношений роль финансовой информации становилась все более возрастающей.

---

<sup>33</sup> Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 №39-ФЗ.

Сегодня официальным органом в России, в функции которого входит регулирование фондового рынка, контроль за деятельностью его субъектов, лицензирование и создание правил и условий раскрытия информации о деятельности компаний-эмитентов, является Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. Прообразом создания этого органа в России стала Комиссия по ценным бумагам и фондовым биржам США.

Основные принципы раскрытия информации о деятельности акционерных обществ в российском законодательстве были заложены законами “Об акционерных обществах”<sup>34</sup> и “О рынке ценных бумаг”. Принятый весной 1999 года закон “О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг”<sup>35</sup> еще более продвинул российский фондовый рынок в направлении создания информационной открытости и прозрачности.

#### **Структура раскрытия информации компаниями-эмитентами на фондовом рынке России и США**

<i>США</i>	<i>Россия</i>
Раскрытие информации при регистрации выпуска ценных бумаг	Раскрытие информации при регистрации выпуска ценных бумаг
Раскрытие информации о текущей финансово-хозяйственной деятельности компании-эмитента в форме годовой и квартальной отчетности	Раскрытие информации о текущей финансово-хозяйственной деятельности компании – эмитента в форме ежеквартальной отчетности
Раскрытие информации обо всех событиях и изменениях в корпорации, которые имеют	Раскрытие информации обо всех событиях и изменениях в компании, затрагивающих

<sup>34</sup> Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.95 №208-ФЗ.

<sup>35</sup> Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.99 №46-ФЗ.

<p>материальное значение для акционеров и которые до этого не были раскрыты эмитентом</p>	<p>ее финансово-хозяйственную деятельность (в форме представления информации о существенных фактах)</p>
<p>Раскрытие информации для предупреждения инсайдерских сделок, о долях аффилированных лиц в капитале эмитентов, об изменении указанных долей, о получении прибылей от операций с ценными бумагами эмитента.</p>	<p>Раскрытие информации о долях аффилированных лиц в капитале эмитентов.</p>
<p>Раскрытие информации обо всех материальных фактах, относящихся к вопросам, по которым акционеров просят передать голоса для голосования по доверенности на собраниях акционеров.</p>	
<p>Раскрытие информации инвесторами о приобретении ими собственности на более чем 5% акций эмитента.</p>	

Если сравнить структуру раскрытия информации на зарубежных фондовых рынках со структурой раскрытия информации на российском фондовом рынке, то можно сделать вывод, что в российской практике раскрытия информации *отсутствуют* такие важные составляющие системы информационной открытости, принятой на зарубежных фондовых рынках, как раскрытие информации для

предупреждения *инсайдерских сделок* и раскрытие информации обо всех материальных фактах, относящихся к вопросам, по которым акционеров *просят передать голоса для голосования по доверенности* на собраниях акционеров.

Структура и объем информации, которая должна содержаться в проспекте эмиссии, идентична структуре ежеквартального отчета (по аналогии с США), при этом объем представляемой информации во многом соответствует объему информации, представляемой американскими компаниями в Комиссию по ценным бумагам и фондовым биржам США.

Также по аналогии с американской системой раскрытия информации Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг в Интернете размещен сайт<sup>36</sup>, где публикуются ежеквартальные отчеты российских эмитентов, представляемые в комиссию в соответствии с требованиями действующего законодательства. Любой желающий в свободном доступе может получить необходимую информацию. Такой подход является существенным шагом в направлении создании условий равнодоступности информации. Кроме того, при содействии Федеральной комиссии создан и развивается сайт "*Инвестиционные возможности России*"<sup>37</sup>, основная цель которого - попытка довести до потенциальных инвесторов информацию об инвестиционных проектах, реализуемых российскими компаниями.

Несмотря на то, что в России практически создана инфраструктура системы раскрытия информации о компаниях, этого недостаточно для того, чтобы информация появилась в свободном доступе. Для этого необходимо понимание и желание руководителей компаний раскрывать эту информацию.

---

<sup>36</sup> <http://disclosure.fcsm.ru>

<sup>37</sup> <http://www.ivr.ru>

### ***3.2. Роль бирж в повышении прозрачности и качества корпоративного управления эмитентов***

Задание стандартов раскрытия информации, контроль за исполнением этих стандартов, создание механизмов, препятствующих инсайдерской торговле являются важнейшими направлениями общей задачи повышения качества корпоративного управления российских компаний-эмитентов. Именно этими задачами могут и должны заниматься российские фондовые площадки.

Биржи заинтересованы в решении этих задач, поскольку:

- одной из основных целей деятельности биржи, как организатора торгов на рынке ценных бумаг, является предоставление качественного биржевого товара. Высокое качество торгуемых активов возможно только при высоком уровне открытости компаний-эмитентов и при отсутствии инсайдерской торговли активами компаний.
- биржи обладают возможностью влиять на компании-эмитенты, потому что биржи имеют встроенные, присущие только им механизмы, направленные на задание и контроль стандартов корпоративного управления.

Биржи могут в определенной степени реализовать меры, направленные на защиту прав и законных интересов акционеров, связанные с увеличением прозрачности рынка ценных бумаг и предотвращением инсайдерской торговли, к числу которых можно отнести следующие:

1. Необходимо, чтобы все компании-эмитенты, котирующиеся на бирже, были обязаны принять следующие нормативные документы:
  - *Кодекс корпоративного управления;*
  - *Правила пользования внутренней информацией (Compliance Code);*

2. Все компании-эмитенты, котирующиеся на бирже, должны быть обязаны публиковать на год вперед свой календарь предполагаемых корпоративных событий (Корпоративный календарь).

3. Объем и сроки раскрываемой информации компаниями-эмитентами должны определяться тем, обращаются ли ценные бумаги компании на организованном рынке или нет. Очевидно, что прозрачность компаний, ценные бумаги которых обращаются на биржевом рынке, должна быть значительно выше.

4. Срок раскрытия информации компанией-эмитентом, ценные бумаги которой обращаются на организованном рынке должен быть менее одного часа.

5. Необходимо сделать биржу центром раскрытия информации на рынке ценных бумаг второго уровня, вместо существующей ситуации, когда единственным таким центром является ФКЦБ России. Перенаправление части информационных потоков с ФКЦБ на биржу позволит добиться оперативности раскрытия информации на рынке ценных бумаг, в чем так нуждаются инвесторы, и что позволит избежать нарушений прав акционеров. Биржа как центр раскрытия информации может взять на себя следующие функции:

- *Оперативное раскрытие информации, поступающей от компаний-эмитентов;*
- *Контроль за объемом, сроками и качеством раскрываемой информации;*
- *Постоянный мониторинг инсайдерской торговли и манипулирования ценами.*

Принятие подобных мер повысит информационную прозрачность эмитентов и, как следствие, их инвестиционную привлекательность.

Дополнительной же мерой к вышесказанному может явиться оценка качества корпоративного управления эмитента, осуществляемая биржей по разработанной ею методике. Такой проект был осуществлен Московской межбанковской валютной биржей совместно с агентством Standard & Poor's, однако процедура присвоения рейтинга корпоративного управления в рамках этого проекта не является обязательной для компаний, выводящих свои акции на биржу. Очевидно, что присвоение рейтинга

корпоративного управления, целесообразно, в первую очередь для эмитентов, чьи акции торгуются на бирже. Процедуру присвоения рейтинга компании могут проходить при включении в котировальные листы бирж. Такая процедура может стать обязательной частью экспертизы, проводимой при включении компании в листинг.

Ниже будет предложена примерная методика подобной экспертизы компании-эмитента на соответствие ее основным нормам и принципам корпоративного управления.

Для анализа торговая площадка может затребовать у эмитента необходимую информацию и документы, в том числе:

- Годовую и промежуточную отчетность компании за последние три года.
- Устав и внутренние нормативные документы компании.
- Отчетность, представляемую государственным надзорным органам.
- Протоколы очередных и внеочередных собраний акционеров за последние три года.
- Протоколы заседаний совета директоров за последние три года.
- Публикуемую информацию о новых эмиссиях акций (включая опционы) на уровне компании или ее дочерних обществ.
- Данные об основных акционерах (владеющих свыше 10% акций) и кредиторах.
- Сведения о пенях, штрафах и прочих санкциях, предъявленных в связи с публично зафиксированными нарушениями прав акционеров, включая иски, находящиеся в стадии рассмотрения.
- Публичную информацию по структуре и составу совета директоров.
- Публичную информацию об аудиторе компании.
- Публичную информацию о крупных сделках за последние три года (сумма которых составляет более 10% от чистой стоимости активов Компании).
- Сведения о реестродержателе компании и др.

В случае необходимости биржа имеет возможность провести консультации с ответственными лицами компании, в число которых входят:



- Генеральный директор
- Финансовый директор
- Секретарь / юрисконсульт компании
- Члены совета директоров (в особенности – Председатель и независимые директора)
- Сотрудники, отвечающие за связь с акционерами
- Основные акционеры и кредиторы
- Аудитор компании

Методика оценки качества корпоративного управления, проводимой биржами, может быть основана на положениях Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ. Таким образом, для компаний, выводящих свои акции на фондовые биржи, положения кодекса примут обязательный характер.

Экспертиза, включающая в себя отражение информации по таким параметрам, как:

- Общее собрание акционеров;
- Совет директоров;
- Существенные корпоративные действия и события;
- Раскрытие информации об обществе;
- Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- Дивиденды;
- Урегулирование корпоративных конфликтов,

может быть основана на следующих вопросах:

1. Обеспечение надежности методов регистрации прав собственности.
2. Наличие возможности свободно проводить операции передачи акций.
3. Справедливое вознаграждение членов руководства.
4. Механизмы защиты компании против поглощения.
5. Механизм изменения права голоса.
6. Наличие дополнительных прав голоса у акционеров.

7. Участие акционеров в работе собраний акционеров и в голосовании.
8. Наличие номинальных держателей акций.
9. Личная заинтересованность членов совета директоров или акционеров, владеющих контрольным пакетом акций, в сделках, проводимых компанией.
10. Личное участие менеджмента или акционеров, владеющих контрольным пакетом акций, в сделках на условиях, отличающихся от рыночных.
11. Вхождение компании в финансово-промышленную группу, члены которой владеют акциями друг друга.
12. Состав совета директоров.
13. Соотношение между внутренними и сторонними директорами.
14. Независимость сторонних директоров.
15. Наличие акционера, владеющего контрольным пакетом акций.
16. Комитеты при совете директоров.
17. Процедура избрания директоров.

Особое значение, как уже отмечалось ранее, имеет проблема раскрытия информации. Она анализируется по следующим направлениям:

1. Качество публикуемой информации и сроки ее предоставления.
2. Используемые стандарты бухгалтерского учета.
3. Пробелы в финансовой отчетности.
4. Проведение независимого аудита.
5. Полнота информации, предоставляемой финансово заинтересованным лицам, в отношении деятельности эмитента перед проведением собраний акционеров.
6. Наличие открытого и независимого держателя реестра акционеров.
7. Наличие информации относительно правил голосования членов совета директоров.
8. Публикация информации относительно структуры собственности.
9. Информация о крупных акционерах.

10. Информация относительно внутренних нормативных документов и целей деятельности компании.

11. Доступность публикуемой информации.

Сложно говорить о том, насколько эффективной окажется процедура оценки качества корпоративного управления, осуществляемая торговыми площадками. Однако основное ее преимущество будет заключаться в том, что компании, претендующие на включение в котировальные листы, будут обязаны проходить подобную процедуру и, естественно, соответствовать определенным нормам. Однако очевидны и преимущества для самих эмитентов, поскольку рейтинг, присваиваемый биржей, через которую и осуществляется торговля ценными бумагами, повысит интерес инвесторов к данной ценной бумаге, а следовательно, возрастет ее инвестиционный потенциал.

### ***3.3. Региональный аспект в оценке качества корпоративного управления***

Проблема качества корпоративного управления поднимается сегодня в национальных масштабах. Совершенствование корпоративного управления является фактором инвестиционной привлекательности не только отдельных компаний, но и регионов и страны в целом. Фондовые биржи рассчитывают на увеличение доли региональных компаний среди ликвидных эмитентов. Однако существуют предпосылки, препятствующие этому.

Региональные рынки ценных бумаг, являющиеся важной составляющей российского фондового рынка, развиты значительно слабее центральных.

Региональный фондовый рынок характеризуется низкой ликвидностью акций большинства предприятий, значительная часть акций предприятий региона находится на руках физических лиц. Для регионального фондового рынка характерны острые проблемы передела собственности.

В регионах также отмечается повсеместно низкая грамотность специалистов эмитента в вопросах выпуска и обращения ценных бумаг, ведения реестров акционеров.

К сожалению, анализ имеющихся на сегодняшний день данных о состоянии корпоративного управления эмитентов российского фондового рынка, тоже дает неутешительную картину. Для примера приведем рейтинги компаний, рассмотренные ранее во второй главе.

<b><i>Компания</i></b>	<b><i>ИКПУ (01.07.01)</i></b>	<b><i>ИКПУ (01.10.01)</i></b>	<b><i>BW (апрель 2001)</i></b>	<b><i>BW (13.03.02)</i></b>
<b>Вымпелком</b>	1	1	1	1
<b>МТС</b>	-	2	3	3
<b>РАО ЕЭС</b>	5	4	16	17
<b>Ленэнерго</b>	3	5	2	4
<b>Мосэнерго</b>	7	6	5	10

<b>ПТС</b>	4	8	9	13
<b>Ростелеком</b>	9	10	12	11
<b>Сибнефть</b>	8	11	11	14
<b>Газпром</b>	11	13-14	17	19
<b>Северсталь</b>	13-15	15	-	9
<b>Иркутскэнерго</b>	16	16	14	18
<b>Сургутнефтегаз</b>	17	23-24	15	15
<b>Лукойл</b>	21-22	26	8	6
<b>Татнефть</b>	18	28	9	7
<b>Аэрофлот</b>	23		12	16

Как видно из таблицы, к числу компаний, чье корпоративное управление оценено наиболее высоко, относятся Вымпелком, МТС, Ростелеком, ПТС, Мосэнерго, Ленэнерго. Эти компании, представляющие отрасли энергетики и телекоммуникаций, являются эмитентами Москвы и Санкт-Петербурга. Региональные же эмитенты (Северсталь, Иркутскэнерго, Татнефть, Сибнефть) занимают далеко не первые строчки рейтинга.

Инвестиционная привлекательность региона обуславливается его инвестиционным климатом, на который непосредственно влияют объективные и субъективные факторы. Объективные – это климат, географическое положение региона, близость к водной артерии, состояние дорог. В большинстве же случаев преобладают субъективные факторы, такие как местное законодательство, взаимоотношения властей, порядок регистрации предприятий, уровень рисков и т.д. Даже если регион обладает блестящими объективными показателями, при неразвитости субъективных факторов его инвестиционная привлекательность достаточно низка.

Качество корпоративного управления относится к числу субъективных инвестиционных факторов. Проблемы в качестве этого показателя у региональных эмитентов могут объясняться различными причинами. К ним относятся и несовершенство законодательной базы, и сложившиеся взаимоотношения между

властными структурами, и неразвитость инфраструктуры финансового рынка и системы раскрытия информации.

На региональном уровне достаточно остро стоят проблемы менеджмента и работников предприятий.

В России руководство промышленных предприятий всегда играло заметную роль в управлении, что связано с гипертрофированным использованием принципа единоначалия и сквозной жесткой иерархии, долгое время господствовавшего в российской экономике. В результате реформ директорат получил реальную экономическую власть. Но хотя в большинстве случаев выгоды из сложившейся ситуации извлекли руководители предприятий, нередко доля собственности внешних акционеров достаточна для того, чтобы добиваться полноценного контроля и управления компанией. Не обладая необходимым количеством акций, директорат вынужден отстаивать свои права контроля над компанией перед аутсайдерами при помощи трудовых коллективов, всегда ориентирующихся на мнение своего руководства. Именно трудовые коллективы служат важнейшей долгосрочной основой инсайдерского контроля на предприятиях. Но даже будучи широко представленными в акционерном капитале, трудовые коллективы играют наименьшую роль в управлении. В целом директорат почти всегда крайне скептически настроен в отношении участия рабочих в управлении. Основная поведенческая линия менеджмента — соблюдение лишь внешнего ритуала такого участия.

Зарубежный опыт, однако, показал, что сам по себе переход акций в собственность работников не является достаточной основой для развития хозяйской мотивации. Для этого необходим еще ряд условий, например участие в прибылях и управлении. К таким же выводам приводит и опыт России. Оказалось, что персонал предприятия в основном не может дать объективную оценку деятельности своих руководителей, а при принятии решений работники руководствуются скорее эмоциями, а не расчетом. Директорат не только стремится выступать от имени трудовых коллективов при решении спорных вопросов, но и оказывает влияние на поведение

работников-акционеров, контролирует их возможные действия, которые могут пойти во вред менеджменту. Главным образом это касается несанкционированного движения (продажи) акций.

Широко распространена деятельность по объединению акций работников в коллективном трасте (так называемая добровольно-принудительная форма сотрудничества с руководством). Для этого внутри открытого акционерного общества создается еще одно — закрытое, которое аккумулирует акции, принадлежащие трудовому коллективу, ограничивая право их изъятия или по-новому распределяя паи. Тем же целям служит и практика покупки акций у рабочих директорами. Основной мотив подобных действий — предотвращение перепродажи акций третьим лицам.

Взаимоотношения менеджмента региональных предприятий с внешними инвесторами вообще достаточно своеобразны. Важной чертой менталитета российского менеджмента стало его скептическое, настороженное отношение к потенциальным внешним акционерам. Не случайно основной конфликт последних лет — конфликт между "старыми" менеджерами и потенциальными "захватчиками". Это касается большинства российских предприятий, хотя и по разным причинам (борьба за финансовые потоки и прибыль, за ведение счетов, за земельный участок и иную недвижимость и др.).

По оценкам экспертов, с начала приватизации менеджмент прилагал значительные усилия, чтобы собрать контрольный пакет акций "своего" предприятия. Мотив сохранения полного контроля над предприятием продолжает оставаться для руководителей преобладающим и сегодня. Для скупки акций менеджмент использует средства, накопленные в учрежденных им оффшорных сбытовых структурах. Иногда для присвоения прибыли предприятия его руководство использует посреднические структуры, занимающиеся поставкой сырья и комплектующих.

Характерной чертой развития российской корпоративной культуры в последние годы, особенно ярко выраженной в региональном аспекте, стали весьма острые и затяжные конфликты между инсайдерами и аутсайдерами, различными группами

аутсайдеров, крупными акционерами и региональными властями. Корпоративный конфликт как элемент процесса перераспределения собственности снижает эффективность работы предприятия. Это связано с мобилизацией значительных финансовых ресурсов той группой акционеров, прежде всего инсайдеров, которая контролирует финансовые потоки предприятия, для целей отражения "агрессии" (скупка акций на вторичном рынке, приватизационные сделки и т.д.). "Агрессор", в свою очередь, может блокировать поставки сырья и использовать другие способы давления, мешающие нормальному функционированию предприятия. Борьба акционеров создает негативный психологический климат для работников и руководства компании.

С другой стороны, конфликт между различными группами акционеров можно рассматривать и как неотъемлемый признак развития корпоративного управления в переходной экономике, поскольку наличие сильной оппозиционной группы акционеров может обеспечить достаточно эффективный контроль над деятельностью менеджмента. Результатом этого должно стать повышение уровня "прозрачности" компании и ее руководящих структур и, следовательно, более полное раскрытие данных об итогах финансово-хозяйственной деятельности компании. Вместе с тем определенная часть директората готова делиться властью и относительно спокойно передает функции управления иностранным инвесторам при условии, что последние сохраняют за руководителем и его командой посты в управленческом аппарате. Грамотность в производственной сфере и хорошее знание технологических процессов ценятся инвесторами. Поэтому иностранные инвесторы достаточно легко идут на то, чтобы функции производственного управления оставались в руках действующего директора (по крайней мере, в первое время). Инвестор в данном случае обеспечивает эффективную систему управления и выделяет необходимые средства на техническое развитие или реконструкцию предприятия.

Нарушение прав акционеров в региональных компаниях-эмитентах носит общий характер.



Низкий уровень корпоративной культуры и управления постоянно провоцирует возникновение различных конфликтных ситуаций во взаимоотношениях менеджеров и акционеров. Одним из основных видов нарушений в сфере акционерного права является "размывание" акций в целях уменьшения доли внешних инвесторов в акционерном капитале компании. Хотя каждая дополнительная эмиссия должна быть одобрена 2/3 голосов на общем собрании акционеров, менеджмент решает эту проблему, не допуская некоторых акционеров на собрание. При этом нарушаются и другие права акционеров, например право на информацию, на своевременное уведомление о проведении собрания и т.д.

Еще один вид нарушений прав акционеров — использование преимущественного положения основного акционера. Пользуясь этим преимуществом, менеджмент может осуществлять практически любые действия, необходимые для решения своих собственных проблем, а не обеспечения прав внешних акционеров. Не последнее место в списке нарушений занимают сомнительные правовые решения. Речь идет о правовых решениях, принимаемых на региональном и местном уровнях вопреки ранее заключенным соглашениям или контрактным условиям. Следует отметить, что эта проблема лишь с одной стороны порождена наличием противоречий в нормативно-правовой базе России и отсутствием контроля за должным применением соответствующих нормативных актов. Она обусловлена и очень низкой правовой культурой российских менеджеров, считающих, что выполнение подписанного контракта необязательно.

Список проблем во взаимоотношениях акционеров и менеджеров можно продолжить. Это и затруднение доступа акционеров на собрание из-за несвоевременного получения информации о его проведении, и отказ директоров, уволенных общим собранием акционеров, передать власть и обеспечить доступ к финансовой информации, и осуществление директорами компании крупных сделок без одобрения совета директоров.

Последствия таких действий сказываются на ликвидности акций компаний. Инвесторы стремятся избавиться от акций неразборчивых в средствах компаний в первую очередь, особенно в период кризиса.

На создавшуюся ситуацию во многом влияет и то обстоятельство, что в России система взаимоотношений менеджмента и акционеров, определяемая уровнем корпоративного управления, только формируется. Высокий уровень корпоративной культуры достигается не за одно десятилетие. Поэтому и общество, и государство в России должны приложить определенные усилия для совершенствования корпоративного управления и улучшения взаимоотношений менеджеров и акционеров.

Однако одной из наиболее вероятных причин возникновения проблем с корпоративным управлением у региональных эмитентов является неспособность менеджмента компаний к принятию мер по его совершенствованию.

Решений у проблемы менеджмента может быть несколько:

- Переподготовка уже существующих управленческих кадров. Такой вариант позволяет сохранить уже существующие производственные и профессиональные наработки персонала предприятия внутри компании и усовершенствовать систему финансового и организационного управления.
- Смена менеджмента компании. Недостатками данного варианта являются достоинства предыдущего.
- Направление в регионы экспертов по совершенствованию корпоративного управления. Такой вариант был бы наиболее предпочтительным, однако, учитывая его неприменяемость, можно предположить, что затраты на его реализацию неоправданно высоки, поэтому региональные предприятия вынуждены обходиться своими силами.

Таким образом, на сегодняшний день инвестиционная привлекательность региональных эмитентов с точки зрения качества корпоративного управления достаточно низка. Маловероятно, что в ближайшем будущем ситуация изменится к лучшему. Для этого потребуются усилия как самих эмитентов, так и регулирующих

органов и организаций, обеспечивающих эффективное функционирование фондовой инфраструктуры. Однако сейчас при формировании стратегии дальнейшего развития биржам целесообразнее обратить внимание на эмитентов крупных финансовых центров, в первую очередь Москвы и Санкт-Петербурга, где качество корпоративного управления находится на более высоком уровне.

#### Выводы:

1. По образу и подобию американской модели построения фондового рынка в России создана законодательная база и необходимая инфраструктура, призванная обеспечить информационную открытость и прозрачность российского рынка ценных бумаг.
2. На сегодняшний день в России не полностью сформирована эффективная система раскрытия информации в силу отсутствия экономических стимулов к ее раскрытию и непонимания перспектив использования рынка ценных бумаг как источника инвестиционных ресурсов.
3. Следование сформулированным принципам прозрачности рынка ценных бумаг будет способствовать повышению качества корпоративного управления российских компаний, созданию благоприятного инвестиционного климата и привлечению инвестиций в реальный сектор экономики России.
4. Фондовые биржи имеют реальную возможность оказывать влияние на повышение информационной прозрачности и качества корпоративного управления эмитентов; в этих целях ими может применяться методика оценки качества корпоративного управления при прохождении компаниями процедуры листинга.
5. Анализ свидетельствует о недостаточно высоком уровне корпоративного управления у региональных эмитентов, что объясняется, как

общенациональными факторами, так и недостаточной квалификацией менеджеров.

## ***ЗАКЛЮЧЕНИЕ***

Корпоративное управление - свод правил, обеспечивающий управление корпорацией и контроль над ней и наиболее полно учитывающий баланс интересов акционеров, менеджмента, клиентов и общества в целом.

Корпоративное управление, если рассматривать его в соответствии с принципами корпоративного управления ОЭСР, включает в себя следующие основные области:

- Права акционеров;
- Равное отношение к акционерам;
- Раскрытие информации и прозрачность.

Такое разделение весьма условно поскольку эти проблемы тесно переплетены между собой. Так проблема “равного отношения к акционерам” подразумевает под собой не только равное отношение к мажоритарным и миноритарным акционерам, но и включает в себя в частности вопросы регламентирующие отношение компаний-эмитентов к использованию внутренней (инсайдерской) информации, что можно также отнести к проблеме “Раскрытия информации и прозрачности компаний-эмитентов”.

Проблема качества корпоративного управления является интернациональной по своим масштабам и универсальной по своей сути. Своим возникновением она обязана появлению корпоративной системы организации производства, поскольку именно ей свойственно разделение между функциями владения и контроля за собственностью.

Совершенствование качества корпоративного управления является в современных российских условиях одной из важнейших проблем, от успешного решения которой зависит:

- доступ российских компаний на инвестиционные рынки, особенно западные;
- конкурентоспособность российских компаний;
- развитие российского фондового рынка;

- укрепление в России законности и порядка, уменьшение уровня коррупции.

Поворотным пунктом развития корпоративных отношений в России стал кризис 1998 года. Именно уменьшение ликвидности фондового рынка высветило проблемы корпоративных отношений в нашей стране.

К настоящему времени сложились оптимальные условия для того, чтобы предпринять попытку решения вопросов корпоративного управления в России. С точки зрения макроэкономики сформировавшиеся в течение последних лет благоприятные экономические и политические условия закладывают мощный фундамент инвестиционной деятельности. Регулирующим органам и корпоративному сектору следует воспользоваться этим периодом экономического роста, совершив рывок в деле реализации структурных реформ.

Важнейшими шагами, направленными на улучшение качества корпоративного управления в России должны стать:

- разработка и принятие Кодекса корпоративного управления;
- совершенствования системы раскрытия информации;
- введение в широкую практику рейтинга корпоративного управления компаний-эмитентов.

Для совершенствования корпоративных отношений в нашей стране необходимы скоординированные усилия всех участников экономических отношений: законодательных и регулирующих органов, профессиональных участников и самих компаний-эмитентов.

Спрос порождает предложение, и сегодня на российском рынке представлены разработки крупнейших аналитических агентств по оценке качества системы корпоративного управления, связанных с ним рисков и инвестиционных возможностей компаний.

Можно сказать, что на российском финансовом рынке появился новый комплексный ориентир, отражающий запросы инвесторов, которым они, судя по всему,

будут активно пользоваться при принятии решений о вложении своих средств. Степень его веса в общем объеме факторов, учитываемых инвесторами, в настоящее время весьма велика и, по всей видимости, едва ли снизится в обозримом будущем. Внутренняя структура этого ориентира и вес отдельных его составляющих, вероятно, будет иметь модификации в зависимости от специфики интересов конкретных инвесторов. Однако ядро, определяющее содержание этого ориентира, характер оценки состояния корпоративного управления, идентифицируется уже весьма отчетливо. Поэтому российским компаниям, стремящимся к привлечению инвестиций, целесообразно тщательно изучить составляющие этой оценки и использовать их при выстраивании своей системы корпоративного управления и стратегии развития.

### *Список использованной литературы*

1. Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26.12.95 № 208-ФЗ
2. Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22.04.96 № 39-ФЗ
3. Федеральный закон «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» от 05.03.99 № 46-ФЗ
4. Андриющенко В.И., Костикова Е.В. Книга акционера для чтения и принятия решений. – М.: Финансы и статистика, 1994. – 208 с.
5. Берзон Н.И., Ковалев А.П. Акционерное общество: Капитал, правовая база, управление: Практическое пособие для экономистов и менеджеров. – М.: Финстатинформ, 1995. – 159 с.
6. Блази Д.Р., Круз Д.Л. Новые собственники: Наемные работники – массовые собственники акционерных компаний / Пер. с англ. – М.: Дело Лтд., 1995. – 320 с.
7. Корпоративное управление. Владельцы, директора и наемные работники акционерного общества / Пер. с англ. - М.: "Джон Уайли энд Санз", 1996. - 240 с.
8. Принципы корпоративного управления ОЭСР. - ОЭСР, 1999. - 52 с.
9. Рейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: Учебник / Пер. с англ. – М.: ЗАО «Олимп-Бизнес», 1997. – 1088 с.
10. Управление современной компанией: Учебник / Под ред. проф. Б. Мильнера и проф. Ф. Лииса. - М.: ИНФРА-М, 2001. - 586 с.
11. Абрамов А. Типовые риски акционеров при дивидендных событиях // Финансист. – 2001. - №6. – С. 68-73.
12. Авдашева С., Дементьев В. Акционерные и неимущественные механизмы интеграции в российских бизнес-группах // Российский экономический журнал. - 2000. - №1. - С. 13-27.
13. Акимов М., Мещеряков Е. Воздействие на корпоративные отношения // Журнал для акционеров. – 1999. - №11. – С. 3-7.
14. Алехин Б.И. Защита инвесторов в США и Канаде // США. Канада: экономика, политика, культура. – 1999. - №9. С. 115-134.
15. Батлер У.Э. Основные черты российского открытого акционерного общества и американской корпорации // Государство и право. – 1998. - №7. – С. 79-86.



16. Белов В. Акции и права акционеров по закону об акционерных обществах // Бизнес и банки. – 1997. - №6. – С. 2-3.
17. Беляева И.Ю., Эскиндаров М.А. Корпоративные формы хозяйствования в российской экономике и проблемы взаимодействия менеджмента и мелких акционеров // Финансы и кредит. - 2000. - №10. - С. 44-48.
18. Бородин А.Ф. Повышение качества корпоративного управления как фактор укрепления банковской системы России // Деньги и кредит. - 2001. - №6. - С. 23-24.
19. Бубнов И. Как защищаются интересы инвесторов на рынке ценных бумаг в Германии // Хозяйство и право. – 1996. - №8. – С. 120-129; №9. – С. 151-156.
20. Васадзе Л. Клуб миноритарных акционеров // Журнал для акционеров. – 1998. - №11. – С. 6-9.
21. Васильев Д. Корпоративное управление в России: Есть ли шанс для улучшений? // Инвестиции в России. – 2000. - №9. – С.3-13, 47-48.
22. Винслав Ю. Становление отечественного корпоративного управления: теория, практика, подходы к решению ключевых проблем // Российский экономический журнал. - 2001. - №2. - С. 15-28.
23. Власова Е. ФКЦБ разработала Кодекс корпоративного управления // Независимая газета. – 2000. – 19 октября. - №198. – С. 4.
24. Вымпелком: Инвестиционный обзор // Финансист. – 2000. - №12. – С. 34-36.
25. Гамильтон Г. Управление корпорацией // Вестник АРБ. – 1998. - №9. – С. 36-45.
26. Генкин А.С. Инвестор наедине с эмитентом: планы прямого инвестирования // Банковское дело. – 1999. - №11. – С. 34-39.
27. Гулин А. Рынку нужны бумаги качественных эмитентов // Финансист. – 2001. - №1. – С. 27-28.
28. Дарищева О. Раскрытие информации на фондовом рынке в преддверии появления Кодекса корпоративного управления // Финансист. - 2001. - №2. - С. 36-39.
29. Жданов А., Габышев Н. Эффективная дивидендная политика и финансовая прозрачность - цели реструктуризации "Норильского никеля" // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №5. - С. 37-39.
30. Иконников А. Обеспечение прав инвесторов в АДР - варианты решения // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №21. - С. 23-25.

31. Калинин А.А. Реалии и перспективы формирования российской модели корпоративного управления // Финансы и кредит. - 2001. - №3. - С. 28-39.
32. Калинин А.А., Нарожных Н.В. Модели привлечения капитала крупными российскими корпорациями // Финансы и кредит. - 2001. - №4. - С. 38-46.
33. Капелюшников Р. Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №20. - С. 33-38.
34. Карбовский В.Ф., Токун Л.В. Проблемы привлечения инвестиций на российском рынке ценных бумаг // Финансы и кредит. - 2001. - №12. - С. 12-19.
35. Кариков П. Раскрытие информации на российском рынке ценных бумаг // Финансист. – 1999. - №7. – С. 58-61.
36. Кафиев Ю. Станут ли российские акционеры собственниками? // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №22. - С. 10-12.
37. Кеттинг Й. IFC: мы стремимся помочь российским акционерным обществам эффективно использовать нормы корпоративного управления. Цель - привлечение инвестиций // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №22. - С. 11-13.
38. Клейнер В. Оценка компании - оценка менеджмента // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №16. - С. 42-45.
39. Конкурс годовых отчетов акционерных обществ // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №3. - С. 6-7.
40. Корпоративное управление. Основные проблемы и конфликты // Экономика и жизнь. – 2000. - №51. – С. 6.
41. Корпоративное управление в Нидерландах: Рекомендации для менеджмента, эффективного наблюдения и отчетности // Журнал для акционеров. – 1999. - №10. – С. 40-48.
42. Костикова Е. Общее собрание акционеров: старые проблемы нового закона // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №18. - С. 69-72.
43. Костикова Е. Раскрытие информации на рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №16. - С. 24-27.
44. Крапивин О. Вопросы защиты прав и интересов мелких акционеров // Хозяйство и право. – 2000. - №9. – С. 84-98.

45. Лосев С. Корпоративное управление: качество определяет выбор // экономика и жизнь. – 2001. - №22. – С. 27.
46. Лузин И. Подготовка и проведение годового собрания акционеров - ключевые моменты // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №10. - С. 49-51.
47. Лусников А. Интернет-информация для инвестора // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №21. - С. 35-36.
48. Минин В.С., Жора О.В. Организация проведения общего собрания и оформление протокола в кредитных организациях в форме акционерного общества // Деньги и кредит. - 2000. - №3. - С. 63-66.
49. Науменко А. О чем мечтает акционер? // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №15. С. 34-37.
50. Оленьков Д. Горизонт для дивидендов // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №15. - С. 28-33.
51. Осипов И. Международный опыт борьбы против использования инсайдерской информации на рынке ценных бумаг // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №16. - С. 17-21.
52. Особенности корпоративного управления в России // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №21. - С. 28-32.
53. Пономарев Ю.В. Международные тенденции развития систем корпоративного управления и Россия // Деньги и кредит. - 2001. - №6. - С. 11-16.
54. Потапов К. Аффилированные лица акционерных обществ: правовое регулирование // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №8. - С. 48-53.
55. Радыгин А. Внешние механизмы корпоративного управления и их особенности в России // Вопросы экономики. – 1999. - №8. – С. 80-98.
56. Радыгин А. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. - 2002. - №1. - С. 101-124.
57. Развитие корпоративных форм управления в России (по материалам международной научно-практической конференции, проведенной Международной академией корпоративного управления) // Российский экономический журнал. - 2000. - №2. - С. 29-44; №4. - С. 37-57.

58. Рамилова А. Корпоративные ценные бумаги и возможности привлечения иностранных инвестиций // Российский экономический журнал. – 2000. - №11-12. – С. 83-86.
59. Родионов Д. Совершенствование корпоративного управления стало одним из приоритетов деятельности российских компаний // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №20. - С. 65-68.
60. Ремшей В. Проект FinAM.ru - новая среда для общения инвесторов // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №4. - С. 43-44.
61. Рудько-Силиванов В.В. Эффективность корпоративного управления в системе оценок финансового состояния кредитных организаций // Деньги и кредит. - 2001. - №6. - С. 17-19.
62. Сафронов Н.А., Волков Л.В. Несовершенство системы корпоративного управления - основная причина несостоятельности российских предприятий // Финансы и кредит. - 2001. - №1. - С. 35-42.
63. Старовойтов М. Акционерная собственность и корпоративные отношения // Вопросы экономики. - 2001. - №5. - С. 61-72.
64. Сухов М.И. Экономические факторы корпоративного управления в российских банках // Деньги и кредит. - 2001. - №6. - С. 20-22.
65. Тарачев В. Чтобы остановить инсайдера, достаточно просто написать о нем // Рынок ценных бумаг. - 2001. - №12. - С. 10-12.
66. Тезов В. За свои права акционерам по-прежнему нужно бороться // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №12. - С. 70-73.
67. Федюк И. Рынок АДР на российские ценные бумаги // Рынок ценных бумаг. - 2002. - №6. - С. 34-35.
68. Хромушин И. Как помирить рынок и право? В защиту прав акционеров // Рынок ценных бумаг. - 1999. - №24. - С. 22-25.
69. Шевченко И.В., Малкова Е.М. Российские корпорации: истоки, принципы функционирования, совершенствование корпоративного управления // Финансы и кредит. - 2001. - №17. - С. 10-15.

## *Материалы Интернет-сайтов*

[www.akm.ru](http://www.akm.ru)

[www.bwbsw.com](http://www.bwbsw.com)

[www.corpgov.ru](http://www.corpgov.ru)

[www.fedcom.ru](http://www.fedcom.ru)

[www.finam.ru](http://www.finam.ru)

[www.finmarket.ru](http://www.finmarket.ru)

[www.ismm.ru](http://www.ismm.ru)

[www.irr.ru](http://www.irr.ru)

[www.micex.ru](http://www.micex.ru)

[www.nasdaq.com](http://www.nasdaq.com)

[www.pwcglobal.com](http://www.pwcglobal.com)

[www.rid.ru](http://www.rid.ru)

[www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com)

[www.trodial.ru](http://www.trodial.ru)

**ПРИЛОЖЕНИЕ 1**

**Рейтинг качества корпоративного управления  
Института корпоративного права и управления**

<b>01.10.01г.</b>	<b>01.07.01г.</b>	<b>Компания</b>	<b>Итоговая оценка, %</b>	<b>Изменение, %</b>
1	1	Вымпелком	83,30	0
2	-	Мобильные ТелеСистемы	75,05	-
3	2	ТД ГУМ	64,64	-2,75
4	5	РАО "ЕЭС россии"	63,46	1,38
5	3	Ленэнерго	63,06	-0,99
6	7	Мосэнерго	61,89	3,93
7	6	Ростовэлектросвязь	59,72	-0,40
8	4	ПТС	59,33	-4,32
9	-	Торговый дом ЦУМ	58,74	-
10	9	Ростелеком	56,58	0,19
11	8	Сибнефть	55,60	-1,57
12	12	Кузбассэнерго	55,40	2,75
13-14	-	Башкирэнерго	55,01	-
13-14	11	Газпром	55,01	0,98
15	13-15	Северсталь	53,24	1,37
16	16	Иркутскэнерго	52,85	2,36
17	21-22	Уралсвязьинформ	52,06	7,66
18-19	13-15	Красный Октябрь	51,87	0
18-19	10	МПС	51,87	-2,35
20	-	Славнефть-Мегионнефтегаз	51,67	-
21	13-15	Башинформсвязь	50,88	-0,99
22	20	Южная телекоммуникационная компания (Кубаньэлектросвязь)	49,51	4,13
23-24	17	Сургутнефтегаз	48,13	0,39
23-24	21-22	ЛУКОЙЛ	48,13	3,73
25	19	ЮКОС	46,76	0,98
26	18	Татнефть	44,40	-1,57
27	-	Роснефть-Сахалинморнефтегаз	44,01	-
28	23	АЭРОФЛОТ	42,63	-0,40
29	-	Роснефть-Пурнефтегаз	42,24	-
30	24	ГАЗ	38,31	1,37

Источник: ИКПУ

**ПРИЛОЖЕНИЕ 2**

**Рейтинг наиболее торгуемых российских компаний по суммарной оценке риска  
(Brunswick Warburg, 26.04.01)**

	Место* (1-лучшее)	Всего баллов**	Категории факторов риска								
			Непрозрачность	Размывание акцион. капит.	Вывод активов	слияние/реструктуризация	Банкротство/финансовая стабильн.	Ограничения на покупку акций	Инициативы руководства	Реестродержатель	
<b>Максимальное значение</b>		<b>72</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>1</b>	
<b>Среднее значение</b>		<b>23,4(-0,8)</b>	<b>4,0</b>	<b>3,9</b>	<b>5,5</b>	<b>2,5</b>	<b>1,8</b>	<b>0,5</b>	<b>5,0</b>	<b>0,4</b>	
1	Аэрофлот	13 (-)	25	0,5	11,5	6,0	0,0	3,0	0,0	4,0	0,0
2	Балтика	6 (4)	18 (0)	5,0	4,5	2,0	0,0	0,5	0,0	5,0	1,0
3	ГАЗ	21 (17)	42,5 (+8)	8,0	10,0	6,0	4,0	6,0	0,0	7,5	1,0
4	Газпром	18 (15)	32,5 (0)	4,0	3,0	8,0	5,0	6,0	2,0	3,5	1,0
5	Иркутскэнерго	15 (12)	26,5 (+2,5)	2,5	6,0	5,0	5,0	1,5	0,0	6,5	0,0
6	Ленэнерго	2 (2)	14 (0)	3,5	0,0	3,0	4,0	2,0	0,0	1,5	0,0
7	ЛУКОЙЛ	9 (9)	19,5 (-1)	4,5	1,0	7,0	1,0	1,0	0,0	5,0	0,0
8	МГТС	20 (18)	37,75 (0)	10,3	3,0	9,0	4,0	4,0	0,0	6,5	1,0
9	Мосэнерго	6 (5)	18 (-1)	3,5	0,0	6,0	0,0	1,5	0,0	6,5	0,5
10	МТС	3 (3)	16 (0)	2,0	3,0	5,0	0,0	1,0	0,0	5,0	0,0
11	Норильский никель	19 (19)	33 (-7)	4,0	9,0	8,0	3,0	1,0	0,0	8,0	0,0
12	ПТС	10 (8)	20 (0)	7,0	1,0	6,0	1,0	2,0	0,0	3,0	0,0
13	Ростелеком	13 (13)	25 (0)	2,0	6,0	3,0	7,0	2,0	0,0	4,0	1,0
14	Сибнефть	12 (11)	24,5 (+1)	2,5	10,0	8,0	1,0	0,0	0,0	3,0	0,0
15	САН Интербрю	8 (5)	19 (0)	4,0	3,0	5,0	1,0	0,0	3,0	3,0	0,0
16	Сургутнефтегаз	16 (16)	27,5 (-6)	8,0	6,0	3,0	1,0	1,0	0,0	7,5	1,0
17	Татнефть	10 (10)	20 (-3)	2,0	0,0	7,0	0,0	1,0	2,0	7,5	0,5
18	РАО ЕЭС	17 (14)	29,5 (-1,5)	4,5	3,0	6,0	7,0	3,0	2,0	4,0	0,0
19	Уралмаш-Ижора	4 (-)	16,5	0,5	3,0	2,0	4,0	1,0	0,0	6,0	0,0
20	ВымпелКом	1 (1)	10,5 (0)	0,0	3,0	2,0	0,0	0,5	0,0	5,0	0,0
21	ЮКОС	4 (5)	16,5 (-2,5)	2,5	3,0	8,0	1,0	0,0	0,0	1,0	1,0

\* Цифры в скобках означают предыдущее значение индикатора.  
 \*\* Цифры в скобках означают увеличение/(уменьшение) по отношению к предыдущему значению (ноябрь 2000г.).

### ПРИЛОЖЕНИЕ 3

#### Рейтинг основных торгуемых российских компаний по суммарной оценке риска (Brunswick Warburg, 13.03.02)

		Место* (1-лучшее)	Всего баллов*	Категории факторов риска							
				Непрозрачность	Размывание акцион. капит.	Вывод активов	слияние / реструктуризация	Банкротство/финансовая стабильн.	Ограничения на покупку акций	Инициативы руководства	Реестродержатель
<b>Максимальное значение</b>			<b>72</b>	<b>14</b>	<b>13</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>12</b>	<b>3</b>	<b>9</b>	<b>1</b>
<b>Среднее значение</b>			<b>21,6(-0,8)</b>	<b>3,5</b>	<b>3,1</b>	<b>5,3</b>	<b>2,7</b>	<b>1,5</b>	<b>0,5</b>	<b>4,4</b>	<b>0,4</b>
1	Аэрофлот	16 (12)	27 (+2)	0,5	11,5	6,0	0,0	2,0	0,0	7,0	0,0
2	Балтика	8 (5)	19,5 (+1,5)	4,0	4,5	2,0	3,0	0,0	0,0	5,0	1,0
3	ВымпелКом	1 (1)	10,5 (0)	0,0	3,0	2,0	0,0	0,5	0,0	5,0	0,0
4	Газпром	19 (17)	31,5 (-1)	4,0	3,0	8,0	5,0	6,0	2,0	2,5	1,0
5	Иркутскэнерго	18 (14)	30,5 (+4)	3,5	6,0	5,0	7,0	1,5	0,0	7,5	0,0
6	Ленэнерго	4 (2)	16,25 (+2,25)	3,3	0,0	3,0	6,0	2,5	0,0	1,5	0,0
7	ЛУКОЙЛ	6 (8)	17,5 (-2)	3,5	1,0	7,0	1,0	1,0	0,0	4,0	0,0
8	МГТС	20 (19)	35,75 (-2)	10,3	3,0	9,0	4,0	4,0	0,0	4,5	1,0
9	Мосэнерго	10 (5)	21,5 (+3,5)	3,5	0,0	6,0	6,0	1,5	0,0	4,0	0,5
10	МТС	3 (3)	14 (-2)	0,0	3,0	5,0	0,0	1,0	0,0	5,0	0,0
11	Норильский никель	11=(18)	22 (-11)	3,5	4,0	5,0	1,0	1,0	0,0	7,5	0,0
12	ПТС	13 (9=)	23,5 (+3,5)	6,5	1,0	7,0	3,0	2,0	0,0	4,0	0,0
13	РАО ЕЭС	17 (16)	28 (-1,5)	2,5	3,0	6,0	7,0	3,0	2,0	4,5	0,0
14	Ростелеком	11=(12)	22 (-3)	2,0	6,0	3,0	4,0	2,0	0,0	4,0	1,0
15	САН Интербрю	5 (7)	16,5 (-2,5)	4,0	3,0	3,5	0,0	0,0	3,0	3,0	0,0
16	Северсталь	9 (-)	21 (0)	2,0	3,0	6,0	1,0	1,0	0,0	7,0	1,0
17	Сибнефть	14 (11)	24 (-0,5)	5,5	6,0	10,0	1,0	0,0	0,0	1,5	0,0
18	Сургутнефтегаз	15 (15)	25 (-2,5)	6,5	6,0	3,0	0,0	1,0	0,0	7,5	1,0
19	Татнефть	7 (9=)	19 (-1)	2,0	0,0	6,0	0,0	1,0	2,0	7,5	0,5
20	Уралмаш-Ижора	2 (4)	13 (-3,5)	0,5	3,0	2,0	4,0	1,5	0,0	2,0	0,0

\* Цифры в скобках означают предыдущее значение индикатора.  
 \*\* Цифры в скобках означают увеличение/(уменьшение) по отношению к предыдущему значению (апрель 2001г.)



**ПРИЛОЖЕНИЕ 4**

**Индикатор риска, связанного с корпоративным управлением, для ведущих российских компаний  
по оценке компании Brunswick Warburg (26.04.01)**

**ПРИЛОЖЕНИЕ 5**

**Индикатор риска, связанного с корпоративным управлением, для ведущих российских компаний  
по оценке компании Brunswick Warburg (13.03.02)**