

Санкт-Петербургский государственный университет
Научно-исследовательский институт менеджмента

НАУЧНЫЕ ДОКЛАДЫ

А.В. Бухвалов, Ю.Б. Ильина, О.В.
Бандалюк

**Электронное корпоративное
управление и проблемы
раскрытия информации:
сравнительное пилотное
исследование**

№ 23(R)–2006

Санкт-Петербург

2006

А.В. Бухвалов, Ю.Б. Ильина, О.В. Бандалюк. Электронное корпоративное управление и проблемы раскрытия информации: сравнительное пилотное исследование. Научные доклады № 23(R)–2006. СПб.: НИИ менеджмента СПбГУ, 2006.

Одним из основных вопросов проблематики корпоративного управления является выбор наиболее адекватной национальной модели в условиях глобализации современной экономики. Сравнительный анализ национальных моделей корпоративного управления позволяет определить основные преимущества (издержки), которые необходимо учитывать при развитии корпоративных отношений в России. Одним из перспективных направлений развития и совершенствования корпоративного управления является создание концепции электронного корпоративного управления, академической основой для которого является концепция электронного правительства. Важной составляющей электронного корпоративного управления является прозрачность (транспарентность) компании.

В докладе проводится сравнительный анализ основных моделей корпоративного управления с точки зрения ключевых критериев, анализируется специфика деятельности Советов директоров. Особое внимание уделено качественному анализу корпоративных сайтов с точки зрения предоставления базовой информации о компании широкому кругу инвесторов. Авторы делают выводы относительно взаимосвязи между национальными моделями корпоративного управления и информационной прозрачностью компаний.

*Бухвалов Александр Васильевич — д.ф.-м.н., проф. Кафедры теории финансов факультета менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета
e-mail: bukhvalov@som.pu.ru*

*Ильина Юлия Борисовна — к.э.н., доцент Кафедры теории финансов факультета менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета
e-mail: jilina@som.pu.ru*

*Бандалюк Олеся Владимировна — ассистент Кафедры теории финансов факультета менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета
e-mail: bandaljuk@som.pu.ru*

© А. В. Бухвалов, Ю. Б. Ильина, О. В. Бандалюк, 2006

Saint Petersburg State University
Institute of Management

DISCUSSION PAPER

Alexander Bukhvalov, Yulia Ilina,
Olesya Bandaljuk

**Electronic Corporate Governance
and Problems of Transparency
of the Information: Comparative
Pilot Research**

#23(R)–2006

Saint Petersburg

2006

Alexander Bukhvalov, Yulia Ilina, Olesya Bandaljuk. Electronic Corporate Governance and Problems of Transparency of the Information: Comparative Pilot Research. Discussion Paper #23(R)–2006. Institute of Management, Saint Petersburg State University: St. Petersburg, 2006.

One of the basic issues in the field of corporate governance is the choice of the most adequate national model in conditions of globalization of modern economy. The comparative analysis of national models of corporate governance allows defining the basic advantages (costs) which are necessary for considering development of corporate governance in Russia. One of perspective directions of enhancing corporate governance performance is creation of the concept of electronic corporate governance, an academic background for which is the concept of electronic government. The important component of electronic corporate governance is transparency of the companies.

In this paper the comparative analysis of basic models of corporate governance is discussed from the point of view of key criteria, specifics of Boards of directors activities is analyzed. The special attention is given to the analysis of corporate web sites characteristics from the view of providing basic information on corporate governance in companies to the broad base of investors. Authors make conclusions concerning interrelation between national models of corporate governance and an information transparency of the companies.

Bukhvalov, Alexander V. —Professor, Department of Finance Theory, School of Management, Saint Petersburg State University
e-mail: bukhalov@som.pu.ru

Ilina, Yuli, B. — Associate Professor, Department of Finance Theory, School of Management, Saint Petersburg State University
e-mail: jilina@som.pu.ru

Bandaljuk, Olesya V. —Professor Assistant, Department of Finance Theory, School of Management, Saint Petersburg State University
e-mail: bandaljuk@som.pu.ru

Содержание

Введение.....	2
Цели и задачи исследования.....	5
Общая характеристика национальных моделей корпоративного управления и специфика корпоративных отношений в России.....	7
Национальные модели корпоративного управления и роль Совета директоров.....	16
Формирование выборки и гипотезы исследования.....	31
Результаты обследования.....	33
Заключение	39
Литература	41

Введение

На протяжении последних десятилетий складывались национальные модели корпоративного управления под воздействием правовой культуры, уровня и специфики экономического развития отдельных стран. Уровень экономического развития, в свою очередь, во многом зависит от качества институтов. Развитие институтов сыграло большую роль и в становлении системы корпоративных отношений в разных странах [Шаститко, 2006]. Понятие российской модели появилось недавно, еще окончательно не сложилось. Поэтому представляется интересной и важной попыткой сравнить различные национальные модели корпоративного управления, определить место российской модели, ее отличительные характеристики. Повышение интереса к изучению данной темы, к поиску наиболее эффективной модели корпоративного управления, в последние годы обусловлено, в частности, прошедшей в развитых странах, прежде всего, в США, чередой корпоративных скандалов, в которых не последнее место занимали просчеты в деятельности Совета директоров. Это во многом обусловило и последующие изменения в корпоративном законодательстве США (закон Сарбейнса-Оксли). Деятельность Совета директоров как формы корпоративного управления является одним из приоритетных направлений исследований в области корпоративных отношений. Существующий негативный опыт вкупе с другими факторами ставит под сомнение целесообразность использования какой-либо из существующих мировых моделей корпоративного управления в качестве эталона для России. У нас формируется собственная модель, имеющая свои отличительные особенности, уже прошедшая определенную эволюцию.

Ключевые факторы, лежащие в основе национальных моделей корпоративного управления (КУ) и, соответственно, различий между ними, — это отношения собственности (кто является доминирующим собственниками корпорации, степень концентрации собственности) и контроля (кто реально осуществляет контроль над корпорацией, механизмы формирования Совета директоров, взаимодействия Совета директоров, Правления, акционеров, других стейкхолдеров).

Ряд исследований рассматривают особенности национальных моделей с точки зрения контрактных отношений между стейкхолдерами (см., напр. [Prevezer, Ricketts, 1994], опираясь на теорию фирмы [Coase, 1937; Дженсен, Меклинг, 2004]). Большое количество работ посвящено анализу национальных моделей КУ с точки зрения инструментария новой институциональной экономики, развития корпоративного законодательства, включая защиту прав акционеров, концен-

трации собственности, моделей корпорации и других факторов [Грачева, 2004; Гуриев, Рачинский, 2004; Долгопятова, 2001; 2004; Ивасаки, 2006; Капелюшников, 2000, 2001, 2006; Капелюшников, Демина, 2005а, 2005б; Кузнецов, Муравьев, 2000, 2002; Ла Порта и др., 2005; Радыгин, Энтов, 2001; Радыгин и др., 2004; Третьяков, 2004; Шаститко, 2006; Яковлев, Данилов, 2006; Barca, Becht, 2001; Dolgopyatova, Iwasaki, 2006; Franks, Mayer, 1990, 1994; La Porta etc. 1998, 2002; Shleifer, Vishny, 1997; Yakovlev, 2004]. Ряд исследований ставят вопросы о том, какие модели (модель) в большей степени соответствуют реалиям современной экономики в условиях глобализации, о конвергенции существующих моделей [Интеграционные процессы, 2006; Капелюшников, 2006; Третьяков, 2004].

В исследовании деятельности Совета директоров (СД) особенно важно, как формировать Совет директоров и какие процессы обеспечивают его эффективность. Несмотря на большое количество исследований, связанных с деятельностью Советов директоров в разных странах, четкие ответы на данные вопросы пока не даны. В круг изучаемых вопросов включаются формирование структуры СД — число уровней, состав, в том числе число членов, среди них — независимых директоров, роль и функции [Бухвалов, 2006; Джиллис и др., 2006; Монтгомери, Кауфман, 2006; Муравьев, 2003; Овсянко, 2002, 2003; Vozec, 2005; Edwards, Fischer, 1994, 1996; Peasnell, Pope, Young, 2005]. Эта проблема является важной частью проблематики корпоративного управления, но должной академической основы не имеет. Для того чтобы построить модель эффективного Совета директоров, необходимо исследовать много факторов, в том числе спрос и предложение на рынке потенциальных директоров [Бухвалов, 2006].

Важной характеристикой качества корпоративного управления, фактором формирования стоимости компании является раскрытие информации акционерными обществами. На наш взгляд, важное значение имеет прозрачность компании и механизм ее реализации посредством так называемого электронного корпоративного управления (e-corporate governance). Частью создания этой системы является предоставление существенной информации о компаниях, связанной с корпоративным управлением, на корпоративных сайтах. Академические исследования в данной области еще не предпринимались. Существуют аналитические обзоры по проблемам раскрытия информации и прозрачности, периодически проводимые Standard&Poors, Российским институтом директоров [Кочетыгова, Попивший, 2006; Электронные ресурсы: http://sandp.ru/_images/pdfs/2081.pdf; www.rid.ru].

Качественную академическую основу имеют исследования в сфере электронного правительства (e-government). Корпоративное управление появилось позже, чем правительство (government) и государственное управление (governance). Идея разделения властей на исполнительную (правление, дирекция) и законодательную (Совет директоров) по аналогии с государственным управлением заимствована системой корпоративного управления. Ведь к середине 19 в., когда формировались крупные корпорации, практическая теория политики была уже хорошо разработана. Работы по тому, как устроена власть в стране и регионах, создавались на протяжении тысячелетий, в отличие от теории корпоративного управления, начавшей развиваться с 1930-х гг. и богато черпавшей из теории и практики государственного управления. В связи с этим можно говорить и о возможной аналогии электронного правительства и электронного корпоративного управления. На уровне государственной власти происходит информирование населения о происходящих событиях таким же образом, как происходит раскрытие информации о различных аспектах деятельности компании (disclosure). Есть возможность обратной связи — посредством интернет власть общается с народом, так же и компании должны предоставлять возможность инвесторам задавать вопросы и получать ответы путем создания каналов обратной связи.

Благодаря интернету снизились транзакционные издержки и различные барьеры участия в формировании и исполнении государственных решений. О повышенном внимании к этой проблеме в России свидетельствует и принятие в 2002 г. Федеральной целевой программы «Электронная Россия», рассчитанной на 8 лет.¹ Концепция электронного правительства появилась на рубеже XX и XXI вв. в результате реформирования систем государственного управления с появлением концепции «нового государственного менеджмента» и выходу на первый план проблем «хорошего публичного управления» (идеологический фундамент для концепции электронного правительства) [Голубева, 2006; Сериков, 2003; Чугунов, 2006; Curthoys, Crabtree, 2003; Graham, Amos, Plumptre, 2003; Okot-Uma, 2001; Schedler, 2002; Schedler, Scharf, 2003]. Этому способствовало стремительное развитие коммуникационных и информационных технологий. Концепция направлена на ориентацию публичных институтов на удовлетворение потребностей общества. В широком смысле под электронным правительством понимается «процесс трансформации внутренних и внешних взаимодействий в системе государственного управления в ре-

¹ Электронный ресурс: <http://www.e-rus.ru>.

зультате внедрения информационных и телекоммуникационных средств, с целью оптимизации управления, улучшения качества обслуживания населения и обеспечения конституционных прав граждан». Концепция электронного правительства, таким образом, предполагает нечто большее, чем просто обеспечение доступности информации о деятельности правительства, его проектов для населения. Это целый спектр принципов и задач, направленных на повышение качества государственных услуг путем эффективного использования информации с помощью информационно-коммуникационных технологий (ИКТ), повышение доступности государственной информации и услуг, открытости и подотчетности правительства, включение общественности в процесс государственного управления [Голубева, 2006]. По определению [Kovacic, 2006] электронное правительство — это выполнение посредством электронных средств интерактивных, внутриорганизационных процессов, и знаменует изменение всей доктрины бизнеса: традиционных организационных моделей, бизнес-процессов, взаимоотношений и операционных моделей, которые в последние десятилетия доминировали в общественном секторе. Данный подход предполагает возможности создания новой «организационной парадигмы», базирующейся на функционировании электронного правительства, всех государственных институтов. Таким же образом и развитие инструментария электронного корпоративного управления может изменить существующие подходы к решению проблем корпоративного управления. Электронное правительство рассматривается исследователями как инструмент для снижения уровня коррупции путем повышения прозрачности деятельности правительства [Солодов, 2006]. Таким же образом и повышение прозрачности компаний может являться если и не методом снижения коррупции (трудно представить такой уровень детализации информации о компании, доступный инвестору), то во всяком случае способствовать повышению эффективности рынка капиталов, а посредством этого — уменьшения возможностей недобросовестного использования рынка корпоративного контроля.

Цели и задачи исследования

В данной работе не предпринимается попытка всестороннего анализа национальных моделей корпоративного управления, что является предметом отдельных исследований. Также мы не претендуем в нашем небольшом обзоре на полномасштабное исследование деятельности Советов директоров.

В первой части работы мы попытаемся дать обзор национальных моделей, провести их качественное сравнение по ряду признаков. Представляется необходимым в качестве одного из направлений исследований в этой сфере обобщить характеристики деятельности Совета директоров в различных моделях корпоративного управления. Интересным является проанализировать, чем определяется специфика Советов, насколько структура, функции, характерные для Советов в определенной модели корпоративного управления, отвечают интересам стейкхолдеров. Данная часть работы базируется на анализе имеющихся теоретических и эмпирических исследований.

Во второй части мы попробуем выяснить, можно ли по информации, представленной на корпоративных сайтах компаний, выявить особенности той или иной модели с точки зрения доступной информации об эмитенте, возможна ли вообще взаимосвязь между моделью корпоративного управления и электронным КУ. Создание концепции электронного корпоративного управления по аналогии с электронным правительством, — задача, требующая развития инструментария ИКТ для общения с инвесторами с целью повышения качества корпоративного управления. Исследование качества корпоративного управления на основе информации, доступной с корпоративных сайтов компаний разных стран, представляющих различные модели корпоративного управления, с попыткой сравнить эти модели по критерию прозрачности компаний составляет научную новизну нашей работы. И это только первый шаг в исследовании наличия предпосылок и возможностей использования электронного корпоративного управления.

Среди публикаций по КУ необходимо отметить наличие большого числа статей сугубо нормативного порядка с предлагаемыми на основе рациональности, здравого смысла или набора кейсов рецептов по наилучшим моделям, стилям КУ. Однако, даже самые разумные спекулятивные рассуждения нуждаются в эмпирической проверке [Бухвалов, 2005]. Например, вывод о том, что распыленная форма собственности в корпорации является наилучшей формой КУ, опровергнут позитивным анализом многих развитых стран [Ла Порта и др., 2005]. Поэтому мы в своей работе не претендуем на заключения о наиболее эффективной модели КУ. Однако, целесообразно проверить, насколько особенности той или иной модели КУ отражаются на прозрачности компании с точки зрения предоставления информации на корпоративных сайтах.

Общая характеристика национальных моделей корпоративного управления и специфика корпоративных отношений в России

Существуют различные подходы к классификации национальных моделей корпоративного управления в зависимости от классификационного признака, лежащего в основе.

С точки зрения фактора концентрации собственности, с которым тесно связана модель корпорации, действующей в различных странах, ряд исследователей выделяют две базовые модели корпорации: модель W (widely held corporation) — компания с распыленной собственностью (англосаксонская модель) и модель B (blockholder model) — компания с концентрированной собственностью (весь остальной мир). Модель корпорации, существующая в Германии, Японии и сходная с ней модель Нидерландов не вписывается четко в данную классификацию, имея свои особенности [Капелюшников, 2006; Morck, Steier, 2005]. Кроме того, разделение всех существующих моделей на две основные имеет и другую основу: рыночно-ориентированная и банковско-ориентированная модели КУ. В рыночной модели капитализация компаний полностью определяется фондовым рынком, который превращается в рынок корпоративного контроля. В банковской модели большая часть корпораций управляется банками, основной формой финансирования является банковский кредит [Бухвалов, 2005; Ла Порта и др., 2005].²

Если рассматривать такие важные признаки, влияющие на всю систему корпоративного управления в компании, как отношения собственности и контроля, то с одной стороны, выделяется англосаксонская модель (США, Великобритания, Канада, Австралия, Ирландия, ЮАР, Индия), с другой — германо-японская. Другой подход к клас-

² Любая классификация на основе концентрации собственности является условной, поскольку, как показывает исследование [Ла Порта и др., 2005], структуры собственности могут быть настолько сложными, но разделение моделей с точки зрения распыленной и концентрированной структур собственности возможно только с большими ограничениями (например, одна из крупнейших по капитализации компаний США корпорация Microsoft имеет высококонцентрированную структуру капитала (три крупных акционера с пакетами акций 23,7%, 9%, 5%). Более корректно вести речь о степени распространенности фирм с распыленной и концентрированной собственностью в разных странах. В этой связи в исследовании [Ла Порта и др., 2005] авторы приходят к выводу, что фирмы с распыленной собственностью более характерны для стран с высоким уровнем защиты акционеров (страны с системой общего права), а в странах с низким уровнем защиты акционеров (страны гражданского(романо-германского) права) преобладают другие типы фирм, в том числе контролируемые семействами.

сификации — аутсайдерская и инсайдерская модели. Российская модель корпоративных отношений является специфичной, отличной от двух основных мировых моделей, хотя и имеет сходные признаки с каждой из них. Например, по признаку концентрации собственности российская модель близка к Германии и Японии, однако, для этой модели не характерно столь же значительное влияние банков. По степени развитости фондового рынка Россия даже уступает Японии и Германии, не говоря о США и Великобритании, однако, причинами этому служат не сложившаяся модель, не ориентированная на рынок финансовых ресурсов и корпоративного контроля, а недостаточность условий, необходимых для становления рынка ценных бумаг.

Некоторые исследования отдельно выделяют корпоративные модели Германии и Японии, не противопоставляя их, но и выделяя ряд отличительных признаков каждой модели [Prevezer, Ricketts, 1994; Edwards, Fischer, 1994; Corbett, 1994; Masuyama, 1994].

Мы склоняемся все же к классификации, выделяющей две основные мировые модели (рыночно-ориентированную и банковско-ориентированную) и охарактеризуем российскую модель корпоративного управления как имеющую свою специфику (таблица 1). Понятно, что кроме основных двух моделей, каждая национальная модель КУ имеет свои особенности.

Таблица 1

Сравнительная характеристика национальных моделей корпоративного управления

Фактор/Модель	Англосаксонская	Германо-японская	Российская
Концентрация собственности	Деконцентрированная (распыленная, дисперсная)	Высокая концентрация	Высокая концентрация
Основные собственники	Институциональные и индивидуальные инвесторы	Банки, компании, ФПГ	Компании, государство
Доминирующий внешний источник финансирования	Рынок капитала	Банковские кредиты	Банковские кредиты
Развитость рынка корпоративного контроля	Высокая	Низкая	Низкая
Кто осуществляет	Аутсайдеры	Инсайдеры	Инсайдеры

Фактор/Модель	Англосаксонская	Германо-японская	Российская
контроль			
Основные стейкхолдеры	Акционеры	Широкий круг стейкхолдеров ³	Акционеры
Правовая защита интересов миноритарных акционеров	Высокая	Модель не ориентирована на миноритариев	Слабая
Агентская проблема	Конфликт интересов акционеров и менеджеров	Конфликт интересов крупных и мелких акционеров	Конфликт интересов крупных и мелких акционеров
Требования к раскрытию информации	Жесткие	Невысокие	Невысокие
Модель Совета директоров	Одноуровневая	Двухуровневая в Германии; Одноуровневая в Японии	Одноуровневая

Еще один фактор, который следовало бы включить в таблицу, но мы сознательно этого здесь не делаем, — уровень прозрачности компаний. Данные результаты мы предполагаем получить из обследования прозрачности компаний — представителей разных моделей КУ.

В основе формирования моделей лежит фактор концентрации собственности. Если сравнивать национальные модели по данному признаку, то в странах, где концентрация корпоративной собственности высока, огромное значение приобретают не только механизмы взаимодействия между акционерами и менеджерами, что, собственно, и составляет проблему корпоративного управления, но и отношения между миноритарными и мажоритарными акционерами. Это касается поиска баланса интересов между этими группами акционеров, отражающихся в урегулировании прав акционеров при реструктуризации (например, поглощении), вопросах, связанных с дробными акциями и др. Из проблем концентрации собственности вытекает и специфика отношений собственности и контроля, характерная для различных моделей, которая определяет и все другие характеристики: источники

³ Об ориентации модели на большую группу стейкхолдеров свидетельствует хотя бы тот факт, что, например, компании Toyota принадлежит термин «бережливое производство» (lean manufacturing). Это целая философия, а не только забота об экологии, свойственная японским компаниям (сохранение леса, производство электромобилей и пр.).

финансирования, структуру капитала, рынок корпоративного контроля.

Англо-американская модель характеризуется наличием большого числа индивидуальных акционеров, как правило, независимых от компании, называемых аутсайдерами. В данной модели треугольник корпоративного управления представлен в своем классическом виде — независимые акционеры, менеджеры, директора, призванные представлять интересы акционеров и осуществлять контроль над менеджментом. Необходимо, однако, отметить, что и в этой модели в последние годы произошел сдвиг в сторону увеличения числа крупных акционеров за счет институциональных инвесторов.

Высокий уровень развития фондового рынка как рынка финансовых ресурсов и рынка корпоративного контроля в системе корпоративного управления уже сам по себе свидетельствует о высоком потенциале эффективности англосаксонской модели. Эта модель предоставляет инвесторам много опций относительно своего инвестиционного поведения, прежде всего диверсификации вложений, что ограничено при германо-японской и российской модели. Например, это касается проблемы free float акций (доли акций в свободном обращении), которая в России невелика. Российская модель начинала формироваться с образования финансово-промышленных групп (ФПГ), многие из которых возглавлялись банковскими конгломератами. Эти группы зачастую не были официальными, хотя формально подвергались действию закона «О финансово-промышленных группах» 1995 г. (данный закон фактически не действовал). Начиная с процесса массовой приватизации с последующим образованием ФПГ, продолжения процесса концентрации крупной корпоративной собственности в процессе залоговых аукционов, была заложена основа для высококонцентрированной модели КУ в России.

Концентрация собственности в большинстве российских АО остается высокой. Из 54 компаний, исследованных Standard&Poors на предмет уровня раскрытия информации (крупнейшие российские компании), во всех имеется не менее 1 акционера, владеющего блокирующим пакетом акций, в 46 компаниях контрольные пакеты принадлежат одному бенефициарному акционеру или контролируются группой акционеров. 61% совокупной рыночной капитализации 54 компаний представлен блокирующими или контрольными пакетами акций [Кочетыгова, Попивший, 2006]. Однако, в силу недостаточно адекватной системы раскрытия информации о структуре собственности и распространенности института номинального держания, невозможно провести серьезное исследование с использованием инструментария, предложенного [Ла Порта и др., 2005] для анализа пирамидальных

структур и выявления конечных собственников. Поэтому приходится ограничиваться имеющимися данными по собственникам первого уровня, что искажает картину, не дает представления о доминирующих собственниках, позволяя только сделать вывод о высокой концентрации корпоративной собственности в России.

Для России, как и для других стран с доминированием контролирующих собственников (континентальная Европа, развивающиеся страны, страны с переходной экономикой), характерен низкий уровень защиты прав миноритарных акционеров, по сравнению со странами с распыленной собственностью. Например, в мировой практике существует процедура «вытеснения» (squeeze out) — право мажоритарных акционеров, владеющих 90–95% акций, принудить миноритарных акционеров продать им свои акции.⁴ Принудительный выкуп крупными акционерами долей миноритариев — одно из эффективных средств борьбы с корпоративным шантажом и недружественными поглощениями. Данные нормы были учтены при разработке законопроекта Федерального закона № 162770-4 «О внесении изменений в Федеральный Закон «Об акционерных обществах» и некоторые другие законодательные акты РФ» (вступил в силу с 1 января 2006 г.). Эксперты отмечают, что данный законопроект ставит российское законодательство на новый уровень защиты прав акционеров. Тем не менее остаются вопросы о гарантии справедливого возмещения стоимости акций миноритарному акционеру, о том, как государство будет защищать права мелких акционеров, об оценке при выкупе миноритарных долей. Единственный способ защиты миноритариев в случае несправедливого выкупа — обращение в суд, но практика показывает, что российские суды пока не готовы защитить экономические права владельцев мелких пакетов акций [Глотова, Талицкая, 2006].

В исследованиях [Ла Порта, 2005; La Porta, 1998, 2002] отмечаются недостатки правовой системы защиты прав акционеров, прежде всего, миноритарных, и низкая эффективность систем правопримене-

⁴ Подобные ситуации возникают при приобретении мажоритарным акционером определенной «пороговой величины», зачастую при публичных предложениях о выкупе, например, о поглощении. Такие нормы предполагают справедливую денежную компенсацию миноритарным акционерам. Федеральным законом «Об акционерных обществах» предусматриваются правила приобретения крупного пакета акций (ст. 80), но только для АО числом акционеров более 1 тыс., а также обществ, которые уставом или решением общего собрания акционеров не освободили своих акционеров от этой обязанности. Отсутствуют ответы на ряд вопросов, которые возникают при приобретении крупных пакетов. Отсюда — нарушения прав акционеров и злоупотребления со стороны лиц, стремящихся к контролю над компанией.

ния, характерные для различных моделей корпоративного управления. Очевидно, чем выше уровень законодательного обеспечения прав акционеров, тем выше готовность потенциальных инвесторов вкладывать средства в акции компаний. Отсюда и большее число первоначальных предложений акций, и в целом выше доля ресурсов фондового рынка в структуре источников финансирования компаний. Несмотря на то, что для англо-американской модели характерна высокая доля финансирования корпораций за счет выпусков акций (за период 1990–2000 гг. совокупные вложения в акции выросли почти в 5 раз — с 3,5 до 13,2 трлн. долл. [Миловидов, 2002]), корпоративное законодательство в США не обеспечивает эффективных механизмов корпоративного управления, реальный уровень системы защиты прав и интересов инвесторов (как акционеров, так и кредиторов) невысок. Это касается раскрытия информации, возможности искажения финансовой отчетности, аудита и др. Корпоративные скандалы начала 2000-х гг. вскрыли не только недостатки регулятивной базы (оказалось, что информацию, существенную для инвесторов, можно длительное время скрывать, финансовую отчетность представлять в искаженном виде). Это был удар и по основам современной теории финансов, провозглашающей эффективность рынка капиталов, когда вся существенная информация отражается в ценах акций, отсюда — отсутствие возможности для арбитража, поскольку вся информация должна равномерно распределяться среди инвесторов.

Акционеры в англосаксонской модели являются аутсайдерами, не имея значительного влияния на управление компанией. Эта функция, как и полагается, делегируется Совету директоров, который в данной модели нацелен на представление интересов прежде всего именно аутсайдеров. Однако, как показывает негативный опыт корпоративных скандалов и последние исследования в этой области, Совет директоров перестает быть адекватным представителем интересов акционеров, и связь между ними ослабевает [Монтгомери, Кауфман, 2006].

Напротив, в Японии акционеры в основном являются инсайдерами, имея определенные связи с компанией. Структура акционерной собственности в Великобритании и Японии примерно схожа: три четверти принадлежит институтам, одна четверть — физическим лицам. Тем не менее, сама сущность институционального владения акциями в этих странах различна. В Японии институты не являются независимыми пенсионными фондами и страховыми компаниями со своими собственными интересами и обязательствами. Это банки, предоставляющие компании долговое финансирование, и другие компании,

связанные перекрестным владением (похожая ситуация характерна и для Франции — перекрестное владение в рамках холдингов), являющиеся частью финансово-промышленной группы «кейрецу» (keiretsu). Переход прав собственности ограничен по сравнению со странами англо-американской модели. В Японии около 2/3 акционерной собственности находится в форме стабильного владения (antei rabunushi) [Corbett, 1994; Masuyama, 1994]. Эта стабильность вытекает из обязательства иметь права контроля в качестве пассивного дружеского инсайдера и не передавать права третьим лицам или, по крайней мере, проконсультироваться с компанией, чьими акциями владеет, в случае необходимости распоряжения ими. Поэтому наиболее активно торгуются акции, принадлежащие физическим лицам, что является ситуацией, противоположной англосаксонской модели. Враждебные поглощения в Японии практически невозможны. Права собственности и контроля, которыми обладают японские банки в компаниях, ограничены 5% в одной компании, в Германии — 12%. В обеих странах роль акционера для банка так же велика, как и роль кредитора. То есть в странах германо-японской модели банки хорошо понимают свои взаимные интересы, а в англосаксонской модели институциональных инвесторов много, они разрозненны, не имеют общих интересов.

В Германии, в отличие от Японии, нет соглашений об обязательствах сохранять права контроля и нет ограничений на передачу прав собственности. Однако, как утверждают [Franks, Mayer, 1990], существуют ограничения на передачу прав контроля. В Германии публичные компании имеют право выпускать неголосующие акции в объеме, не превышающем объем выпуска голосующих акций. Таким образом можно привлекать акционерный капитал без оказания влияния на права контроля над компанией. Банки также могут осуществлять права голоса от имени акционеров (быть номинальными держателями) [Edwards, Fischer, 1994], и это право является основным способом осуществления права голоса на общих собраниях акционеров и обеспечения представительства в Советах директоров. В Германии права работников компаний прописаны в законе о кодeterminации (co-determination law). Они имеют своих представителей в наблюдательных советах и в рабочих комитетах по вопросам занятости и увольнения. Программы кодeterminации разрабатывались в Западной Европе в послевоенный период при поддержке государства как средство обеспечения гарантий производственной демократии и активного участия представителей трудящихся в принятии управленческих решений [Фуруботн, Рихтер, 2005]. В инсайдерской модели для установления корпоративного контроля также используется перекрестное владение акциями, перекрестные гарантии и акционерные соглашения

по снижению влияния инвесторов, не имеющих контрольного пакета акций. Акционерные соглашения касаются также порядка выбора председателя Совета директоров, обязательств участников голосовать блоком.

Инсайдерская модель КУ представлена также в Австрии, Швейцарии, Нидерландах (значительную роль играют институциональные инвесторы), Франции.

В ряде стран сложились промежуточные модели КУ. В Австралии, Канаде и Новой Зеландии, которые в целом относятся к англосаксонской модели, собственность более концентрирована, чем в США и Великобритании, а доминирующими собственниками являются семейные фирмы. Разновидностью инсайдерской модели является семейно-государственная модель. Шведская модель является, например, семейно-ориентированной, то есть семейные собственники компаний оказывают существенное влияние на их деятельность, хотя фондовый рынок в Швеции высоко ликвидный, хорошо разработано законодательство о ценных бумагах и раскрытии информации.

Что касается сравнения моделей по степени эффективности, то, несмотря на периодически существовавший крен в сторону признания более эффективной то англо-американской, то германо-японской моделей, ряд исследователей пришли к выводу, что с точки зрения эффективности эти модели можно считать равноценными. Очевидно, что каждая из моделей обладает своими преимуществами, так же, как и не избавлена от недостатков и издержек, связанных с правовыми и институциональными особенностями [Капелюшников, 2006].

В последние годы наблюдаются процессы конвергенции национальных моделей корпоративного управления [Третьяков, 2004]. Этому способствуют растущая интеграция финансовых рынков, глобализация товарных рынков, тенденции к сближению правовых и институциональных норм, более открытый обмен информацией. Однако этот процесс вряд ли приобретет завершённую форму в ближайшие десятилетия. Необходимы изменения структуры собственности, корпоративного контроля, корпоративного законодательства, системы раскрытия информации и других правовых и экономических факторов, лежащих в основе формирования национальных моделей корпоративного управления. Например, для трансформации модели с концентрированной структурой собственности в модель с распыленной собственностью необходимо предоставление более широких прав мелким акционерам. Хотя наблюдаются определенные процессы конвергенции в направлении англосаксонской модели. Особенно подвижной в этой связи может оказаться российская модель, которая еще

не успела застыть и приобрести какие-то четко закрепленные характеристики. Прежде всего это касается возможного снижения в будущем концентрации собственности ввиду выведения на открытый рынок части крупных пакетов акций следующими поколениями предпринимателей, унаследующих бизнесы современных крупных держателей [Капелюшников, 2006]. Хотя вполне возможна трансформация нашей модели в семейно-ориентированную модель КУ, характерную для многих стран разных частей мира (например, Аргентины, Мексики, Греции, Израиля, Бельгии, скандинавских стран).

Для российской модели КУ в целом характерны следующие особенности: концентрация собственности, недостаточное разграничение собственности и контроля, громоздкие холдинговые структуры, неопытные и неправильно функционирующие Советы директоров [Пособие..., 2004, часть I].

Уровень российского корпоративного законодательства оценивается рядом экспертов как высокий [Бухвалов, 2005, 2006; Попова, 2006]. Об этом свидетельствуют, в частности, результаты исследования антидиректорского индекса при сравнении качества КУ в странах Центральной и Восточной Европы, полученные [Berglof, Rajuste, 2003], основанного на методике [Ла Порта и др., 2005]. Значение этого индекса в России выросло с 2 в 1992 г. до 5,5 в 1998 г. Это высокий показатель по сравнению со среднемировым значением (по 49 странам), равным 3, и со средним значением для стран общего права, где защита прав акционеров находится на высоком уровне (значение равно 4 в 1996 г.). Это свидетельствует о том, что формальные основы российского корпоративного законодательства были прописаны квалифицированно, но качество КУ в компаниях не соответствует уровню законодательства. Хотя в целом уровень защищенности прав собственности в России признается низким [Тамбовцев, 2006]. Совершенствование корпоративного законодательства, направленное на повышение эффективности системы корпоративного управления, должно обеспечивать: защиту прав собственности, обеспечение балансов интересов между акционерами и менеджерами, мажоритарными и миноритарными акционерами, акционерами и кредиторами.

Российская система корпоративного управления, как уже говорилось выше, в целом ориентирована на фондовый рынок. Об этом говорит растущее количество IPO российских компаний, в том числе на зарубежных финансовых рынках. Но одной, даже эффективно действующей, системы защиты прав инвесторов недостаточно для того, чтобы фондовый рынок стал играть значительную роль в финансировании российских компаний, хотя в России и наблюдается рост доли

финансирования компаний за счет средств с фондового рынка. Отношение объема инвестиций, привлеченных российскими компаниями посредством выпуска акций и облигаций и долгосрочных кредитов банков, к общему объему инвестиций в основной капитал составляло менее 10% в 2000–2001 гг., а в 2005 г. этот показатель превысил 40% [Яковлев, Данилов, 2006]. Пока возможностями финансовых рынков пользуются только крупные компании. Многие АО все еще избегают новых эмиссий, поскольку руководство опасается утраты корпоративного контроля. В США корпорации являются по-настоящему публичными, менеджмент и собственники не рассматривают рынок ценных бумаг как угрозу потери контроля над компанией.

Одним из недостатков российского законодательства является объединение под юрисдикцией одного закона «Об акционерных обществах» и открытых, и закрытых АО [Бухвалов и др., 2006; Яковлев, Данилов, 2006]. В реальности под действие данного закона подпадают три вида компаний: закрытые компании, юридически не имеющие оснований для выхода на открытый рынок; открытые АО, торгующие акции на фондовом рынке; псевдооткрытые АО, не котирующиеся на рынке и, по сути, занимающие промежуточное положение между первыми двумя. Этим компаниям необходимо сделать выбор о дальнейшей форме существования — либо в форме ОАО путем осуществления IPO, либо осуществить переход в закрытую форму акционерного общества или ООО.

При обсуждении российской модели корпоративного управления необходимо учитывать также тот факт, что качество корпоративного управления в компаниях Москвы, Санкт-Петербурга и регионов различно, соответственно, и полнота раскрытия информации о компании неодинакова.

Для совершенствования национальной модели корпоративного управления, таким образом, необходимо совершенствование корпоративного законодательства, улучшение качества институциональной среды и инфраструктуры финансового рынка.

Национальные модели корпоративного управления и роль Совета директоров

Очевидно, что деятельность Совета директоров тесно связана со спецификой модели КУ, так как на структуру и функции Совета влияют факторы, определяющие особенности моделей (концентрация собственности, структура доминирующих собственников, особенности корпоративного законодательства и пр.). Например, очевидно, что при высокой степени концентрации корпоративной собственности и

контроля у финансовых институтов, характерной для германо-японской модели, данная группа блокхолдеров имеет значительное число своих представителей в СД. Попытаемся найти место Совета директоров в каждой модели с точки зрения того, как зависит роль, структура, функции Совета директоров от модели корпоративного управления.

В Советы директоров стран *англосаксонской системы* входят как внутренние члены (инсайдеры, исполнительные директора) — лица, работающие в компании или аффилированные с ней, так и внешние директора (аутсайдеры, неисполнительные директора, независимые директора). Но Совет является унитарным (одноуровневым). Во многих компаниях должности председателя Совета директоров и генерального (исполнительного) директора (СЕО) совмещены. Еще в 1990 г. один человек являлся одновременно председателем Совета директоров и СЕО в 75% из 500 крупнейших корпораций США. В Великобритании, например, согласно исследованиям, проведенным при подготовке доклада Д. Хиггса, доля компаний, в которых эти должности совмещены, составляет 5% среди 100 лидеров, входящих в FTSE-100, и 11% среди компаний, входящих в группу «малые и средние». Крупнейшие компании начали переход к разделению этих функций еще с середины 1990-х гг.: с 25% в 1991 г. до 7% в 1996 г. и 5% в 1999 г. [Грачева, 2004]. Особенностью российской модели является нечеткое разграничение полномочий между Советом директоров и исполнительными органами управления АО [Яковлев, Данилов, 2006]. Традиционно англо-американское законодательство не предполагало различий между различными типами директоров — все директора несут одинаковую ответственность независимо от того, являются они исполнительными или неисполнительными. Сегодня и американские, и английские компании тяготеют к включению в Совет большего числа независимых директоров. Этому способствовали и изменения в законодательстве стран англо-американской модели, направленные на более четкое определение роли и ответственности неисполнительных директоров. Важное значение в этой связи имел отчет Кэдбери «Финансовые аспекты корпоративного управления», опубликованный в Великобритании в 1992 г. Позднее эти положения были дополнены, использовались при разработке национальных кодексов корпоративного поведения [Овсянко, 2002]. Сегодня в Великобритании вопросы деятельности неисполнительных директоров подробно регламентированы в докладе Д. Хиггса, в США — в законе Сарбейнса-Оксли.

По численности Советы директоров Великобритании и США меньше, чем в германо-японской модели. В середине 1990-х гг. средняя численность Совета в США была 13 человек. В Великобритании к

началу 2000 г. средняя численность Совета директоров среди 100 крупнейших компаний была 11,5 человек [Грачева, 2004]. Доля независимых директоров в британских компаниях на протяжении 1990-х гг. повышалась, и сегодня в крупных компаниях она составляет более 50% [Овсянко, 2003]. Срок их пребывания на посту составляет порядка 4,5 лет [Грачева, 2004].

В англо-американской модели два действия, требующие обязательного одобрения общего собрания акционеров: выборы Совета директоров и назначение аудиторов. Существует различие между законодательством Великобритании и США по вопросам выплаты дивидендов: в США акционеры не должны голосовать по размеру дивидендов, а в Великобритании этот вопрос выносится на голосование.

Деятельность Совета директоров напрямую связана с вопросами контроля над менеджментом. По этому аспекту также существуют различия между моделями корпоративного управления. В Великобритании практически не осуществляется прямого контроля акционеров над менеджерами, поскольку возможность такого влияния с точки зрения отдельного держателя небольшого пакета акций незначительна. Акционеры назначают аудиторов и внешних директоров в качестве своих агентов. Однако, все это имеет смысл только если выборы на эти должности не находятся под контролем менеджмента. Так что наиболее важными вопросами здесь являются пути увеличения независимости неисполнительных директоров и независимости аудиторов от исполнительного менеджмента.

В *германо-японской модели* существует сильная взаимосвязь между корпорацией и ее главным банком. Главный банк и кейрецу — два дополняющих друг друга элемента японской модели. Банки имеют места в Советах директоров, хотя и необязательно занимают доминирующие там позиции. В Японии число представителей банка в Совете директоров повышается при увеличении доли владения, и их позиция в этом органе определяется их ролью прежде всего как акционера, а не как кредитора. Независимых директоров в Советах очень мало. Процент иностранных инвесторов в японской корпорации также мал.

Иное, нежели в британских и американских компаниях, положение финансовых институтов в Советах директоров Германии и Японии определяет и их особые взаимоотношения с компанией. Информационные потоки между банком и компанией более развиты. Однако это не свидетельствует от том, что банки в германо-японской модели контролируют промышленность в данных странах, или что отдельный банк имеет эксклюзивный контакт с каждой компанией. Это означает

лишь, что банки могут осуществлять прямой контроль и функции сбора информации как собственники.

Главный банк оказывает широкий спектр услуг своим корпоративным клиентам — консалтинговые, инвестиционные, кредитование. В США антимонопольное законодательство запрещает одному банку играть столько ролей в жизни одной компании. Различные услуги оказываются разными структурами: коммерческими банками, инвестиционными банками, консалтинговыми компаниями и пр.

В целом структура Советов директоров в Японии и Германии служит не только интересам акционеров. Советы в основном состоят из лиц, которые считают себя ответственными не только за акционеров, но и за взаимоотношения акционеров и всех стейкхолдеров. Компании заботятся о росте рыночной доли, высоких темпах роста, более, чем это было бы возможно в случае служения интересам отдельных акционеров. Этим во многом объясняется и меньшее значение прибыли на акцию в Японии по сравнению с США [Masuyama, 1994].

В отличие от Японии, в Германии существует двухпалатная (двухуровневая) структура Совета директоров: наблюдательный совет (supervisory board) и исполнительный совет (managing board). Членство в наблюдательном Совете разделено поровну между представителями работников и акционеров [Edwards, Fischer, 1994]. Хотя формально верхняя палата Совета директоров назначает нижнюю палату, ответственную за контроль над менеджментом (исполнительный совет), сами они строгого контроля не осуществляют, собираются нерегулярно (2-4 раза в год по сравнению с 10-12 в США), обсуждают не только бизнес, но и общественные дела. Члены исполнительного совета не могут быть одновременно членами наблюдательного совета. С другой стороны, существуют связи между наблюдательными советами разных компаний, а также между исполнительными советами и наблюдательными советами других компаний. Двухпалатная система существует также в Нидерландах, встречается и во Франции [Овсянко, 2003].

В Германии большинство крупнейших корпораций контролируется банками, которые, тем не менее, сами находятся в широком владении, о чем свидетельствуют результаты исследования [Ла Порта и др., 2005]. Специфика Германии состоит в том, что банки не имеют крупных пакетов акций в компаниях, которые позволили бы им оказывать существенное влияние на решения общего собрания акционеров. Однако доли владения банков в корпорациях никак не связаны с тем, какой контроль они осуществляют. Основным источником власти

банков в корпорациях, которую они осуществляют посредством голосования на собраниях акционеров, в том, что они голосуют по доверенности от имени акционеров. Большинство акционеров, особенно в компаниях с распыленной собственностью, не дают банкам инструкций по голосованию, поэтому банки принимают решения по своему усмотрению. В течение нескольких десятилетий основная часть голосов в германских компаниях была сосредоточена в руках трех банков — Deutsche Bank, Dresdner Bank, Commerzbank [Edwards, Fischer, 1994]. Кроме того, банки осуществляют контроль над менеджментом посредством представительства в наблюдательных советах как номинальные держатели акций. Эта система, основанная прежде всего на голосовании по доверенности (proxy vote system) рассматривается экспертами как эффективный механизм обеспечения интересов акционеров в германских компаниях, которые сами не имеют стимулов и достаточной информации для влияния на деятельность менеджмента. Однако, это не значит, что банки занимают лидирующие позиции в совете директоров. Значительное число мест занимают представители работников корпораций. Таким же образом по доверенности на участие в голосовании и представительство в Совете директоров большее число мест занимают нефинансовые компании. Поэтому влияние банков зачастую переоценивается [Edwards, Fischer, 1994]. В последние годы практика голосования акциями мелких держателей без их письменного согласия была ограничена [Капелюшников, 2006].

Из всего вышеизложенного нельзя сделать вывод о том, какая структура Совета директоров, в какой модели, более направлена на защиту интересов инвесторов. Преимущество СД в Германии и Японии в том, что их деятельность обеспечивает интересов и других стейкхолдеров, кроме акционеров, а также более непосредственно ориентирована на контроль за менеджментом. Инсайдерская система признается рядом экспертов эффективнее аутсайдерской, поскольку контроль компании осуществляется агентами, поддерживающими с ней тесные экономические связи. Хотя это неочевидно, поскольку в последние годы компании США и Великобритании провели масштабную структурную перестройку и обеспечили высокие показатели эффективности деятельности [Третьяков, 2004]. В Великобритании и США, кроме того, существует развитый рынок корпоративного контроля, который заставляет менеджеров заботиться о цене акций своей компании.

В российской модели система органов управления акционерным обществом, предписанная Федеральным законом «Об акционерных обществах», выглядит так:

Исполнительная власть: Генеральный директор Правление/Дирекция	Законодательная власть Общее собрание Совет директоров	Контрольно-ревизионные функции Ревизор/Ревизионная комиссия
---	---	---

Наличие генерального директора, общего собрания, ревизионной комиссии (ревизора) обязательно, а правление (дирекция) и Совет директоров образуются по инициативе акционеров. Тем не менее, сегодня трудно представить компанию, осуществляющую управление без Совета директоров. При его отсутствии законодательная власть осуществляется общим собранием акционеров, и могут возникать различные юридические проблемы. Этот орган управления обществом является ключевым. Деятельность его осуществляется согласно требованиям законодательства, Устава и внутреннего положения компании о Совете директоров.

Российское законодательство допускает существование и одноуровневой, и двухуровневой системы Совета директоров, но в нем не проводится разграничения между наблюдательным советом и исполнительным советом подобно германской модели.⁵

Результаты эмпирического исследования [Интеграционные процессы..., 2006] показали, что менеджеры акционерных обществ и крупные внешние акционеры занимают большую часть мест в советах директоров российских компаний. В совете директоров все «инсайдеры»-менеджеры и крупные внешние акционеры закрепили за собой более 78% голосов (таблица 2). Независимые директора не имеют значительного числа голосов.

Таблица 2

Структура совета директоров российских компаний, в % к общему числу членов совета

Представители в совете	По выборке в целом	Независимые АО	Члены холдингов	Управляющие компании	Значимость различий*
Менеджеры АО	46.4	54.5	30.5	45.3	0.000/0.000
Рядовые работники, профсоюз	5.0	6.3	2.7	4.0	0.001/0.001

⁵ Подробно о порядке формирования, структуре, функциях, полномочиях Совета директоров и др. см. [Пособие..., 2004], Том 2, Часть II «Совет директоров и исполнительные органы общества».

Представители в совете	По вы- борке в целом	Неза- виси- мые АО	Члены хол- дингов	Управ- ляющие компан- ии	Значи- мость раз- личий*
Органы власти всех уровней	5.0	5.1	4.2	8.7	0.259/0.175
Крупные внешние акционеры	32.0	24.0	48.4	28.9	0.000/0.000
Мелкие внешние акционеры	4.7	5.1	3.8	5.5	0.853/0.896
Независимые директора	6.2	4.1	10.0	7.7	0.000/0.000
Другие	0.7	1.0	0.4	0.0	0.672/0.675
Всего членов совета, человек	6.7	6.3	7.2	7.1	0.000/0.000
Количество АО	736	460	237	38	-

В числителе - Kruskal Wallis test, в знаменателе – тест сравнения медиан.

Источник: [Интеграционные процессы..., 2006].

Данные, полученные в результате вышеуказанного исследования, расходятся с информацией Международной финансовой корпорации (МФК), опубликованных в [Пособие..., 2004]. По данным усредненной структуры Совета директоров 271 компании, 35% составляют менеджеры и работники компаний, 30% — крупные акционеры, 18% — независимые директора, 9% — миноритарии, 8% — представители государства. Причем основное расхождение наблюдается по категориям независимых директоров (6% против 18%), менеджерам и работникам (51% против 35%). Причина, скорее всего, в различиях в выборке, а не в сроках проведения эмпирических исследований. В противном случае можно утверждать, что в России снижается количество независимых директоров в Советах, что не соответствует действительности, а также растет доля менеджеров и рядовых работников, что, по меньшей мере, сомнительно.

Существует ряд исследований, посвященных анализу взаимосвязи между концентрацией собственности и эффективностью деятельности компании (см., напр., [Гуриев и др., 2003; Капелюшников, Демина, 2005а; Кузнецов, Муравьев, 2000; Радыгин, Энтов, 2001; Ясин, 2004; Earl, Telegdy, 2001; Grosfeld, Tressel, 2002; Hanousek, Kocenda, Svejnar, 2004; Kocenda, Svejnar, 2002].⁶ Причем, результаты подчас противоречивы⁷. Проведенные исследования, связанные с деятельностью Советов директоров при разных моделях корпоративного управления, также не дали однозначных результатов.

⁶ Следует, однако, отметить, что в ряде случаев при анализе результатов эмпирических исследований отождествляются влияние фактора концентрации собственности на финансовые результаты компании и на корпоративное управление [Интеграционные процессы..., 2006, с. 25], что, очевидно, не одно и то же.

⁷ Подробно см. [Интеграционные процессы..., 2006, глава 3].

Результаты совместного российско-японского исследования по корпоративному управлению, включавшего около 800 российских акционерных обществ, свидетельствуют о существующей связи между структурой и ролью Совета директоров и концентрацией собственности. АО со средним уровнем концентрации собственности указали на сильное влияние Совета директоров на управление компанией в 80% случаев, а при высокой концентрации капитала — только в 62% АО (при низкой — 66%). По-видимому, делают вывод авторы, высокая концентрация дает другие рычаги корпоративного контроля [Интеграционные процессы..., 2006]. Число членов совета директоров составляет в среднем около 7 человек, причем имеет тенденцию к уменьшению [Ясин (ред.), 2004; Долгопятова, 2001; Интеграционные процессы..., 2006].

Именно Совет директоров призван обеспечивать соблюдение баланса интересов между акционерами, менеджерами, всеми группами стейкхолдеров. Поэтому роль этого органа в управлении компанией переоценить сложно. В законодательстве прописаны функции Совета директоров, и от уровня развития, качества корпоративного законодательства зависит во многом роль, которую способен выполнять Совет директоров. Например, по мнению экспертов, в российском законодательстве не урегулирован ряд вопросов, связанных с деятельностью данного органа управления АО, среди них: необходимость расширения вопросов компетенции Совета директоров, необходимость законодательного закрепления контракта между АО и Советом директоров, включающего обязанности Совета директоров перед компанией, а АО — перед Советом (такой контракт, имеющий место в международной практике, рекомендуется Кодексом корпоративного поведения, но не закреплен ГК РФ. О низком уровне защиты прав мелких акционеров свидетельствует хотя бы то, что по данным МФК, среди обследованных региональных компаний в 70% в Совете директоров не было представлено ни одного миноритарного акционера [Практика..., 2003, раздел 2.2.1].

Самой сущностью аутсайдерской системы корпоративного управления предполагается высокий уровень защиты прав инвесторов, прежде всего в отношении контроля над компанией, Совет директоров и менеджеры являются подотчетными акционерам, деятельность Совета директоров направлена прежде всего на защиту интересов аутсайдеров. Тем не менее, исследователи приходят сегодня к выводу об утери связи между акционерами и Советом директоров по всем направлениям их взаимодействия [Монтгомери, Кауфман,

2006].⁸ В качестве мер совершенствования деятельности СД предлагаются протоколирование заседаний Совета, самоорганизация акционеров, специальное независимое финансирование деятельности Совета, разделение должностей председателя Совета директоров и генерального директора. С другой стороны, в работе [Джиллис и др., 2006] приводятся результаты эмпирических исследований, показывающие, что разделение этих должностей не является «жизненно важным». Проблема разделения должностей председателя СД и СЕО относится к одному из спорных вопросов корпоративного управления и пока ни одна точка зрения не имеет серьезных эмпирических подтверждений.

Как мы указывали выше, одной из проблем формирования эффективного Совета директоров является четкое понимание рынка потенциальных директоров, спроса и предложения на их услуги, а, соответственно определение уровня их компетенций, размеров вознаграждения, иных форм стимулирования и т.п. В целом, рынок услуг менеджеров высшего звена эксперты относят к внешним механизмам контроля корпоративных отношений [Шаститко, 2006]. Степень развития этого рынка в России невелика. Хотя существуют требования к качествам директоров, утвержденные Кодексом корпоративного поведения, разработанным ФКЦБ, однако, они почти ничем не отличаются от набора необходимых качеств и умений любого руководителя. По результатам эмпирических исследований МФК, наиболее часто упоминаемые респондентами — руководителями российских компаний качества, которыми должны обладать директора, в порядке убывания значимости, следующие — опыт работы в компании, личная зрелость, опыт работы в отрасли, наличие полезных контактов, лояльность к компании [Пособие..., 2004, часть II]. Квалификационных требований к членам Совета директоров в законодательстве не прописано, поэтому они должны определяться внутренними документами компании. В Великобритании при подготовке доклада Д. Хиггса было проведено изучение рынка независимых директоров, в том числе с точки зрения рынка услуг директоров.

Другим важным вопросом является роль корпоративного законодательства в деятельности Совета директоров. Существующие исследования [Джиллис и др., 2006] показывают, что требования закона Сарбейнса-Оксли, введенного в США в 2002 г., во многом неадекватны реалиям корпоративного управления, и не приводят к повышению

⁸ Поскольку авторы работы являются представителями школ бизнеса США, то речь прежде всего идет о ситуации, характерной для англо-американской модели корпоративного управления.

эффективности деятельности Совета директоров. И это печальный факт, поскольку данное законодательство, хотя и введено в рамках англо-американской модели, влияет на развитие корпоративного законодательства в других странах, в том числе в России.

Одним из наиболее дискутируемых и спорных моментов является вопрос о независимых директорах. В России проводятся исследования, связанные с деятельностью независимых директоров. Это касается информации, предоставляемой институтом независимых директоров, аналитическими обзорами российского института директоров, отчетов Standard&Poors по рейтингам корпоративного управления. Но эти организации не занимаются исследованиями взаимосвязей между деятельностью независимых директоров и эффективностью компаний. На сегодняшний день полезность увеличения доли независимых директоров в компании подвергнута критике, и результаты многих исследований говорят об обратном. Согласно международной практике и законодательству, в состав Совета директоров могут быть включены исполнительные, неисполнительные, независимые директора. Согласно российскому законодательству исполнительные директора — директора, занимающие также определенную должность в обществе (генерального директора, члена правления, менеджера). Неисполнительные директора не совмещают работу в Совете с какой-либо должностью в обществе. Согласно рекомендациям международных и национальных Кодексов корпоративного поведения, таких директоров должно быть большинство. Российское законодательство не определяет термина «независимый директор». Однако, существует ряд признаков, по которым директор определяется как независимый, то есть это лицо, не имеющее никаких связей с компанией, включая владение акций близкими родственниками, не являющееся аффилированным с компанией лицом, за исключением участия в Совете. Кодекс корпоративного поведения ФКЦБ устанавливает, по каким признакам директор может считаться независимым, хотя эти признаки весьма условны: если директор ответил положительно хотя бы на 1 из 8 вопросов, то он не является независимым (среди них — являлся ли директор членом Совета директоров в течение последних 7 лет, является ли он представителем государств и пр.). На практике разница между неисполнительными, но аффилированными с компанией директорами, и независимыми директорами подчас размыта и трудно определяема. Поэтому эти две категории директоров чаще всего объединяются в одну — независимые. Самое простое определение дает Совет Институциональных инвесторов (Council of Institutional Investors, CII): независимый директор — это лицо, которое связано с корпорацией исключительно в силу своего членства в Совете директо-

ров.⁹ Схожее определение было предложено МФК, и рекомендовано 12 признаков, по которым определяется независимость директора [Пособие..., 2004, часть VI, приложение 18]. Эти признаки в целом пересекаются с теми требованиями, которые рекомендованы российским Кодексом корпоративного поведения. Огромное внимание регламентации всех аспектов, связанных с деятельностью независимых директоров, уделено в британском законодательстве. В ответ на корпоративные скандалы начала 2000-х гг. в Великобритании была принята новая редакция кодекса корпоративного управления (The Combined Code), которая начала действовать с 1 ноября 2003 г. Доклад Д. Хиггса, являющийся одним из приложений к кодексу, посвящен различным аспектам деятельности неисполнительных директоров. Доклад основан на фундаментальном эмпирическом исследовании, поэтому его результаты могут претендовать на то, чтобы их обобщить и следовать этим рекомендациям. Доклад Хиггса направлен на создание условий для повышения эффективности работы неисполнительных директоров (регламентируется, что функции председателя Совета директоров и генерального директора должны выполняться разными лицами; определяется роль неисполнительного директора в функционировании компании; при формировании совета директоров основополагающими должны быть принципы меритократии — системы назначения на высшие посты наиболее талантливых людей).

Исследования МФК, проведенные среди АО российских регионов, показал, что только 18% из них следуют рекомендациям Кодекса корпоративного поведения, согласно которому в составе Совета должно быть не менее четверти независимых директоров, а числом не менее трех. Только в 29% АО в Советах есть независимые директора [Практика..., 2003, раздел 2.2.1]. Наличие независимых директоров не всегда является само по себе залогом успешной деятельности Советов. Об этом свидетельствует ряд известных событий. Например, в 2003 г. Нью-Йоркская фондовая биржа была вовлечена в скандал, связанный с выплатой чрезмерного вознаграждения ее главному исполнительному директору. Это вознаграждение утверждалось комитетом, в составе которого были независимые директора, председателем комитета также был независимый директор. Нарисательным уже стал пример с независимым директором компании Enron, профессором эккаунтинга Высшей школы бизнеса Стэнфордского университета R.J. Jaedicke, который возглавлял комитет по аудиту. Данный комитет «пропустил» имевшее место в течение длительного времени искажение финансовой отчетности.

⁹ Электронный ресурс: http://www.cii.org/independent_director.asp.

Раскрытие информации и прозрачность компаний: обследование корпоративных сайтов

Проблема раскрытия информации о компании (disclosure) для существующих и потенциальных стейкхолдеров¹⁰ представляется одной из важнейших сторон исследования корпоративного управления. Причем здесь целесообразно выделить два аспекта:

- Обязательное раскрытие информации согласно требованиям корпоративного законодательства (здесь речь идет об уровне корпоративного законодательства в части защиты прав и интересов стейкхолдеров, и системы правоприменения, исполнения законодательства, то есть о юридической стороне)
- Добровольное раскрытие информации о компании согласно Кодексу корпоративного поведения и другим этическим стандартам, носящим преимущественно рекомендательный характер (хотя требования о соблюдении Кодекса включены в правила листинга торговых систем). Кроме того, существуют стандарты маркетинга ценных бумаг для компаний, которые целесообразно соблюдать с целью привлечения инвесторов.

С юридической точки зрения, большинство компаний должны выполнять требования о раскрытии информации, иначе они могут быть подвергнуты санкциям за нарушение требований законодательства.¹¹ Согласно российскому законодательству под раскрытием информации понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам, независимо от целей получения данной информации, по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение.¹² Раскрытие информации, очевидно, направлено на информирование участников рынка о деятельности друг друга, важно для стимулирования инвестиционного процесса как внутри страны, так и для привлечения зарубежных инвесторов. Однако, далеко не все компании предоставляют информацию полностью и в срок. У многих компаний нет реальных стимулов оперативно и качественно информировать инвесторов. Прежде всего речь идет о псевдооткрытых АО, многие из которых были созданы в процессе массовой приватизации и де-факто

¹⁰ Когда идет речь о раскрытии информации, то говорят либо о раскрытии для акционеров, либо для инвесторов (акционеров и кредиторов). Однако, представляется, необходимо учитывать интересы всех стейкхолдеров при предоставлении адекватной информации о компании.

¹¹ См., например, Кодекс об административных правонарушениях (ст. 15.19), УК РФ (ст. 185.1).

¹² Федеральный закон № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г. «О рынке ценных бумаг», ст. 30.

не являются публичными компаниями. В 2003 г. было введено требование о раскрытии существенных фактов компаний на лентах уполномоченных агентств [Оленьков, 2006].¹³

Процесс раскрытия информации компаниями — это более сложный процесс, чем просто предоставление информации по требованию регулирующих органов. Раскрытие информации зачастую отождествляют с прозрачностью, однако, это не одно и то же. Раскрывать компании могут большое количество информации, не имеющей ценности для инвесторов и других стейкхолдеров, кроме того, раскрывать таким образом, что могут завуалировать реальные события, таким образом манипулируя информацией [Пособие..., 2004, часть 4]. Например, в большинстве компаний, раскрывающих информацию о собственниках, реальную структуру собственности выявить невозможно из-за сложных цепочек владения. Согласно принципам корпоративного управления ОЭСР «своевременному раскрытию подлежит полная и точная информация по всем существенным вопросам, касающимся корпорации, включая ее финансовое положение, результаты деятельности, структуру собственности и управления».¹⁴ Основным здесь является понятие существенности, — это информация, непредоставление или искажение которой может оказать влияние на экономические решения, принимаемые ее пользователями. Информация должна сообщаться всем группам инвесторов одновременно, сообщения о существенном факте (в виде пресс-релиза или через систему раскрытия) должны выходить синхронно. Эти требования действуют и за рубежом. Сообщения, которые публикует компания за рубежом, мгновенно доходят через СМИ, в первую очередь, информагентства, и до российской аудитории. С 2006 г. при листинге на зарубежных рынках российский эмитент обязан раскрывать для российских инвесторов всю ту же информацию, которую он раскрывает за рубежом. Информация должна быть размещена на сайте компании и через ленты новостей российских уполномоченных информагентств.

Заинтересованы ли компании в максимальной прозрачности? Многие российские корпорации — нет, поскольку рост прозрачности повышает риск враждебного поглощения, корпоративного шантажа,

¹³ Парадоксально, но среди трудностей раскрытия информации отмечаются прежде всего нарушения, связанные с неправильно выстроенными внутренними процедурами (некому подписать отчет, чрезмерное разделение функций по раскрытию или, наоборот, назначение одного ответственного за все процедуры [Оленьков, 2006].

¹⁴ Принципы корпоративного управления ОЭСР. Принцип IV о раскрытии информации и прозрачности. Электронный ресурс: www.oecd.org/dataoecd/

преследования со стороны государства. Ввиду этого, как показали исследования Standard&Poors, многие компании только декларируют прозрачность, а не реально следуют ей.

Российские компании, не котирующие акции на известных торговых площадках, редко публикуют данные по международным стандартам финансовой отчетности.

Согласно исследованиям, проведенным Standard&Poors, рассчитывающей индекс транспарентности крупнейших российских компаний, стандарты раскрытия информации улучшились в 2005 г. по сравнению с периодом, прошедшим с момента начала исследований (с 2002 г.) с 34% значения индекса транспарентности до 50%. S&P оценивает средний уровень корпоративной прозрачности относительно максимального уровня, предпочтительного для рационального инвестора (т.е. полного объема информации о компании, необходимой для принятия инвестиционных решений). Причем компании оцениваются с точки зрения международного инвестора, поэтому важно раскрытие информации о компании не только на русском, но и на английском языке.¹⁵ Прозрачность российских компаний оценивается S&P с точки зрения раскрытия для инвесторов следующей информации:

- Структура собственности и отношения с инвесторами
- Финансовая и операционная информация
- Состав и процедуры работы Совета директоров и менеджмента

Направления, по которым, по оценке S&P, произошли улучшения в 2005 гг., — успехи включенных в выборку компаний (всего 54) в представлении отчетности по МСФО или ОПБУ США (из 54 исследуемых компаний 43 предоставляют отчетность по этим международным стандартам, это немного, учитывая, что компании в выборке — крупнейшие), сокращение сроков публикации годовой финансовой отчетности, предоставление большего объема информации на английском языке и улучшения в информационном наполнении корпоративных интернет-сайтов. По результатам исследования наиболее полно компании раскрывают информацию о продукции и услугах, стратегии и инвестиционных планах, наиболее низкий уровень раскрытия — по компоненте «вознаграждение директоров и высшего руководства» (в основном только данные о совокупных объемах вознаграждений членам Совета директоров и правления). Раскрытие финансовой информации — также на относительно невысоком уровне.

¹⁵ Подробнее см. [Кочетыгова, Попивший, 2006].

Уровень прозрачности, открытости компании, проявляющийся в полноте раскрытия информации существующим и потенциальным инвесторам и другим стейкхолдерам, влияет на стоимость компании. Такую положительную зависимость показал приближенный анализ, проведенный Standard&Poors в этом же исследовании. Отсюда следует очень важный вывод — прозрачность компании является нематериальным активом, позволяющим наиболее открытым компаниям повышать свою рыночную стоимость [Кочетыгова, Попивший, 2006]. Поэтому компании должны быть заинтересованы в донесении до рынка сведений, которые не являются обязательными, но важны для оценки бизнеса. Например, для технологических компаний это может быть уровень затрат на НИОКР, для других — оценочные данные по развитию данного сегмента рынка [Оленьков, 2006].

Одна из проблем, существующих в российских компаниях, — недостаточная прозрачность дочерних компаний, являющихся частью структуры крупных холдингов. Эти компании как бы «прячутся» за материнской компанией, не считая необходимым обеспечивать полную открытость инвесторам. Например, в холдинге РАО «ЕЭС» уровень прозрачности соответствует современным стандартам корпоративного управления, что, в частности, подтверждается отсутствием в течение длительного времени в открытых источниках сообщений, свидетельствующих о наличии у акционеров претензий к уровню открытости и общему состоянию корпоративного управления (такие факты имели место до начала реформы 2000–2004 гг. в компании). Уровень же прозрачности и публичности ФСК, ОГК, ТГК, МРСК, по мнению экспертов, не соответствует стандарту, заданному компанией (недостаточная прозрачность структуры собственности, исполнительного аппарата, системы обсуждения, принятия и исполнения стратегических решений советов директоров, СЕО, комитетов, отсутствие диалога со стейкхолдерами и пр.) [Берлин, Дубовицкая, 2006].

Кроме корпоративных сайтов, важным источником добровольного раскрытия информации о компаниях через интернет в России является Система комплексного раскрытия информации и новостей СКРИН (www.skrin.ru). Эта система была создана национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) и в настоящее время управляется группой РТС. Эмитент при заключении договора с системой предоставляет корпоративную информацию, которая помещается в базу данных СКРИН «Эмитент». Исследование данного и других сайтов, предоставляющих информацию об эмитентах (например, cbonds.ru) не входило в задачи нашей работы на данном этапе. Причины, в частности, таковы: во-первых, использование информа-

ции с этих сайтов сделало бы несопоставимым сравнение с прозрачностью зарубежных компаний, для которых также необходимо изучение информационных сайтов в их странах, имеющих разную структуру; во-вторых, и это представляется очень важным, — для того, чтобы получить важную информацию об эмитенте, на большинстве сайтов, в том числе указанных выше, необходимо регистрироваться или вообще доступ только платный, что ограничивает доступ инвесторов к информации о компании.

Формирование выборки и гипотезы исследования

Очевидно, несмотря на рекомендательный характер требований к выполнению стандартов корпоративного управления и раскрытию информации, качественное выполнение этих требований ведет к повышению инвестиционной привлекательности компаний. Поэтому компании, не торгующие свои акции и не имеющие планов IPO, могут быть не заинтересованы в должном уровне раскрытия информации. В связи с этим в нашу выборку мы включили только открытые акционерные общества — по 20 АО каждой из трех моделей корпоративного управления, 5 стран: Россия, Великобритания, США, Германия, Япония.

Наша цель — сравнить модели, результаты по группам компаний из разных моделей, поэтому мы не заинтересованы в оценке только крупнейших компаний.

Гипотезы исследования:

- Все открытые акционерные общества, независимо от размера (в том числе размера капитализации), отрасли, страны (региона) заинтересованы в предоставлении максимально полной информации о компании с целью повышения инвестиционной привлекательности для инвестора, а так же в представлении информации в наиболее удобном для потенциального инвестора виде и близкой доступности. Компании, которые обнаружат скудное раскрытие информации, не являются в полном экономическом смысле ОАО. Они либо должны в ближайшем будущем пересмотреть свои стандарты прозрачности, либо подумать о переходе в закрытую организационно-правовую форму (см. подробнее [Бухвалов и др., 2006]).
- В целом российские компании имеют достаточный объем раскрытия информации, показывают большую прозрачность, чем компании Германии и Японии.
- Компании англосаксонской модели демонстрируют самый высокий уровень раскрытия информации, поскольку наиболее ориентированы на внешние формы корпоративного управления.

Все российские компании в выборке имеют ликвидный рынок акций (торги по акциям на РТС в течение последних 3-х дней перед формированием выборки). При выборе компаний упор делался на то, что компании должны быть представлены как крупные (к примеру, British Telecom), так и менее известные и крупные (к примеру, ОАО "Краснокамский завод металлических сеток"). В выборку попали компании из разных секторов производства и торговли, в нашем исследовании представлены: производство вертолетов, самолетов и прочих летательных аппаратов, производство пластмасс и синтетических смол в первичных формах, добыча сырой нефти и нефтяного (попутного) газа, деятельность в области электросвязи, производство машин и оборудования для металлургии, производство детского питания и диетических пищевых продуктов, фармацевтика, добыча золота и пр.

Также в наши критерии (всего 24) не входило требование наличия информации на английском языке, поскольку, в отличие от S&P (которое работает только с крупными компаниями), мы сравниваем не компании внутри российского рынка, а российские компании с зарубежными, в том числе с британскими и американскими, поэтому включение этого важного для российского рынка критерия создаст неравные условия оценивания.

Выборка носит случайный характер — компании разных отраслей, размеров, регионов, опять же с целью создать равные условия для проведения оценки, ряд зарубежных компаний, попавших в выборку, нам даже не известны (за исключением того факта, что они торгуются на биржах как минимум своих стран — Токийской фондовой бирже, Франкфуртской фондовой бирже, Лондонской фондовой бирже, Нью-Йоркской фондовой бирже или бирже NASDAQ, на других национальных и международных биржах).

Мы сознательно не включили в выборку компании финансового сектора, постарались отказаться от многонациональных компаний, а так же в выборку не вошли компании, в которых контрольные пакеты принадлежат государству.¹⁶

С использованием критериев формирования выборки, которые были изложены выше, авторы провели обследование более чем 60 корпоративных сайтов на предмет оценки наличия информации с по-

¹⁶ S&P пришли к выводу в своем исследовании, что в последнее время государственные компании демонстрируют более быстрый по сравнению с частными, рост рыночной стоимости.

зиции потенциального инвестора с точки зрения следующих основных критериев:

1. Насколько легко и быстро можно найти раздел, посвященный корпоративному управлению (если он существует).
2. Представлена ли отдельно (не в рамках годовых отчетов) базовая информация по предприятию (балансовые отчеты, информация по дивидендам, информация по вознаграждению высшего менеджмента и др.).
3. Насколько полной является информация по членам Совета директоров и Правлению (к примеру, наличие биографии и информации по предыдущим занимаемым позициям).
4. Есть ли какое либо указание на независимость членов Совета директоров (прямое или косвенное).
5. Есть ли информация по капитализации.
6. Есть ли специальные разъяснения по дивидендной политике (дивидендная история и принципы начисления дивидендов, дивидендный калькулятор).
7. Есть ли структура акционерного капитала и указание на номинальных держателей.
8. Предлагается ли информация о социальной деятельности компании, что формирует ее положительный общественный портрет.
9. Форма обратной связи (только в виде FAQ для удобства пользователей).

Результаты обследования

Для целей обследования было сформулировано 24 вопроса-критерия, которые в той или иной степени помогают оценить компанию по вышеизложенным требованиям. Каждый из критериев оценивался по следующей шкале:

«0» — нет информации, она недостаточна и/или ее практически невозможно найти на сайте;

«1» — информация присутствует, но в фрагментарном виде и/или «спрятана»;

«2» — информация в удовлетворительном количестве и легко обнаружима.

Авторы сразу же хотели бы отметить — шкала достаточно проста, что с одной стороны делает ее менее гибкой, но с другой снижает степень субъективности при оценивании и позволяет легче оценить результаты.

Итоги обследования представлены в следующей таблице в разрезе критериев, отдельных стран и по основным моделям корпоративного управления. При оценке качества сайтов мы не учитывали раз-

личий между компаниями с точки зрения представленных секторов экономики и размера, а также финансовой истории, степени публичности компании.

Таблица 3

Результаты обследования качества корпоративных сайтов с позиции прозрачности компании для потенциального инвестора

Критерии	Россия (20 компаний)	Япония (10 компаний)	Германия (10 компаний)	По германо-японской модели (20 компаний)	США (10 компаний)	Великобритания (10 компаний)	По англосаксонской модели (20 компаний)	Итого
Легко ли найти информацию по КУ (наличие отдельного раздела)	21	10	20	30	15	19	34	85
Наличие и качество представленной годовой отчетности за последние 5 лет	34	19	20	39	16	20	36	194
Наличие и качество представленных квартальных отчетов за последний год	38	19	20	39	16	20	36	113
Сведения о составе и членах Совета директоров	19	10	18	28	18	19	37	84
Указание на независимых директоров	2	0	2	2	0	20	20	24
Информация о комитетах СД	11	3	10	13	15	14	29	53
Сведения о составе и членах Правления	21	10	17	27	18	19	39	87
График собраний СД и Правления	1	0	6	6	0	0	0	7
Информация по вознаграждениям высшему менеджменту	5	4	12	16	3	4	7	28
Информация о последних выплаченных дивидендах	24	9	16	25	12	18	30	79
Информация по дивидендной политике	18	1	6	7	12	14	26	51
Информация о существенных фактах хозяйственной деятельности и фактах, способных повлиять на стои-	40	14	20	34	16	14	30	104

Критерии	Россия (20 компаний)	Япония (10 компаний)	Германия (10 компаний)	По германско-японской модели (20 компаний)	США (10 компаний)	Великобритания (10 компаний)	По англосаксонской модели (20 компаний)	Итого
мосьть акций								
Информация об аффилированных лицах	38	14	20	34	16	14	30	102
Информация о базовых кредиторах (структура заемного капитала)	1	0	6	6	0	0	0	7
Информация о реструктуризации (в том числе будущей)	8	1	2	3	0	0	0	11
Информация о капитализации компании	6	1	0	1	2	1	3	10
Информация или активная ссылка на текущие торги (результаты текущих торгов)	24	12	20	32	20	20	40	96
Информация о структуре акционерного капитала	18	0	12	12	4	4	8	58
Информация о номинальном владении	8	0	0	0	0	2	2	10
Наличие внутренних документов (положения о СД, Правлении, комитетах, дивидендной политике, Устав и пр.)	33	13	15	28	8	4	12	73
Информация о социальной политике и работе компании	22	20	20	40	18	20	38	100
Внутренняя документация, регламентирующая информационную политику компании	16	6	4	10	0	0	0	26
Информация о прочих ценных бумагах	30	10	20	30	13	8	21	81
FAQ	10	12	18	30	8	10	18	58
ИТОГО по моделям КУ	445			492			494	
Итого по стране (10 компаний)	223	188	304		230	264		

Из приведенных данных можно сделать следующие заключения.

В целом Россия по качеству предоставляемой на сайтах компаний информации не является аутсайдером среди других стран, что и ожидалось, поскольку публичные компании стали больше ориентироваться на инвесторов. Однако, с точки зрения оценки моделей, российская модель занимает последнее место, в то время как две другие модели КУ показали примерно одинаковые результаты. В разрезе отдельных стран аутсайдером является, безусловно, Япония, так как ее суммарный рейтинг является наименьшим. Насколько подтвердились наши гипотезы? Россия, Великобритания и США показали в целом ожидаемые результаты. Что касается Японии и Германии, то здесь выводы несколько неожиданны. Мы не ожидали такой закрытости от Японии, и в то же время столь высокой прозрачности германских компаний. Японская специфика вполне объяснима. Национальные особенности формирования компаний (группы кейрецу) не требуют значительной открытости, поскольку акции в первую очередь предназначены для доминирующих групп акционеров. Особенности представления информации японскими компаниями является то, что они в целом не показывают дополнительные данные по членам совета директоров и предпочитают ограничиваться обращением Президента, перечнем фамилий и фотографиями (достаточно однотипного плана). Кроме того, японские компании не раскрывают в соответствии с нашими критериями и подходом информацию по структуре акционерного и заемного капитала, столь же минимально присутствует дополнительная информация по дивидендам (что, безусловно, формируется под действием доминанты финансовых структур). Еще одной особенностью Японии можно выделить то, что при формировании выборки авторы столкнулись с проблемой отсутствия у ряда котируемых компаний англоязычных версий корпоративного сайта.

Теперь обратимся к стране, которая показала самый высокий рейтинг. Неожиданно в противовес выдвинутой ранее гипотезе это стала Германия. Ее страновой рейтинг является наивысшим с ощутимым перевесом. Среди отличительных черт корпоративных сайтов этой страны можно отметить то, что информация о структуре управления на большинстве сайтов отражена не в разделе корпоративного управления или общих сведений о компании, а в так называемом разделе «Цифры и Факты». Немецкие компании показали самый высокий рейтинг с точки зрения раскрытия информации по структуре заемного капитала, что полностью согласуется с особенностями германского права, ориентированного на кредитора. В отличие от российских компаний, только незначительный процент немецких имеет заставку основного сайта на родном языке (к примеру, компания

Deutsche Telekom), основная же часть имеет полностью англоязычные сайты с немецкими версиями, тогда как у российских компаний, попавших в выборку, базовый сайт на русском (с английской версией). Исключение составляет ОАО "Вымпелком", у которого при активизации ссылки «Инвесторам» осуществляется автоматический переход к английской версии сайта в абсолютно другом дизайне.

США и Англия оказались близки друг другу по рейтингу, но это не значит, что представление информации на сайтах их компаний является однотипным. В соответствии с базовой гипотезой американские компании, равно как и британские, должны быть заинтересованы в потенциальных инвесторах более остальных, тогда почему у них столь невыдающийся рейтинг? При ближайшем рассмотрении оказалось, что ряд компаний не очень старательно дает отдельно информацию по балансовым отчетам, дивидендам и структуре капитала, что возможно косвенно связано с отголосками скандала с аудиторскими компаниями, хотя то, что касается текущих торгов акциями и социальной политики (где есть информация), отражено практически безукоризненно. Еще одной неожиданностью явилось то, что ряд американских компаний при активизации информации для инвестора или запроса дополнительных данных о компании требует обязательной регистрации (которая не является сама по себе препятствием, то есть отказом в доступе), но это может снизить привлекательность сайта для инвестора. Такие компании по объективным причинам в выборку не попали.

Наиболее интересными оказались корпоративные сайты английских компаний. С формальной точки зрения Великобритания не стала лидером рейтинга, но при оценивании представленной информации был выявлен ряд особенностей. Так, в соответствии с новыми нормативными требованиями (доклад Д. Хиггса) на сайтах представляется информация и о неисполнительных, и о независимых директорах. Это разные понятия, и ряд компаний дает ссылку на то, что у них в структуре СД это одни и те же лица. Количество неисполнительных директоров значительно варьирует — от более чем 50% (к примеру, в компании British Telecom на 6 исполнительных приходится 7 неисполнительных директоров) до одного человека (в компании PATAGONIA GOLD). Также было отмечено, что на ряде корпоративных сайтов в свободном доступе даются электронные адреса членов Совета директоров, как, например, у компании GLOTEL.

Если говорить об особенностях российских корпоративных сайтов, то здесь стоит отметить следующее. По российским компаниям достаточно высоким оказался рейтинг по информации о реструктуризации в отличие от других стран. Авторы трактуют данный показа-

тель как ошибку смещенной выборки, поскольку такая информация наличествовала только у ряда компаний из отрасли телефонии, что может трактоваться как отражение заведомо известной широким слоям населения информации. Кроме того, на ряде сайтов заметны перекосы с точки зрения представления информации, к примеру, на сайте можно найти всю формальную финансовую информацию, но нет никакой ссылки на торги, или в противовес пример ОАО "Лебедянский", которое на стартовой странице предлагает информацию по торгам (а далее и капитализацию), очень активно продвигает социальную информацию, но базовая финансовая информация представлена более чем скудно. Нормативные требования многие компании выполняют, но Кодекс корпоративного поведения выполняется не всеми. Отсюда проблема «пустых» сайтов (сайт «Автоваза»). По этой причине у России наибольший рейтинг по внутренней документации об информационной политике, а в англосаксонской модели такой документ не является столь необходимым.

Еще одним небезынтересным вопросом является соотнесение рейтинга корпоративного управления по критериям Standard&Poors для котируемых российских компаний с нашей шкалой оценивания. Очевидно, что подходы к присвоению рейтингов принципиально отличны, но это может проиллюстрировать связь между корпоративным управлением и работой на внешний имидж в глазах инвестора. Сравнительные данные приведены в следующей таблице. Авторы сознательно не дают значения рейтингов, вместо абсолютного значения присваивается место, где 1 — самое высокое, по сумме и разбросу мест можно сделать выводы.

Таблица 4

Сравнительные рейтинги ряда российских компаний

Предприятие	Место по S&P	Место в нашем рейтинге
ОАО "ЮТК"	10	3
ОАО "ВолгаТелеком"	8	5
ОАО "Северо-Западный Телеком"	5	5
"Вимм-Билль-Данн Продукты Питания"	1	10
ОАО "ВымпелКом"	3	6
ОАО "Дальсвязь"	7	2
ОАО "МХК "Евро Хим"	4	9
ОАО "МГТС"	6	11
ОАО "МТС"	2	7
ОАО "Сибирьтелеком"	5	4
"Трубная Металлургическая Компания"	4	8
ОАО "ЦентрТелеком"	9	1

Полученные результаты не стоит трактовать как неадекватность какого-либо из подходов к присвоению рейтинга. Стоит отметить, что для точных выводов выборка является недостаточно репрезентативной, с другой стороны, в рейтинг S&P включается еще и ряд факторов, связанных с обязательным раскрытием информации. Тем не менее, по данным S&P, корпоративные веб-сайты являются наиболее информативным источником информации по сравнению с двумя другими обследуемыми рейтинговым агентством (годовыми отчетами и отчетностью, предоставляемой в регулирующие органы).

Заключение

На основании проведенного обследования компаний и сравнительного обзора национальных моделей корпоративного управления можно сделать следующие выводы:

1. Информационная прозрачность российских компаний достаточно адекватна. Однако, нет четких национальных особенностей, единого подхода к формированию и структурированию представляемой информации, что говорит, в частности, о несложившейся корпоративной культуре.

2. Основные гипотезы о связи представления информации на корпоративных сайтах и национальных моделей корпоративного управления в целом подтвердились, за исключением того, что Япония и Германия в данном вопросе различны. Исходя из критерия прозрачности, их нельзя объединять в одну модель КУ. Однако, многие исследователи разделяют германскую и японскую системы корпоративных отношений.

3. Есть ряд формальных требований, которые в достаточной мере соблюдаются во всех рассмотренных странах (к примеру, информация об аффилированных лицах), но есть информация, которая не раскрывается также почти всеми компаниями (информация о структуре заемных средств, о графике собраний Совета директоров и Правления).

4. Все сайты по форме представления информации условно можно разделить на следующие группы:

- ориентированные на потребителя (ОАО "Лебедянский")
- ориентированные на социальную позицию (TOYOTA MOTOR CORPORATION)
- ориентированные строго на инвестора (AIR PARTNER PLC)

Отрадно, что в целом результаты нашего обследования компаний оказались довольно оптимистичными. Например, исследование МФК региональных компаний России показало, что только в 3,3% компаний существуют специализированные комитеты Советов директоров [Практика..., 2003, раздел 2.2.1]. Мы пришли к иным выводам. Более чем в 50% случайно выбранных 20 российских ОАО существуют комитеты СД. Что касается наличия конкретных комитетов в компании, то мы не оценивали компании на предмет наличия всех или большей части комитетов, рекомендованных, например, российским кодексом корпоративного поведения (всего 5). Данная оценка является оценкой качества корпоративного управления, а не уровня прозрачности.

Безусловно, требует дополнительных исследований проблема эффективности той или иной модели корпоративного управления. Нужно ли говорить об эффективности модели или об эффективности системы корпоративных отношений, складывающихся в определенной стране, или уровне корпоративного управления конкретной компании? Тезис, выдвигаемый в [Джиллис и др., 2006], по поводу важности именно процесса деятельности Совета директоров, а не его структуры, позволяет выдвинуть предположение о том, что и для модели корпоративного управления важен процесс ее реализации. В качестве направления дальнейших исследований в данной области нами намечены следующие:

- В целом существует (должна ли существовать) зависимость между структурой и функциями Совета директоров и эффективностью деятельности компании.
- Каким образом влияет число независимых директоров на результаты деятельности компании.
- Каким образом прозрачность компаний в разных странах влияет на ее стоимость (капитализацию) и ряд других финансовых показателей.
- На основании более широкой выборки и большего уровня детализации продолжить исследование взаимосвязи между моделями корпоративного управления и информационной прозрачностью компаний.
- Расширить анализ информационной прозрачности компаний за пределы корпоративных сайтов, исследовать возможности формирования концепции электронного корпоративного управления.

Литература

Андреев О.И. 2006. Об информационной прозрачности, документообороте, о раскрытии информации и ее предоставлении по требованию акционеров. *Акционерное общество: вопросы корпоративного управления* 6 (25): 4–11.

Берлин А.Д., Дубовицкая Е.А. 2006. Интересы инвесторов в контексте реформирования электроэнергетики России / Материалы международной конференции «Корпоративное управление и устойчивый рост: стратегические решения и корпоративная эффективность». Москва. 11–13 октября, 2006: 55–84.

Бухвалов А.В. 2006. Корпоративное управление как реальность. *Российский журнал менеджмента* 1 (4): 131–134.

Бухвалов А.В., Осколков И.В., Ильина Ю.Б., Бандалюк О.В. Выбор организационно-правовой формы для российских компаний: постановка задач эмпирического исследования / Доклад на конференции «Реформирование общественного сектора: проблемы эффективного управления». С-Петербург, Высшая школа менеджмента, 1-2 декабря 2006 г.

Глотова Ю.А., Талицкая Т.В. 2006. Независимая оценка в жизни акционерного общества: частный случай. *Акционерное общество: вопросы корпоративного управления* 2 (21): 11–15.

Голубева А.А. 2006. Электронное правительство в контексте реформ государственного управления / *Реформирование общественного сектора: поиск путей повышения эффективности*. Сб. статей в 2 ч. Ч. 2 / Под ред. И.Н. Баранова, Т.М. Складар, Ю.В. Федотова; Научно-исследовательский ин-т менеджмента СПбГУ. — СПб.: Издат. дом С.-Петербург. гос. Ун-та, 2006: 249–272.

Грачева М. 2004. Развитие британских стандартов корпоративного управления: доклад Хиггса. *Вопросы экономики* (1): 118–128.

Гуриев С.М., Лазарева О.В., Рачинский А.А., Цухло С.В. 2003. *Корпоративное управление в российской промышленности*. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». № 149. М.: МОНФ.

Гуриев С., Рачинский А. 2004. *Концентрация собственности в российской промышленности*. М.: ЦЭФИР. <http://www.cefir.ru>

Дженсен М.К., Меклинг У.Х. 2004. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (4): 118–191.

Джиллис Дж., Барта П., Леблан Р. 2006. Структура против функции: эволюция корпоративного управления (на примере США). *Российский журнал менеджмента* 1 (4): 131–134.

Долгопятова Т. 2001. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования). *Вопросы экономики* (5): 46–60.

Долгопятова Т.Г. 2004. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов. *Российский журнал менеджмента* 2 (2): 3–26.

Ивасаки И. 2006. Корпоративное право и организационный выбор: открытые и закрытые акционерные общества в России. *Российский журнал менеджмента* 3 (4): 55–76.

Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях. 2006. Авдашева С.Б., Долгопятова Т.Г., Голиков В.В., Ивасаки И., Яковлев А.А. / Под ред. Авдашевой С.Б., Долгопятовой Т.Г. Московский общественный научный фонд.

Капелюшников Р.И. 2000. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности. *Вопросы экономики* (1): 99–119.

Капелюшников Р.И. 2001. Собственность и контроль в российской промышленности. *Вопросы экономики* (12): 103–124.

Капелюшников Р.И. 2006. Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений. *Российский журнал менеджмента* 1 (4): 3–28.

Капелюшников Р., Демина Н. 2005а. Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий. *Вопросы экономики* 2: 53–68.

Капелюшников Р.И., Демина Н.В. 2005б. Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра». *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 27–42.

Кочетыгова Ю.В., Попивший Н.И. 2006. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2005 году: прогресс продолжается, но в основном за счет менее прозрачных компаний. *Акционерное общество: вопросы корпоративного управления* 2 (21): 29–36.

Кузнецов П.В., Муравьев А.А. 2000. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России. (Анализ «голубых фишек» фондового рынка). *Экономический журнал ВШЭ* 4 (4): С. 475-504.

Кузнецов П.В., Муравьев А.А. 2002. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (1): 54–80.

Ла Порта Р., Лопес-де-Силанес Ф., Шлейфер А. 2005. Корпоративная собственность в различных странах мира. *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 97–148.

Миловидов В. 2002. Манипулирование финансовой информацией: уроки корпоративных скандалов в США. *Рынок ценных бумаг* 15 (222): 44–50.

Монтгомери С.А., Кауфман Р. 2006. Утраченная связь между Советом директоров и акционерами. *Российский журнал менеджмента* 1 (4): 135–146.

Муравьев А.А. 2003. Обновление директорского корпуса на российских приватизированных предприятиях. *Российский журнал менеджмента* 1 (1): 77–90.

Овсянко Д.В. 2002. Современное корпоративное управление и его реализация через работу Совета директоров. Часть 1. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (4): 43–59.

Овсянко Д.В. 2003. Современное корпоративное управление и его реализация через работу Совета директоров. Часть 2. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (1): 17–33.

Оленьков Д.Н. 2006. Раскрытие информации: работа над ошибками. *Акционерное общество: вопросы корпоративного управления* 6 (25): 12–16.

Попова А.В. 2006. Процесс совершенствования корпоративного управления и новации в российском корпоративном законодательстве / Доклад на конференции «Реформирование общественного сектора: проблемы эффективного управления». С-Петербург, Высшая школа менеджмента, 1-2 декабря 2006 г.

Пособие по корпоративному управлению: в 6 т. 2004. М.: Альпина Бизнес Букс. *Практика корпоративного управления в регионах России*. 2003. Электронный ресурс: www.ifc.org/rcgp

Радыгин А.Д., Энтов Р.М. 2001. *Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ*. Научные труды ИЭПП № 36. М.: ИЭПП.

Радыгин А.Д., Гонтмахер А.Е., Межераупс И.В., Турунцева М.Ю. 2004. *Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления*. М.: ИЭПП.

Серигов С. 2003. Электронное государственное управление — состояние, перспективы, проблемы. *Storage News* 4: С. 30. Электронный ресурс: <http://www.storagenews.ru/18/ibm-e-gov-18.pdf>

Солодов В.В. Электронное правительство как инструмент борьбы с коррупцией / *Реформирование общественного сектора: поиск путей повышения эффективности*. Сб. статей в 2 ч. Ч. 2 / Под ред. И.Н.

Баранова, Т.М. Скляр, Ю.В. Федотова; Научно-исследовательский институт менеджмента СПбГУ. — СПб.: Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2006: 273–285.

Тамбовцев В. 2006. Улучшение защиты прав собственности — неиспользуемый резерв экономического роста России? *Вопросы экономики* 1: 22–38.

Третьяков М. 2004. Конвергенция моделей корпоративного управления. *Вопросы экономики* (1): 129–146.

Фуруботн Э.Г., Рихтер Р. *Институты и экономическая теория: достижения новой институциональной экономической теории* / Пер.с англ. под ред. В.С. Катыкало, Н.П. Дроздовой. СПб.: Издат. дом Санкт-Петербур. Гос. Ун-та, 2005. — XXXIV + 702 с.

Чугунов А.В. 2006. Партнерские сети как инструмент внедрения технологий электронного правительства: российский и международный опыт/ *Реформирование общественного сектора: поиск путей повышения эффективности*. Сб. статей в 2 ч. Ч. 2 / Под ред. И.Н. Баранова, Т.М. Скляр, Ю.В. Федотова; Научно-исследовательский институт менеджмента СПбГУ. — СПб.: Издат. дом С.-Петербур. гос. ун-та, 2006: 297–316.

Шаститко А.Е. 2006. Проблемы корпоративного управления и пути их решения в корпоративном законодательстве. *Российский журнал менеджмента* 2 (4): 3–24.

Яковлев А., Данилов Ю. 2006. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности и корпоративное финансирование/ *Материалы международной конференции «Корпоративное управление и устойчивый рост: стратегические решения и корпоративная эффективность»*. Москва. 11–13 октября, 2006: 29–54.

Ясин Е.Г (ред.). 2004. *Структурные изменения в российской промышленности*. М.: Изд. дом ГУ-ВШЭ.

Barca F., Becht M. (eds.). 2001. *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, European Corporate Governance Network.

Berglof E., Pajuste A. 2003. Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Central and East Europe. In: Cornelius P., Kogut B. (eds.). *Corporate Governance and Capital Flows*. Oxford University Press: N.Y.

Bozec R. 2005. Board of Directors, Market Discipline and Firm Performance. *Journal of Business Finance and Accounting* 32 (9-10): 1921-1960.

Coase R.H. 1937. The Nature of the Firm. *Economica*. Vol. 4.

Corbett J. 1994. An Overview of the Japanese Financial System / *Capital Markets and Corporate Governance*. Ed. by N. Dimsdale and M. Prevezer. Clarendon Press, Oxford: 306–324.

Curthoys N., Crabtree J. 2003. SmartGov — *Renewing Electronic Government for Improved Service Delivery*. Электронный ресурс: <http://www.theworkfoundation.com/pdf/184373012X.pdf>

Dolgopyatova T.G., Iwasaki I. 2006. *Exploring Russian Corporations: Interim Report on the Japan-Russia Joint Research Project on Corporate Governance and Integration Processes in the Russian Economy*. IER Discussion Paper Series No. B35. Institute of Economic Research of Hitotsubashi University: Tokyo. <http://www.hit-u.ac.jp>

Earl J., Telegdy A. 2001. *Privatization and Productivity in Romanian Industry: Evidence from a Comprehensive Enterprise Panel*. Institute of the Study of Labor Discussion Paper Series, Discussion Paper 326.

Edwards J., Fischer K. 1994. The German Financial System / *Capital Markets and Corporate Governance*. Ed. by N. Dimsdale and M. Prevezer. Clarendon Press, Oxford: 259–283.

Edwards J., Fischer K. 1996. *Banks, Finance and Investment in Germany*. — Cambridge University Press, 1996.

Graham J., Amos B., Plumptre T. 2003. *Principles for Good Governance in the 21 Century*. Institute on governance, Policy Brief N. 15. Электронный ресурс: [http:// unpan1.un.org](http://unpan1.un.org)

Grosfeld I., Tressel T. 2002. Competition and Ownership Structure: Substitutes or complements? Evidence from the Warsaw Stock Exchange. *Economics of Transition* 10 (3): 525–551.

Franks J., Mayer C. 1990. Corporate Ownership and Corporate Control: a Study of France, Germany and the UK. *Economic Policy*. April: 191–231.

Franks J., Mayer C. 1994. *Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems*. Working Paper, London Business School, Institute of Finance and Accounting: London.

Hanousek J., Kocenda Ev., Svejnar J. 2004. *Ownership, Control and Corporate Performance after Large-Scale Privatization*. William Davidson Institute Working Papers Series, WP # 652.

Kocenda Ev., Svejnar J. 2002. *The Effect of Ownership Forms and Concentration on Firm Performance after Large-Scale Privatization*. William Davidson Institute Working Papers Series, WP # 471.

Kovacic A. 2006. Towards E-government: Business Renovation Approach / *Реформирование общественного сектора: поиск путей повышения эффективности*. Сб. статей в 2 ч. Ч. 2 / Под ред. И.Н. Бар-

нова, Т.М. Скляр, Ю.В. Федотова; Научно-исследовательский ин-т менеджмента СПбГУ. — СПб.: Издат. дом С.-Петербур. гос. Ун-та, 2006: 233–248.

La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 1998. Law and Finance. *Journal of Political Economy* **106** (6): 1113–1154.

La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 2002. Investor Protection and Corporate Governance. *Journal of Finance* **57** (3): 1147–1170.

Morck R.L., Steier L. 2005. The Global History of Corporate Governance — An Introduction. NBER Working Paper 11062. Электронный ре-сурс: <http://www.nber.org>

Masuyama S. 1994. *The Role of the Japanese Capital Markets: The Effect of Cross-Shareholdings on Corporate Accountability* / Capital Markets and Corporate Governance. Ed. by N. Dimsdale and M. Prevezer. Clarendon Press, Oxford: 325–342.

Okot-Uma R. 2001. *Electronic Governance: Reinventing Good Governance*. Commonwealth Secretariat: London.

Peasnell K.V., Pope P.F., Young S. 2005. Board Monitoring and Earnings Management: Do Outside Directors Influence abnormal accruals? *Journal of Business Finance and Accounting* **32** (7-8): 1311-1346.

Prevezer M., Ricketts M. 1994. Corporate Governance: the UK Compared with Germany and Japan / *Capital Markets and Corporate Governance*. Ed. by N.Dimsdale and M.Prevezer. Clarendon Press, Oxford: 237–256.

Schedler K. 2002. Comment # 24. In: Jones L. Symposium on public management reform and e-government. *International Public Management Journal* **5** (1).

Schedler K., Scharf M.C. 2003. *Exploring the Interrelations Between Electronic Government and the New Public Management. A Managerial Framework for Electronic Government*.

Shleifer A., Vishny R. 1997. A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance* **52** (2): 737–783.

Yakovlev A. 2004. Evolution of Corporate Governance in Russia: Governmental Policy vs. Real Incentives of Economic Agents. *Post-Communist Economies* **16** (4): 387–403.