

**Институт экономики переходного периода**

*Научные труды № 101*

**Р. Энгов, А. Радыгин, И. Межераупс,  
П. Швецов**

**Корпоративное управление  
и саморегулирование в системе  
институциональных изменений**

**Москва  
ИЭПП  
2006**

УДК 658(470+571)  
ББК 65.9(2Рос)-2

**Энтов Р., Радыгин А., Межераупс И., Швецов П.**

К68 Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. – М.: ИЭПП, 2006. – 461 с.: ил. – (Научные труды / Ин-т экономики переход. периода. № 101). – ISBN 5-93255-212-3.  
*Агентство СІР РГБ*

Настоящая работа является составной частью цикла исследований ИЭПП в сфере институциональных изменений, происходящих в рамках переходной экономики. Особое внимание уделяется современным методам теоретических и эмпирических исследований, позволяющим выявить влияние различных институциональных изменений на процессы экономического роста, в частности, проблемам налаживания механизмов, в децентрализованном порядке обеспечивающих рынок и регулятивные инстанции необходимой хозяйственной информацией. Специальные разделы работы посвящены проблемам саморегулирования хозяйственных отношений и особенностям становления системы саморегулирования в России.

**Entov R., Radygin A., Mezheraups I., Shvetsov P.**

Corporate Governance and Self-regulation in Institutional Changes System.

This work is part of studies conducted by the IET in the sphere of institutional changes going on within the framework of the economy in transition. Particular emphasis is placed on state-of-the-art methods of theoretic and empirical research that can reveal the influence of different institutional changes on the processes of economic growth, in particular the problems of introducing mechanisms capable of providing the market and regulating agencies with necessary economic information. Special sections are concerned with the issues of self-regulation of economic relations and the peculiarities of the consolidation of the self-regulation system in Russia.

*JEL Classification:* G30, G38, K22, P27, P31.

УДК 658(470+571)  
ББК 65.9(2Рос)-2

ISBN 5-93255-212-3 © Институт экономики переходного периода, 2006

# Содержание

<b>Введение</b> .....	5
<b>Раздел 1. В поисках институциональных характеристик экономического роста</b> .....	13
1.1. Эволюция подходов .....	13
1.2. Исторические различия в формировании отношений собственности и других хозяйственных институтов .....	17
1.3. Роль географических факторов .....	26
1.4. Правовые системы: «новая сравнительная теория» и проблемы трансплантации институтов .....	29
1.5. Роль финансовых рынков .....	38
<b>Раздел 2. Корпоративное управление</b> .....	49
2.1. Корпоративное управление в системе децентрализованных хозяйственных механизмов .....	49
2.2. Национальные и международные кодексы корпоративного управления .....	60
2.2.1. Структура кодексов корпоративного управления .....	62
2.2.2. Правовой статус кодексов корпоративного управления .....	63
2.2.3. Анализ отдельных положений кодексов корпоративного управления .....	68
2.3. Роль отчетной информации в процессах корпоративного управления .....	165
2.3.1. Прозрачность компании .....	168
2.3.2. Построение модели .....	169
2.3.3. Описание понятия прозрачности в модели .....	171
2.3.4. Схемы поведения менеджеров и акционеров .....	175
2.3.5. Стратегия менеджера .....	178
2.3.6. Стратегия собственника .....	183
2.3.7. Сговор менеджера и группы акционеров .....	184
2.3.8. Гипотезы и их применение .....	187
2.3.9. Построение модели для российских компаний .....	188

2.3.10. Эмпирические исследования .....	199
2.3.11. Проверка гипотезы.....	202
2.3.12. Численная оценка прозрачности .....	222
2.3.13. Обсуждение результатов .....	231
<b>Раздел 3. Саморегулирование в системе корпоративных отношений: некоторые прикладные проблемы .....</b>	<b>243</b>
3.1. Общие подходы к проблеме саморегулирования.....	243
3.1.1. Саморегулирование и правоприменение: некоторые теоретические подходы .....	243
3.1.2. Прикладные определения саморегулирования .....	252
3.1.3. Саморегулирование в мире .....	256
3.2. Современная дискуссия о саморегулировании .....	270
3.2.1. Понятие саморегулируемой организации.....	270
3.2.2. Обзор существующих саморегулируемых организаций в России .....	274
3.2.3. Дискуссия о саморегулировании.....	290
3.2.4. Проект Закона «О саморегулируемых организациях» .....	298
3.3. Некоторые аспекты саморегулирования в корпоративном секторе.....	323
3.3.1. Медиация в системе судопроизводства и частный инфорсмент .....	323
3.3.2. Кодексы корпоративного управления российских компаний .....	348
3.3.3. Независимые директора .....	359
<b>Заключение .....</b>	<b>386</b>
<b>Приложение 1 .....</b>	<b>407</b>
<b>Приложение 2 .....</b>	<b>413</b>
<b>Приложение 3 .....</b>	<b>415</b>
<b>Библиография .....</b>	<b>437</b>

## Введение

Настоящая работа является составной частью цикла исследований ИЭПП в сфере институциональных изменений, происходящих в рамках переходной экономики<sup>1</sup>.

В **первом разделе** рассматриваются современные методы теоретических и эмпирических исследований, позволяющие выявить влияние различных институциональных изменений на процессы экономического роста. Поскольку к числу важнейших изменений такого рода относятся преобразования в сфере имущественных отношений, данная работа примыкает к предшествующим публикациям об институциональных проблемах развития корпоративного сектора<sup>2</sup>. Вопросы, изучаемые в настоящем исследовании, носят несколько более общий характер, охватывая различные аспекты функционирования собственности, контрактных отношений, систем правоприменения, информационного обеспечения и т.п.

В большинстве западных теоретических моделей и эконометрических исследований центральное место отводится межстрановым сопоставлениям, в рамках которых, как правило, не находится места для многих специфических проблем, с какими сталкиваются страны с переходной экономикой. Некоторым исключением могут служить, пожалуй, модели Д. Эйсмоглу и Ф. Агиона, а также цикл публикаций Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанеса, А. Шлайфера и Р. Вишны, вызывающих именно этим определенный интерес.

Особую актуальность в современных условиях приобретает рассмотрение некоторых острых проблем, связанных с совершенствованием институциональной структуры российской экономики. К

---

<sup>1</sup> См., например: (Гайдар, 1997; Мау, 1998; *Проблемы становления новой институциональной структуры в переходных странах*, 2001; Мау, Яновский, Жаворонков, Черный, 2001; Радыгин, Энтов, Межсераунс, 2003; *Импортируемые институты в странах с переходной экономикой*, 2003; Гайдар, 2005) и др. Настоящая работа подготовлена на основе результатов двух взаимосвязанных исследований, проводившихся в ИЭПП в 2005 г.: «Институциональные изменения и экономический рост» и «Саморегулирование в системе корпоративных отношений».

<sup>2</sup> См.: (Радыгин, Энтов, 1999, 2001).

числу таких проблем относится, в частности, налаживание механизмов, в децентрализованном порядке обеспечивающих рынок (и регулирующих работу инстанций) необходимой хозяйственной информацией.

В работах, описывающих развитие российской экономики на протяжении последнего десятилетия, неоднократно отмечалась внешне парадоксальная ситуация, когда «повышение требований к прозрачности компаний, вводимых законодательно, уживалось с практикой, когда большая часть открытых акционерных обществ не публиковала никакой финансовой отчетности» (*Кузнецов, 2003, с. 73*). Понятно, что речь здесь идет о преднамеренном утаивании важной хозяйственной информации, т.е., по существу, о вопиющем нарушении элементарных правил функционирования коммерческих институтов.

Вопрос не сводится, однако, к простому нарушению правил предоставления достоверных отчетных данных. Указанная проблема имеет и более содержательные аспекты. Представляется, что объем «поставляемой» децентрализованным образом информации может быть отнесен к числу признаков, позволяющих судить о степени развития рыночных отношений. Так, в весьма любопытной, на наш взгляд, статье Д. Эйсмоглу и Ф. Зилиботти (см. (*Acemoglu, Zilibotti, 1999*)) рассматривается теоретическая модель «principal-agent», в которой предполагается, что технический прогресс и рост капиталовооруженности сопровождаются делегированием все более широкого круга полномочий управляющему персоналу. Развитие рыночных отношений в подобных условиях неизбежно предполагает, что децентрализованные хозяйственные механизмы должны обеспечивать накопление все более обширной информации. Сбор и обработка такой информации рыночными методами может уменьшить издержки, связанные с делегированием полномочий, и снизить риски, с которыми сталкиваются предприниматели.

До настоящего времени предметом острых дискуссий остаются и характеристики качества корпоративного управления, в том числе характеристики прозрачности и особенно способы их измерения. Важным элементом качества корпоративного управления в совре-

менном мире становятся нормы и стандарты, содержащиеся в различных добровольных национальных и международных кодексах корпоративного управления. Наряду с общим анализом указанных вопросов **во втором разделе** работы описываются результаты эконометрического исследования, а также некоторые конкретные методики, позволяющие более строго оценить прозрачность отчетных данных, которые предоставляются крупнейшими российскими частными и государственными компаниями.

Не меньшее значение в данном контексте имеет рассматриваемая в **третьем разделе** работы проблема саморегулирования хозяйственных отношений. Самоорганизация в самом широком смысле – способность экономической системы к эффективному функционированию на основе сложившихся рыночных механизмов («невидимая рука» рынка) и определенной институциональной структуры, институционального окружения. Институциональное окружение характеризует общую устойчивость сложившихся структур собственности и правил присвоения на протяжении всего периода осуществления долгосрочных инвестиций. Указанное понятие включает и требования политической устойчивости, а также достаточной дееспособности судебной системы. При характеристике институционального окружения особую роль играют изменения в «характеристиках доверия» («credibility features»)<sup>3</sup>.

В рамках сложной системы корпоративных отношений саморегулирование в самом широком смысле понимается как способность хозяйствующих субъектов (экономических агентов) в рамках определенной модели самоорганизации экономической системы добровольно принимать на себя определенные стандарты (нормы) поведения, выработанные в соответствующей хозяйственной и институциональной среде. В прикладном плане эта способность проявляется

---

<sup>3</sup> Проблемам самоорганизации в такой постановке вопроса – в контексте финансовых рынков и корпоративного управления, собственности и информента – посвящено исследование ИЭПП «Институциональное развитие и экономический рост» (2005 г.), осуществляемое также в 2005 г. по программе сотрудничества ИЭПП с АМР США.

в следующих действиях хозяйствующих субъектов (экономических агентов):

- выполнение правил «отраслевых» саморегулируемых организаций (СРО);
- принятие на себя обязательств, вытекающих из норм национальных и международных добровольных кодексов и стандартов (корпоративное управление, деловая этика, отраслевые бизнес-сообщества и т.п.);
- готовность к выполнению решения негосударственных судебных (третейских) и дисциплинарных (в том числе в системе саморегулируемых организаций) структур;
- разработка и добровольное принятие тех или иных стандартов поведения в индивидуальном порядке.

Экономическая теория прав собственности позволяет выделить лишь некоторые фундаментальные («базовые») отношения присвоения. Между тем роль тех или иных хозяйственных институтов в огромной степени зависит от распространенных в данном обществе традиций и неформальных норм поведения. Большинство теоретических моделей и эмпирических наблюдений приводят к выводу, согласно которому в большинстве случаев инфорсмент хозяйственных прав удается обеспечить благодаря взаимной заинтересованности участников хозяйственного процесса. Лишь в исключительных случаях последние апеллируют непосредственно к содействию судебно-правовых органов, что связано прежде всего с высокими затратами защиты исков в суде. В качестве наиболее эффективного «регулятора» отношений между фирмами указываются, как правило, спонтанные процессы самоорганизации, обеспечивающие постепенное совершенствование контрактных отношений между участниками хозяйственного процесса.

Острота проблемы эффективных неформальных институтов только сегодня стала очевидна для переходной экономики России. Необходимо также упомянуть те институциональные элементы, которые лежат на грани формальных и неформальных институтов. Роль легальных (т.е. не относящихся к криминальным) негосударственных форм, обслуживающих интересы довольно широкого круга

экономических агентов, становится особенно значимой именно в условиях неустойчивого институционального окружения (прежде всего, это институт саморегулирования).

В условиях развитой рыночной экономики процесс консолидации предпринимателей и представителей различных профессиональных (отраслевых) бизнес-сообществ в некоммерческие организации с целью саморегулирования рынков и профессиональной деятельности осуществлялся естественным эволюционным путем в течение исторически длительного периода времени, в отсутствие специального законодательного регулирования этого процесса. Для современной российской экономики саморегулирование является относительно новым и малоизученным явлением<sup>4</sup>. В то же время в отдельных отраслях и на межотраслевом уровне существуют организации, называющие себя организациями саморегулирования, более того, понятие «саморегулируемые организации», или «организации саморегулирования» (СРО) присутствует в ряде законодательных актов. В ряде сфер саморегулирование оказывает существенное влияние на качество конкуренции посредством установления стандартов поведения, не отраженных непосредственно в законах, улаживания конфликтов в рамках закона, но без использования судебных процедур. Мировой опыт показывает, что саморегулирование бизнеса в ряде случаев может быть эффективной альтернативой государственного регулирования экономики, обеспечивающей снижение государственных расходов на регулирование, большую гибкость регулирования и больший учет интересов участников рынка. В то же время организации саморегулирования зачастую критикуют за создание барьеров для входа на рынок и игнорирование интересов аутсайдеров (БЭА, 2004). Существует также значительный риск трансформации СРО в ведомственные «придатки», принимающие на себя часть

---

<sup>4</sup> Это касается и соответствующей литературы, которая весьма фрагментарна с точки зрения охвата проблемы и чаще всего носит «отраслевой» и сугубо прагматичный характер. Правовое положение саморегулируемых организаций как особого вида юридических лиц пока также практически не рассматривалось. Среди наиболее интересных отечественных источников, содержащих комплексный анализ, следует указать: (БЭА, 2004; Крючкова, 2001; Крючкова, Обыденков, 2003; Лазарко, Кирдяшкин, 2000) и ряд др.

регулятивных функций государства в определенной области, однако утрачивающие при этом возможность осуществления одной из своих важнейших функций – представления интересов своих членов (конфликт интересов).

Достаточно наглядно спектр противоречий в связи с перспективами становления СРО проявился, к примеру, в рамках дискуссии на V съезде Всероссийской ассоциации приватизируемых и частных предприятий. Так, заместитель министра экономического развития и торговли РФ А. Шаронов отметил, что СРО теоретически могут создавать ситуацию монополизирования в определенной части рынка, и государство должно иметь инструменты предотвращения негосударственной и нерыночной монополизации через институты СРО. Председатель Комитета по собственности ГД ФС РФ В. Плескачевский разделяет мнение о существовании данной проблемы (наличие условий для создания монопольных сговоров по цене, по услугам, по условиям предоставления этих услуг), однако претензии в данном случае необходимо предъявлять не к СРО, а к антимонопольному государственному органу, который за этим процессом надзирает. При этом важно, что саморегулирование в мире образовывалось как естественный институт при естественных отношениях бизнеса и власти, и именно этим обусловлено отсутствие специальных законов о саморегулировании и лицензировании в мировой практике. Специальное законодательство о саморегулировании в России, напротив, может рассматриваться как способ законодательного ограничения возможностей администрирования в сфере установления бизнес-стандартов. Наконец, по мнению председателя Российского союза саморегулируемых организаций арбитражных управляющих В. Голубева, саморегулирование является гораздо большей гарантией, чем деятельность специалистов-чиновников по вопросу недопущения монополистической деятельности и доминирования на рынке<sup>5</sup>.

В этой связи проблема определенного баланса между саморегулированием и различными формами государственного регулирования весьма актуальна как для России, так и для любой современной

---

<sup>5</sup> Материалы V съезда Всероссийской ассоциации приватизируемых и частных предприятий (работодателей), 16 апреля 2004 г. (<http://rabortodatel.ru/vip/76.html>).

рыночной экономики. При этом одной из особенностей современной России является необходимость формирования правового поля для саморегулирования априори или одновременно с естественным процессом их становления. Понятие СРО и их правомочия в той или иной степени зафиксированы в ряде законов РФ («О несостоятельности (банкротстве)», «О рынке ценных бумаг», «О рекламе», «Об оценочной деятельности в Российской Федерации», «О защите прав юридических лиц и индивидуальных предпринимателей при осуществлении государственного контроля (надзора)» и др.). На наш взгляд, тем не менее существует острая потребность в принятии Федерального закона «О саморегулировании». При всех возможных издержках изначальное и относительно унифицированное определение законодательных рамок объединения предпринимателей в СРО необходимо для того, чтобы обозначить четкие пределы вмешательства государства в процесс саморегулирования, не допустить присвоения себе федеральными и региональными органами государственной власти исключительного права на инициативу в создании СРО как иллюстрации представительства интересов бизнеса при этих органах власти.

Одним из ключевых вопросов, обсуждаемых в настоящее время в связи с реформой корпоративного управления, является вопрос о месте саморегулируемых организаций в системе регулирования корпоративных отношений. С учетом ситуации весьма актуальным становится выявление ключевых тенденций и особенностей становления системы саморегулирования в России (на примере взаимоотношений субъектов корпоративного сектора), негосударственных форм регулирования субъектов корпоративных отношений (саморегулирование, добровольная самоорганизация в соответствии с избранными поведенческими нормами и стандартами).

Для этого необходимо рассмотрение теоретических аспектов взаимосвязи саморегулирования и правоприменения, выделение прикладных определений саморегулирования, исследование подходов к саморегулированию, сложившихся в мировой практике, осуществление компаративного анализа российского и ряда других национальных и международных кодексов (регламенты, принципы)

корпоративного управления (поведения), которые имеют принципиальное значение для изучения практики саморегулирования в корпоративном секторе. Большое внимание уделяется также принципиальным аспектам современной дискуссии о перспективах становления системы саморегулирования в России. Рассмотренные понятия саморегулируемой организации и краткий обзор существующих СРО в России позволяют дать более взвешенную оценку положениям проекта Закона «О саморегулируемых организациях» по основным дискуссионным вопросам (определение СРО, механизм обеспечения ответственности участников СРО перед потребителями, единый государственный реестр СРО, обязательность членства в СРО, права СРО, требования к СРО касательно раскрытия информации, контроль СРО за деятельностью своих участников, требования к должностным лицам СРО, взаимодействие СРО с регулирующими органами и др.). Существует также целый ряд проблем, весьма актуальных в контексте саморегулирования в корпоративном секторе, но являющихся также неотъемлемым компонентом эффективной системы корпоративного управления. Особое внимание уделяется проблемам медиации в системе судопроизводства и системе институтов альтернативного разрешения споров в России, кодексам корпоративного управления отдельных российских компаний, проблемам формирования института независимых директоров и его эффективности.

# Раздел 1. В поисках институциональных характеристик экономического роста

## 1.1. Эволюция подходов

Со времени Д. Юма и А. Смита источники экономического роста неизменно связывались с накоплением капитала. Всякое увеличение капитала, утверждал А. Смит, естественно ведет к активизации промышленной деятельности и, следовательно, к возрастанию реального богатства. Накопление капитала, в свою очередь, определяется масштабами сбережений («...бережливость, а не трудолюбие является непосредственной причиной возрастания капитала»). И дело не ограничивается тем, что в более богатых странах больше оказывается фонд (доля) накопления. К тому же сравнительно большая часть этих накоплений направляется на «производительную» деятельность<sup>6</sup>.

Тезис, определяющий роль накопления, был полностью унаследован академической теорией «мейнстрима». Роль сбережений населения и накапливаемой прибыли в поддержании хозяйственной активности и устойчивого роста общественного богатства подробно анализируется в четвертом разделе («четвертая книга») «Принципов экономической теории» А. Маршалла.

Великая депрессия способствовала более осторожной оценке современниками и сторонниками Дж.М. Кейнса роли процессов накопления. Но эти соображения, как подчеркивал сам автор, относились прежде всего к краткосрочным факторам экономической динамики. К. Кларк, изучавший длительные тенденции хозяйственного развития, писал: «Уже в 1937 году я начал серьезно сомневаться в справедливости этой доктрины... Накопление капитала –

---

<sup>6</sup> «Фонды, предназначенные на содержание производительного труда, не только значительно больше в богатых странах, чем в бедных, но они представляют и большую пропорцию по сравнению с теми фондами, которые хотя и могут быть затрачиваемы на содержание как производительного, так и непроизводительного труда, но по общему правилу затрачиваются предпочтительно на содержание последнего» (Смит, 1962, с. 247–248).

это необходимое, но не достаточное условие экономического прогресса» (Clark, 1984, p. 59).

В моделях экономического роста Р. Харрода, безусловно испытавшего серьезное влияние Кейнса, на передний план вновь выдвинулись процессы накопления. Так, в базовом уравнении экономического роста темпы расширения производства прямо пропорциональны норме сбережений (см. (Happod, 1959)). Те же предположения по существу содержатся и в моделях экономического роста Р. Солоу (Solow, 1956), и в теоретических конструкциях эндогенного роста и технического прогресса другого нобелевского лауреата по экономике Р. Лукаса (Lucas, 1988).

Эмпирические исследования источников экономического роста, использовавшие стандартные производственные функции, не смогли, однако, подтвердить тезис о решающей роли накоплений «физического капитала». Ограничимся ссылкой на результаты многочисленных расчетов Э. Денисона (Denison, 1985), впервые предложившего методы «калькуляции» экономического роста. В соответствии с его расчетами, за период с 1929 по 1982 г. не более 20% увеличения национального дохода США (в расчете на 1 занятого) удается «приписать» накоплению реального капитала. Решающую роль во всех расчетах такого рода играл не раскладываемый по факторам «остаток»<sup>7</sup>.

Денисон считал его характеристикой прогресса знаний, который включает «как технический прогресс, так и прогресс в наших знаниях об управлении и организации» (Denison, 1985, p. 28). Тем самым в сферу исследования проблем экономического роста постепенно втягивался более широкий круг не только экономических, но и социально-политических отношений.

В новой ситуации пересмотру неизбежно подверглись и определения самих факторов производства. В наиболее развитых странах накопление вещественного капитала – как ключевой фактор экономического роста – постепенно стало отступать на задний план, усту-

---

<sup>7</sup> Более подробный анализ различных попыток декомпозиции экономического роста по различным факторам можно найти в обстоятельном обзоре Д. Джоргенсона «Калькуляция роста» (Jorgenson, 2005).

пая место накоплению человеческого (а также «социального») капитала. Из круга демографических проблем оказался, в частности, вынесенным и вопрос о факторах, определяющих темпы расширения трудовых ресурсов<sup>8</sup>.

Теоретики, занятые поиском источников экономического роста, все шире привлекают исторический материал, активней вторгаются в сферу политических и социальных отношений. Указанная тенденция становится все более очевидной, если сравнить «калькуляции» Э. Денисона с последующими публикациями одного из весьма влиятельных американских экономистов – профессора Гарвардского университета Р. Барроу (см. (*Barro, 1991; 1996; Barro, Lee, 1993; Barro, Sala-i-Martin, 1995*) и др.). В дополнение к обычным динамическим рядам все чаще параллельно привлекаются межстрановые сопоставления (*cross-country studies*); место элементарных производственных функций все чаще занимают многофакторные межобъектные сравнения (*cross-section*). При этом такие переменные, как норма личных сбережений (или норма накоплений), в подобных расчетах вообще не присутствуют. Зато значительное место отводится тем переменным, которые, по мнению Р. Барроу, должны играть отрицательную роль (масштабы потребления государства, инфляция и др.) и, что представляется особенно существенным, переменным, характеризующим влияние общественно-политических отношений (степень демократичности общества, соблюдение законов и прежде всего реальная защита прав собственности и контрактных прав).

«Калькуляции» экономического роста с первых дней своего появления подвергались критике представителей институциональной теории. Еще в начале 70-х годов Д. Норт и Р. Томас отмечали, что такие факторы, как накопление капитала, экономия на масштабах и т.п., «не являются источниками экономического роста – они и *есть* сам рост» (*North, Thomas, 1973, p. 2*).

---

<sup>8</sup> Изучая источники современного («постмальтузианского») экономического роста, О. Гэйлор и О. Моав выдвигают гипотезу о существенном изменении предпочтений: современная семья, по их мнению, стремится не столько к увеличению числа детей, сколько к накоплению возможно большего человеческого капитала (см. (*Galor, Moav, 2002*)).

В соответствии с классификацией одного из наиболее известных представителей новой институциональной теории О. Уильямсона (*Williamson, 2000*) на более глубоких (по сравнению с обычной хозяйственной деятельностью) уровнях складываются политико-экономические структуры, определяющие правила поведения отдельных участников. В соответствии с этой логикой экономика прав собственности, скажем, должна играть более фундаментальную роль, чем текущие операции, описываемые стандартной неоклассической теорией. Многочисленные работы, опубликованные в конце 80-х – первой половине 90-х годов, могут свидетельствовать о все более активном интересе теоретиков экономического роста к сложившимся историческим традициям и институциональным структурам.

В последнее время и представители академического «мейнстрима» стали склоняться к мысли о том, что институциональные структуры, а среди них прежде всего права собственности и права и обязанности, фиксируемые системой контрактов, оказываются наиболее глубоким источником долгосрочного развития и экономического роста.

Привлекает внимание и другая сторона указанной тенденции. Изучение институциональных структур оказывается втянутым в сферу более формального анализа. Все чаще гипотезы, высказываемые в этой области, базируются на высокотехнических теоретических моделях, для статистической проверки таких гипотез используются продвинутые эконометрические методы (напомним, что до последнего времени даже основоположника институциональной теории Т. Веблена, как, впрочем, К. Маркса и Й. Шумпетера, энтузиасты неоклассической школы снисходительно относили к «провидцам (*visionaries*), обладавшим недостаточными аналитическими способностями» (см. (*Niehans, 1990, p. 522*)).

Не углубляясь в сложный вопрос о соотношении между неоклассическим и институциональным направлениями современной экономической теории, отметим лишь, что на рубеже XXI в. ситуация существенно изменилась. Сегодня многочисленные характеристики институциональных структур становятся одним из наиболее пре-

стижных объектов теоретического моделирования и эконометрического исследования.

Экспансия неоклассических моделей проявляется, в частности, в том, что они постепенно охватывают тот «глубинный» (по характеристике О. Уильямсона) уровень, на котором располагаются базовые институциональные структуры. Границы между обычными объектами исследования у представителей мейнстрима и традиционной тематикой институционалистских работ (см., напр., *Козлова, 1987*) оказываются все более размытыми<sup>9</sup>. Основные характеристики изучаемых рынков у сторонников обоих направлений теперь, по крайней мере отчасти, определяются утвердившимися отношениями собственности, а также системой инфорсmenta прав собственности и контрактных обязательств.

## **1.2. Исторические различия в формировании отношений собственности и других хозяйственных институтов**

Одну из наиболее популярных сегодня версий формирования рыночных институтов можно было бы описать следующим образом. Расширение торговли в XVI–XVII вв. способствовало концентрации мощи, в том числе «политической силе *de facto*», в руках части землевладельцев и купцов. Накопление этой силы на определенном этапе позволило владельцам обзавестись собственными вооруженными формированиями, качественно отличавшимися от прежних военных отрядов крупных феодалов. Ограничивая власть короля, владельцы земли и капитала боролись за постепенное утверждение прав частной собственности. Классические примеры такого рода обычно можно найти в английской истории XVII–XVIII вв. (см., напр., *Acemoglu, 2002*).

---

<sup>9</sup> При этом О. Уильямсон настаивает на сохраняющихся преимуществах новой институциональной теории, ссылаясь, в частности, на успехи эмпирических исследований, проводимых в области «экономики транзакционных издержек» (см. *Williamson, 2000, p. 605–607*).

Одной из наиболее употребляемых «несущих конструкций» институционального анализа можно считать использованную Д. Норт-ом категорию обязательств, «внушающих доверие» (*credible commitments*). До тех пор, пока власть монарха оставалась неограниченной, подписанные им контрактные обязательства не могли считаться внушающими доверие (короли, как свидетельствуют исторические факты, нередко отказывались от возврата своих долгов или даже прибегали к конфискации имущества кредиторов – см. (*Veitch, 1986*)). Поэтому обязательства, внушавшие доверие, могли получить сколько-нибудь широкое распространение лишь в результате постепенного ограничения полномочий абсолютного монарха.

С приходом Нового времени стало очевидным, что важнейшим условием, которое может обеспечить функционирование рыночной собственности, является жесткое ограничение полномочий исполнительной власти в сфере имущественных отношений. Дж. Локк, написавший после английской революции «Два трактата об управлении», отмечал, что «король не должен нарушать никаких прав собственности своих подданных». Что же касается политической власти, то она представляет собой «право создавать законы... для регулирования и сохранения собственности» (*Локк, 1988, т. 3, с. 343*). Карл II принес особую клятву никогда не посягать на собственность своих подданных (*Nenner, Jones, 1992, p. 92*). Расширение полномочий английского парламента к концу XVII в. и предоставление им гарантий английской короне обеспечивало возможность резкого увеличения королевской задолженности. Вместе с тем в Англии ускоренными темпами стали развиваться финансовые рынки (*Neal, 1990*).

Формируясь под воздействием политических сил, отношения частной собственности на пороге Нового времени, в свою очередь, накладывали отчетливый отпечаток на всю структуру социально-политических отношений. Собственность как некоторое легитимное «право» становится под защиту государства, «но это же право защищает и самого индивидуума от государства: вместе с законом, и ее [собственности] побочным продуктом, она становится самым

действенным средством ограничения государственной власти» (Paine, 2000, с. 158–159).

В различных географических регионах утверждение института рыночной собственности осуществлялось неодинаковым образом. Многочисленные факты могут свидетельствовать о том, что формирующиеся структуры имущественных отношений в огромной степени зависели от специфики предшествовавшего исторического развития («path dependence»).

Рассматривая длительные изменения в истории стран, подвергшихся колонизации, Д. Эйсмоглу, С. Джонсон и Дж. Робинсон привлекли внимание исследователей к следующему феномену. С XI по XV в. можно наблюдать более или менее устойчивое распределение богатства между указанными странами. А с 1500 г. ситуация начала радикально меняться: с переходом к Новому времени на протяжении последующих четырех столетий во внеевропейском («колонируемом») мире обнаружилась тенденция к «обратному ранжированию богатства» («the reversal of Fortune»). Ранее богатые страны постепенно беднели (относительно других), тогда как некоторые ранее бедные страны смогли увеличить не только абсолютное, но и относительное богатство.

Изучая различные формы экономического роста в колонизируемых странах, авторы связали их с разными стратегиями, использовавшимися европейскими метрополиями. Впервые в академической литературе столь четко было высказано, что в колонизируемых странах, богато наделенных природными ресурсами и располагавших обширным населением, европейские страны использовали методы интенсивной эксплуатации. Часто в этой роли выступали страны с жарким климатом, характеризовавшиеся более высокой смертностью выходцев из метрополий – стран, обладавших умеренным климатом. Подобная стратегия обычно не предусматривала равноправных рыночных отношений между метрополией и колонией; система экономических и политических отношений, устанавлива-

мая в этих странах, должна была обеспечивать прежде всего особые выгоды для метрополии<sup>10</sup>.

Другая стратегия использовалась в тех случаях, когда речь шла о малонаселенных странах, расположенных в зоне с умеренным климатом. В этих случаях чаще всего наблюдалось переселение жителей государств Западной Европы в соответствующие страны.

Тем самым в зависимости от выбора, совершаемого сравнительно более развитыми европейскими странами, в колонизируемых странах формировались различные имущественные отношения и основанные на них хозяйственные структуры. Указанные различия, разумеется, становятся особенно наглядными при сравнении институциональной структуры, господствующей сегодня в Соединенных Штатах, Канаде, Австралии, с экономическими институтами, скажем, стран Тропической Африки.

Подобные рассуждения позволили продемонстрировать довольно эффективные результаты. Так, данные о смертности выходцев из стран с умеренным климатом в странах Африки, Азии и Латинской Америки, относящиеся к предшествующим столетиям, а также о плотности населения в колонизируемых странах в начале XVI в. могут объяснить («предсказать») значительную часть различий в индексах, характеризующих эффективность защиты частной собственности в настоящее время; опираясь на последние, авторы выводят различия в уровнях и динамики ВВП на душу населения.

Бремя колонизации, неблагоприятное наследие колониальных империй, сводится, таким образом, прежде всего к отсутствию условий для формирования конкурентных рынков современного типа. В некоторых странах Латинской Америки, например, «полное засилье монополий и повсеместное административное регулирование, насажденное еще Испанией, оставалось нетронутыми и после того, как эти страны обрели независимость» (*Acemoglu, Johnson, Robinson, 2001, p. 1376*).

---

<sup>10</sup> Авторы цитируют работу одного из американских историков, в которой описываются результаты колониального господства в Конго: политика Бельгии «была основана на безудержной эксплуатации природных и человеческих ресурсов» и привела к последующему «распаду всей хозяйственной и общественной жизни» (цит. по (*Acemoglu, Johnson, Robinson, 2001, p. 1375*)).

Заметим, что процессы усвоения и развития хозяйственной цивилизации не могут сводиться просто к перемещению европейцев, обладавших опытом сравнительно более развитой рыночной экономики, в отсталые страны. Вопрос о «трансплантации» правовых и хозяйственных институтов более подробно рассматривается ниже. Здесь же отметим только следующее обстоятельство. В США и Канаде, например, доля европейских мигрантов в XIX в. была ниже, чем в некоторых странах Латинской Америки (Уругвай, Аргентина). А страны Юго-Восточной Азии (например, такие «азиатские тигры», как Сингапур), характеризующиеся прочной защитой частной собственности и чрезвычайно динамичным экономическим ростом, и до настоящего времени не привлекают большого числа европейских мигрантов.

Сложившаяся институциональная структура обладает рядом важных функциональных характеристик, среди которых особую роль играет наличие или отсутствие «встроенных» механизмов поддержания хозяйственной стабильности<sup>11</sup>. Д. Эйсмоглу, С. Джонсон, Дж. Робинсон и Ю. Тэйчерэн (*Acemoglu, Johnson, Robinson, Thatcharoen, 2003*) предприняли специальное эконометрическое исследование, ставящее следующий вопрос: в какой мере обладают стабильностью сравнительно более «слабые» институциональные структуры (рассматривалась все та же выборка колонизированных стран, динамика которых сравнивалась с соответствующими характеристиками развитых стран)? При этом внутренние качества самих институтов не подвергались какому-либо особому анализу; институциональные структуры выступали по существу в роли некоего «черного ящика». Не рассматривались и те механизмы, с помощью которых указанные институты могут обеспечить большую или меньшую стабильность экономики.

Для выделения институциональных структур, сформировавшихся на протяжении длительного исторического периода, использовались относящиеся к прошлым временам показатели смертности пересе-

---

<sup>11</sup> В данном разделе рассматривается главным образом краткосрочная (и среднесрочная) стабильность производства и потребления. Характеристики стабильности институционального окружения приведены в разделе 2.

ленцев и производные от них индексы, характеризующие степень защиты частной собственности<sup>12</sup>.

Поскольку стабильность экономики зависит также от характера проводимой макроэкономической политики, то характеристики воздействия, оказываемого институциональными структурами, сопоставлялись с влиянием «неоптимальной» макроэкономической политики (чрезмерно большие государственные расходы, инфляционная кредитно-денежная политика, поддержание слишком высокого реального валютного курса).

Расчеты авторов приводят к следующим выводам. Сравнительно большая волатильность производства (измеряется стандартным отклонением темпов изменения реального ВВП на душу населения) на протяжении 1970–1997 гг. в значительно большей мере определялась показателями, которые, по мнению авторов, отражают исторически сложившуюся институциональную структуру. В странах с более «сильной» институциональной структурой влияние дестабилизирующей макроэкономической политики оказывается менее существенным.

Наряду с этим страны со «слабыми» институтами в большей мере подвержены кризисам (измеряемым глубиной падения производства). Более того, и в крайностях макроэкономической политики авторы склонны видеть «симптомы, отражающие влияние более глубоких институциональных факторов» (*Acemoglu, Johnson, Robinson, Thaicharoen, 2003, p. 108*).

На протяжении последних десятилетий в теоретической литературе подробно обсуждался вопрос о том, в какой мере нестабильность доходов и потребления *сама по себе* (при сохранении неизменного среднего уровня) может неблагоприятно сказаться на уровне благосостояния. Используя стандартные предположения, Р. Лукас в своем исследовании хозяйственных циклов привел оценки, которые могут свидетельствовать о том, что те потери общественного благосостояния, которые связаны с волатильностью личного по-

---

<sup>12</sup> Кроме того, для характеристики институциональных структур использовались также индексы, которые характеризуют жесткость ограничений, налагаемых на представителей управленческого персонала.

требления в современной американской экономике, в целом оказываются сравнительно небольшими (см. *(Lucas, 1987)*).

Ясно, однако, что ответ на вопрос о последствиях волатильности конечного потребления в решающей степени зависит от исходных предпосылок. Необходимо, в частности, принять во внимание, что те хозяйственные механизмы, которые придают стабильность процессам расширения производства, как правило, способствуют и некоторому ограничению темпов экономического роста (см. *(Ramey, Ramey, 1995)*). Кроме того, в странах со сравнительно низким уровнем экономического развития более интенсивные колебания темпов роста, по-видимому, могут повлечь за собой весьма существенные потери общественного благосостояния (*Pallage, Robe, 2003*).

Говоря о сильных сторонах концепции Эйсмоглу и его соавторов, следует особо отметить четкое выделение механизмов взаимодействия между политическими и экономическими институтами. Выше уже говорилось о влиянии «политической силы *de facto*» на характер возникавших политических институтов, а вместе с тем на формирование структуры имущественных прав. Рассматривая общие аспекты проблемы, Эйсмоглу ставит вопрос об особенностях формирования экономических и политических институтов.

В области экономики особенно широка сфера рыночных взаимодействий: следуя методологии Р. Коуза (см., например, *(Coase, 1960)*), можно утверждать, что и при существовании внешних эффектов (экстерналий) в случаях, когда можно пренебречь трансакционными издержками, участникам удастся путем рыночных взаимодействий интернализировать, по крайней мере, часть указанных эффектов. Возможны ли подобные («коузианские») процессы в сфере принятия политических решений?

Ответам на этот вопрос посвящено специальное теоретическое исследование Д. Эйсмоглу (см. *(Acemoglu, 2003)*). Автор отмечает: в экономике все «коузианские» процессы предполагают, что заключенные соглашения оформляются специальными контрактами. Контракт предусматривает определенные обязательства обеих сторон, причем как права, так и обязательства всегда распространяются на предусматриваемый в контракте последующий период.

Действенный инфорсмент контрактных прав и обязательств опирается в конечном счете на существование некоей «третьей» стороны, контролирующей соблюдение «правил игры» и играющей роль некоего беспристрастного арбитра. В качестве такого арбитра чаще всего выступают различные судебные инстанции и другие звенья административно-правового аппарата, осуществляющие «монополию легитимного принуждения» («monopoly of legitimate coercion»).

В сфере политических отношений государство неизбежно должно стать одним из участников заключаемого контракта. В подобной ситуации трудно отыскать беспристрастного арбитра, который был бы наделен монополией легитимного принуждения. Но тем самым исчезают и основания, которые внушали бы доверие к заключаемым контрактам. Указанные соображения могут служить, по-видимому, одним из дополнительных аргументов в пользу всемерного развития в публично-правовой сфере механизмов взаимных сдержек и противовесов<sup>13</sup>.

Особенно важную роль в «политико-правовой инфраструктуре», обеспечивающей условия для стабильного экономического роста, играет, по-видимому, принцип разделения властей, лежащий в основе современного правового государства. Решения тех инстанций, которые на практике выступают в роле арбитра, следящего за реализацией собственности, контрактных обязательств и контролирующего соблюдение правил рыночной игры, должны свидетельствовать о *реальной* независимости судебной системы от исполнительной власти<sup>14</sup>.

Между тем защита имущества и доходов отдельных лиц и компаний от посягательств со стороны государства всегда была чрезвычайно важна на начальных этапах функционирования частной собственности, когда сфера индивидуальных прав – как экономических, так и социально-политических – очерчена еще недостаточно четко и

---

<sup>13</sup> Соображение об ограниченных возможностях реализации коузианских механизмов в политической сфере, разумеется, не исключает возможности вполне плодотворных соглашений между государством и обществом.

<sup>14</sup> Более подробно вопрос о независимости судебной системы от исполнительной власти рассматривается ниже.

когда частное присвоение богатства впервые перестает быть наследственным, «прирожденным правом» монарха и феодальной аристократии<sup>15</sup>. Но особенно остро эта проблема становится в обществе, в котором законодательная и исполнительная власти испытывают сильное давление со стороны электората, которому на протяжении нескольких поколений внушалась мысль об «аморальности» и вредности принципов частной собственности.

Весьма существенным оказывается также следующее обстоятельство, непосредственно вытекающее из теоретической модели («сравнительная статика»), но не получившее более подробного развития в излагаемой концепции. Мероприятия экономической политики, направленные на переход к более эффективной аллокации ресурсов, могут тормозиться в связи с тем, что такая перестройка сопряжена с изменениями в распределительных отношениях. Ведь в практической жизни государство представлено, в частности, множеством служащих правительственного аппарата, части из которых сохраняющиеся институты (или политические нормы и решения) могут приносить (нелегитимные) частные выгоды. Поэтому утверждение новых институтов, предполагающих функционирование конкурентных механизмов в политической и экономической сферах, во многих случаях наталкивается (иногда явно, но чаще скрыто) на сопротивление тех чиновников, которым удастся извлекать выгоды из существующих административных установлений и ограничений.

Таким образом формируются зависимости, складывающиеся в «порочный круг». Чем больше в обществе распространена коррупция правительственных чиновников, тем меньше (при поддержании прежнего уровня административной дисциплины) остается реальных возможностей для укрепления рыночных институтов и конкурентных механизмов. При некоторых условиях может складываться ситуация, когда эффективные рыночные взаимодействия подменяются

---

<sup>15</sup> Ключевым условием утверждения рыночной собственности Д. Норт и Б. Уэйнгаст считают формирование в ходе английской революции XVIII в. достаточно независимой судебной власти, которая смогла более или менее эффективно сдерживать посягательства короля (или парламента) на имущество частных лиц (см. *(North, Weingast, 1989)*).

соперничеством на «политических рынках», борьбой бюрократических интересов.

Так, усиление централизованного начала в российской экономике начала 2000-х годов сопровождалось некоторым ограничением рыночной конкуренции и обострением специфически бюрократического соперничества, «когда отдельные ведомства начинают бороться друг с другом за дополнительные ресурсы и властные полномочия. Однако подобные цели не могут быть непосредственно афишированы. Поэтому для «регуляторов» характерна постоянная апелляция к интересам тех или иных групп участников рынка. Именно под этим флагом «регуляторы» часто реализуют собственные интересы и устремления» (Яковлев, 2003, с. 51).

Другой вариант неблагоприятного взаимодействия складывается в тех случаях, когда лишь некоторая, не слишком представительная, часть предпринимателей сама обладает «политической силой *de facto*» или монопольным доступом к центру принятия политических решений. Тогда эти предприниматели, использующие судебную исполнительную власть в качестве орудия, направленного против своих соперников, оказываются просто незаинтересованными в реальном утверждении прочных отношений частной собственности<sup>16</sup>.

### **1.3. Роль географических факторов**

В последнее десятилетие получила развитие и несколько иная, так сказать историко-географическая, интерпретация зависимостей, характеризующих формирование рыночных институтов. В этой концепции расставлены другие акценты. Особо важная роль в ней отводится географическим факторам. Ш. Монтескье еще в середине XVIII в. писал в своем трактате «О духе законов» о неблагоприятном влиянии тропического климата на хозяйственное поведение.

---

<sup>16</sup> Ситуации неравномерного распределения богатства и относительной неэффективности производства, когда наиболее состоятельные собственники оказываются не заинтересованными в неизбирательной и прочной защите прав собственности, рассматриваются в (Polishchuk, Savvateev, 2004).

В настоящее время к числу наиболее активных сторонников географической интерпретации различий в институциональной структуре и эффективности экономики можно отнести профессора Колумбийского университета Дж. Сакса. Одна из недавних полемических работ этого автора имеет достаточно выразительный заголовок: «Институты не играют определяющей роли (don't rule): непосредственное влияние географии на средний доход на душу населения» (см. (*Sachs, 2003*)). Справедливости ради отметим, что в других работах позиция Сакса не столь категорична. Так, в докладе, представленном на конференции Всемирного банка, Дж. Гэллап, Дж. Сакс и Э. Меллинджер утверждают, что помимо непосредственного влияния географические факторы могут оказывать также косвенное воздействие, и в этом случае особое значение имеют те политические и экономические институты, которые вызваны к жизни влиянием указанных факторов.

Важнейшая роль в этом споре отводится эконометрическим расчетам, поэтому активно обсуждается вопрос об адекватной идентификации переменных, характеризующих влияние географических факторов.

Так, выступая против географической концепции, профессор Гарвардского университета Д. Родрик и его соавторы в своих регрессиях в качестве такой переменной используют удаленность (в градусах) различных стран от экватора. В уравнениях, в которых присутствуют показатели, характеризующие качество хозяйственных институтов, коэффициент при «географической» переменной во многих случаях оказывался статистически несущественным. Даже в тех расчетах, где он оказывался существенным (скажем, на 95%-м уровне), вклад данного фактора был весьма скромным (см. (*Rodrik, Subramanian, Trebbi, 2004, Table 2*)). Авторы этого, а также некоторых других эконометрических исследований (см., например, (*East-erly, Levine, 2003*)) приходят к следующему выводу: основное влияние географических факторов реализуется, по-видимому, не прямо, а опосредованным образом, т.е. через сложившиеся экономические и социально-политические институты. При этом вопрос, каковы же

механизмы влияния географических факторов на формирование соответствующих институтов, по существу, остается «за кадром».

Утверждая, что отдаленность от экватора может использоваться лишь как некоторая, несовершенная, характеристика климатических различий, Дж. Сакс настаивает на том, что влияние географических факторов на деле гораздо более разнообразно. Основной канал воздействия, оказываемого этими факторами, может быть представлен, с его точки зрения, более низкой производительностью труда в тропическом сельском хозяйстве и последствиями специфических эпидемических болезней, получивших особо широкое распространение в странах экваториального пояса. В работе, исследующей источники экономической отсталости стран тропической зоны, Дж. Сакс утверждает, что главную причину сложившегося разрыва в уровнях развития можно определить следующим образом: «к началу современной эпохи (или, может быть, немного раньше) в странах умеренного климата технологии оказались гораздо более производительными, чем в сельском хозяйстве государств экваториального пояса» (см. (*Sachs, 2001, p. 2*)).

В 1998 г. Д. Блум и Дж. Сакс опубликовали основательное исследование проблем экономического роста в африканских странах (см. (*Bloom, Sachs, 1998*)). Одной из причин, оказывавших существенное неблагоприятное влияние на демографические факторы роста, оказывались последствия тропической малярии: если бы с этой болезнью удалось покончить в середине XX в., то к концу века средний реальный доход на душу населения оказался бы, в соответствии с их расчетами, вдвое больше.

В одной из следующих (уже упоминавшихся выше) работ Дж. Сакс предложил совсем элементарную эконометрическую модель, в которой различия в величине реального ВВП на душу населения в 1995 г. объяснялись лишь двумя факторами – «качеством институтов» и риском заболевания тропической малярией. При работе с различными выборками государств с помощью указанных двух переменных удается «объяснить» сравнительно большую часть различий, причем коэффициенты при указанных переменных чаще всего оказывались существенными на 99%-м уровне.

Но, несмотря на уже процитированный выше вызывающий заголовок работы, Дж. Сакс в заключительной части своего исследования предлагает более сбалансированные выводы: «Серьезные теоретические и эмпирические доводы могут свидетельствовать в пользу тезиса, согласно которому процесс развития отражает сложное взаимодействие институтов, политических и географических факторов» (*Sachs, 2003, p. 9*).

#### **1.4. Правовые системы: «новая сравнительная теория» и проблемы трансплантации институтов**

К числу работ, серьезно исследовавших генезис правовых систем, их влияние на характер имущественных отношений и инфорсмент прав собственности, относится цикл публикаций Р. Ла Порты, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шлайфера и Р. Вишны (см. (*La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 2000; 2002*)). В этих работах степень защиты собственности и общие характеристики функционирования экономики в тех странах, в которых господствует «англо-саксонская» система прецедентного права (*common law*), сопоставляются с воздействием системы четко кодифицированного, «французского», гражданского права (*civil law*).

Своими корнями «английское» право восходит еще к временам нормандского завоевания (см. (*Berkowitz, Pistor, Richard, 2003, p. 169*)). Складывавшиеся нормы прецедентного права в большой мере отражали, по мнению Э. Глэзера и А. Шлайфера, средневековые отношения между королем и представителями высшей феодальной аристократии (*Glaeser, Shleifer, 2002*).

В континентальной Европе более широкое распространение получили кодифицированные правовые нормы, непосредственно устанавливаемые законами (*statutory law*). Однако наибольшее влияние на формирование правовых норм оказал принятый в начале XIX в. Кодекс Наполеона. В Германии после объединения страны была принята «продвинутая» система законов; наиболее полный Гражданский кодекс вступил в силу с начала XX в.

Наряду с «англо-саксонской» и «французской» Р. Ла Порты, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шлайфер, Р. Вишны в качестве «базовых» выделяют также «скандинавскую» правовую систему<sup>17</sup>.

Распространение складывавшихся правовых норм во многих случаях переплеталось с процессами миграции и колонизации. Так, в странах, заселявшихся выходцами из Англии, чаще всего утверждался тот или иной вариант прецедентного права (в США эти нормы претерпели существенные изменения после войны за независимость и Гражданской войны). В законах, принятых в странах Центральной и Латинской Америки, отражались испанские традиции; впоследствии эти тенденции получили дальнейшее развитие под влиянием Кодекса Наполеона. Интенсивное освоение «базовых» правовых систем наблюдалось в XIX – начале XX в. Так, пик судебно-правовых реформ в Бразилии, Аргентине, Чили, Эквадоре и некоторых других латиноамериканских странах приходился на середину XIX в.

Многочисленные эконометрические расчеты Р. Ла Порты, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шлайфера и Р. Вишны иллюстрируют центральный тезис их теоретической концепции – в странах с «англо-саксонской» правовой системой интересы частных собственников, в том числе владельцев акций, защищены гораздо лучше, чем в государствах с «французской» системой. Более адекватная реализация принципов частной собственности представляет собой необходимое условие, требующееся для более интенсивного развития финансовых рынков (*La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997; 1998*). Защита прав частной собственности обеспечивает предпосылки для более интенсивного расширения капиталовложений и повышения темпов экономического роста<sup>18</sup>.

---

<sup>17</sup> Д. Берковиц, К. Пистор, Ж.-Ф. Ришар приводят более полный, на их взгляд, перечень «базовых» систем, который наряду с системами, сложившимися в национальных государствах Европы, включает также (в качестве самостоятельной) «американскую» систему.

<sup>18</sup> Результаты этих эконометрических исследований более подробно излагаются в (*Радыгин, Энтов, 1999; 2002*).

В опубликованной в 2003 г. статье С. Джанков, Р. Лапорта, Ф. Лопес-де-Силанес, А. Шлайфер (*Djankov, La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, 2003*) предложили «новую сравнительную теорию» (the new comparative economics), которая должна прийти на смену «старой сравнительной теории», сопоставлявшей между собой социалистическую и капиталистическую системы. «Новая сравнительная теория» рассматривает различия в хозяйственных и политических институтах, утвердившихся в странах с более или менее развитой рыночной системой, и изучает влияние этих различий на общие характеристики функционирования экономики (см. (*Djankov, La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, 2003, p. 596*)). Представленная теория призвана упорядочить и обобщить накопленный к настоящему времени обширный материал эмпирических исследований (прежде всего меж-страновых сопоставлений).

Авторы новой теории в своих общих построениях широко используют восходящее еще к «Левифану» Т. Гоббса противопоставление анархии, неизбежно порождаемой разрозненными усилиями людей в условиях господства частной собственности, и централизованного («диктаторского») правления. Используя стандартные методы микроэкономической теории, авторы строят кривую институциональных возможностей (по своей конфигурации указанная кривая напоминает обычные кривые безразличия). Операционные возможности анализа, однако, осложняются тем, что по осям координат откладываются плохо верифицируемые суммы совокупных потерь, связанных с реализацией таких общих принципов, как диктаторские методы управления (ось абсцисс) или беспорядок и анархия (ось ординат).

Страны с более развитой рыночной экономикой, разумеется, характеризуются кривыми институциональных возможностей, лежащими ближе к началу координат. Прямая, проходящая через начало координат и характеризующая страны различного уровня развития с «англо-саксонской» правовой системой, должна иметь больший угол наклона по сравнению с аналогичной прямой, описывающей страны с «французской» системой (поскольку «французская» система, по мнению авторов, лучше согласуется с теми методами ограничения

беспорядка, которые используют централизованное регулирование). Изменения институтов, носящие длительный характер и сопровождающиеся значительным ростом производительности, описываются смещением вниз (к началу координат) кривой институциональных возможностей.

Осуществление рыночных реформ в посткоммунистических странах эта концепция связывает с движением справа налево вдоль соответствующих кривых институциональных возможностей. Кривые, описывающие институциональные возможности стран Центральной и Юго-Восточной Европы, лежат, по мнению авторов, значительно ниже соответствующих кривых для стран СНГ (в связи с более низким уровнем развития рыночной экономики в последних).

В результате реформ, проведенных в последние десятилетия, Россия продвинулась вдоль своей кривой институциональных возможностей налево значительно сильнее, чем, скажем, Венгрия или Чехия (вдоль своих кривых). Нынешнее местоположение России должно показывать, что ее экономика характеризуется более отчетливо выраженными элементами дезорганизации, локализма и коррупции. Используя столь обобщенные характеристики дезорганизации или «чрезмерной» централизации, авторы не предлагают, к сожалению, никаких способов эмпирической идентификации этих показателей, поэтому размещение отдельных государств на подобной диаграмме неизбежно носит субъективистский характер.

Последовательное осуществление в правовой системе упоминавшегося ранее принципа взаимных сдержек и противовесов должно, согласно логике тех же авторов, способствовать повышению эффективности хозяйственной системы. Выше уже отмечалось, насколько важную роль в реализации принципов частной собственности может играть реальная независимость судебных органов. Расчеты Р. Ла Порта, Ф. Лопес-де-Силанес, К. Поп-Илечеса и А. Шлайфера (см. (*La Porta, Lopes-de-Silanes, Pop-Ilechese, Shleifer, 2004*)) могут свидетельствовать о том, что в тех странах, где судебные органы обладают сравнительно большей независимостью, полней защищены права частной собственности и обеспечены лучшие условия для интенсивного экономического роста.

Исходя из перечисленных теоретических построений, авторы «новой сравнительной теории» высказывают ряд соображений о возможности «трансплантации» различных институтов, функционирующих в странах с развитой рыночной системой<sup>19</sup>. И хотя в своей работе авторы декларируют чрезвычайно широкий круг проблем, изучаемых «новой сравнительной теорией», на деле, однако, в центре внимания неизменно оказываются изучавшиеся ими ранее правовые системы. Поэтому в указанной статье рассматриваются прежде всего возможности трансплантации «базовых» правовых систем.

Поскольку в странах с недостаточно развитой рыночной системой менее полно реализуются принципы свободы слова и не столь прозрачны действия властей на всех уровнях, восприятие норм «французского» права должно повлечь за собой «избыточное» развитие административно-регулирующих начал. В сфере экономики это проявляется в огромном числе административных ограничений и соответственно в сравнительно большем распространении «теневое» сектора; а в правовой сфере – в чрезмерном «правовом формализме»<sup>20</sup>, большей громоздкости и длительности судебных процессов и соответственно в больших издержках используемых правоприменительных процедур. В странах с развитой рыночной экономикой защита прав частной собственности и инфорсмент контрактных обязательств в сравнительно большей мере регулируются децентрализованными рыночными механизмами.

Втягивание отдельных стран в мировой хозяйственный оборот на протяжении многих столетий порождало вопрос о формах «смыкания» натуральных хозяйств с экономиками, в которых более широкое развитие получили рыночные отношения. Особую остроту про-

---

<sup>19</sup> Вопрос о трансплантации хозяйственных институтов в последнее время активно обсуждается и в отечественной литературе. См., напр., (Волконский, 1998; Полтерович, 2001; Старков, 2002; Клейнер, 2004, гл. 4; Кузьминов, Радаев, Яковлев, Ясин, 2005, разд. 1.4).

<sup>20</sup> Методы исчисления индексов «правового формализма» описаны в (Djankov, La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, 2003).

блема рецепции более «продвинутых» хозяйственных институтов получила в эпоху формирования колониальных империй<sup>21</sup>.

Один из наиболее известных экспертов в области социальной и экономической истории К. Поланьи (*Поланьи, 2002*) заметил, что понятие колониальной эксплуатации вряд ли имеет смысл определять в сугубо экономических терминах (например, как некоторую постоянно существующую неэквивалентность меновых отношений). Ведь рассматриваемые взаимодействия явно выходят за пределы узких экономических и правовых категорий. Политика государств-метрополий чаще всего способствовала разрушению прежнего хозяйственного уклада, и тогда в полной мере обнаруживались ужасающие последствия неадекватной трансплантации чужеродных социально-экономических институтов.

Насаждаемые «институты терпят крах уже вследствие того простого факта, что рыночную экономику навязывают обществам, имеющим принципиально другую организацию; что труд и землю превращают в товар, или, если выразиться более пространно, что все без исключения культурные институты органического общества ликвидируются» (*Поланьи, 2002, с. 178–179*). Более того, разложение патриархальной системы и внедрение рыночных отношений лишь способствовали обострению кризиса. Так, в Индии во второй половине XIX в. «массы индийцев умирали от голода не потому, что их эксплуатировал Ланкашир; они гибли в громадных количествах по той причине, что была уничтожена индийская крестьянская община» (см. *там же*).

Описанную ситуацию вряд ли стоит считать единственно возможной. Во многих случаях власти метрополии находили более выгодным для себя «встроиться» в традиционно существующий уклад жизни, сохраняя и используя в своих интересах социально-политические структуры и сложившиеся формы личной зависимости (*Abdel-Malek, 1981*). Тем самым, разумеется, закладывались предпо-

---

<sup>21</sup> Выше уже отмечалось, какое место в трактовке Д. Эйсмоглу и его соавторов формирования современной институциональной структуры занимает хищническая эксплуатация колониальных ресурсов.

сылки для длительного сохранения хозяйственной отсталости колониальных и зависимых стран.

В то же время, как отмечали Д. Эйсмоглу, С. Джонсон и Дж. Робинсон (*Acemoglu, Johnson, Robinson, 2004*), «прививаемые» социальные и экономические институты могли успешно приживаться на новой почве, и трансплантация оказывалась мощным средством поступательного развития, когда указанные институты перемещались в колонизируемые страны вместе с участниками – жителями метрополий (опыт Соединенных Штатов, Австралии, Канады и некоторых других государств).

Поскольку «новая сравнительная теория» апеллирует прежде всего к правовым отношениям, вернемся к проблеме трансплантации правовых систем. Рассмотрим, например, работу Д. Берковица, К. Пистора и Ж.-Ф. Ришара (*Berkovitz, Pistor, Richard, 2003*) о влиянии трансплантации правовых институтов на процессы экономического развития. На протяжении длительного исторического периода трансплантация правовых отношений осуществлялась как в добровольном, так и в принудительном порядке, но, как подчеркивают авторы, далеко не в каждом случае подобная «пересадка» могла обеспечить успех.

Для того чтобы трансплантируемая система могла эффективно привиться, требуется, по крайней мере: во-первых, достаточно полное знакомство с воспринимаемой системой<sup>22</sup> и, во-вторых, наличие условий для того, чтобы такая система смогла укорениться на новой почве. Принятая в работе классификация исходила из следующего принципа: трансплантируемая система считается воспринятой (а страна рецепции «восприимчивой»), если можно предполагать наличие хотя бы одного из упомянутых двух условий. Наиболее трудной проблемой рецепции, как показывает анализ, неизменно оказы-

---

<sup>22</sup> Так, осуществляя правовую реформу (1829 г.), власти Колумбии, пытавшиеся утвердить в стране нормы испанского торгового кодекса, просто плохо осознавали реальный смысл вводимых правовых установлений (см. (*Means, 1980*)). Недостаточно хорошо, по мнению Д. Берковица, К. Пистора, Ж.-Ф. Ришара, представляли реальное содержание вводимой правовой системы (преимущественно «немецкой») и японские власти, осуществлявшие законодательные реформы 1868–1899 гг.

валось согласование вводимых норм с исторически сложившимися традициями и местными условиями.

В работе рассматриваются характеристики трансплантации правовых норм в 39 странах. Лишь в 6 случаях (Япония, Италия, Голландия, Аргентина, Чили, Израиль) процессы рецепции и адаптации, по мнению авторов, в конечном счете прошли успешно. Так, в Японии (где власти, как отмечалось выше, не сразу осознали реальное содержание проводимых преобразований) принятые кодексы, в конце концов, как отмечал исследователь правовой системы Уигмор, «не вступали в конфликт с существующей традицией» (цит. по (Berkovitz, Pistor, Richard, 2003, p. 180)).

Основной вывод авторов можно было бы сформулировать следующим образом: эффект от переноса (трансплантации) зависит не столько от выбора того или иного «семейства правовых норм» («legal families»), сколько от реального восприятия трансплантируемых законов. Решающую роль в формировании реальной структуры правовых норм, согласно их расчетам, чаще всего играла удачная «прививка» или «невосприимчивая» трансплантация (unreceptive-transplant). И хотя некоторые расчеты авторов представляются слишком условными, а выводы рискованными<sup>23</sup>, все же возможности адаптации, приспособления переносимых институтов к местным условиям несомненно определяли успех или неуспех трансплантации.

Среди систем, менее восприимчивых к трансплантации правовых норм, фигурирует и правовая система, существовавшая в свое время в Советском Союзе. Причем особые трудности в данном случае вызваны вовсе не тем, что в ходе посткоммунистических правовых реформ осваивались такие нормы законодательства, которые недостаточно эффективны, по крайней мере, с экономической точки зрения. В работе, подготовленной К. Пистор совместно с экономистами Европейского банка реконструкции и развития М. Рейзэром и С. Гельфером (Pistor, Raiser, Gelfer, 2000), данная проблема сформулирована

---

<sup>23</sup> Так, согласно их расчетам, если бы трансплантация «французской» системы в Колумбии оказалась успешной, то это должно было бы увеличить к середине 90-х годов ВВП на душу населения в 2,5 раза (по сравнению с реально существовавшим уровнем) (см. (Berkovitz, Pistor, Richard, 2003, p. 185—186)).

на особенно четко: «Многие государства, ранее входившие в Советский Союз, получали техническую помощь от Соединенных Штатов, сегодня они могут похвастаться замечательной защитой прав инвестора; на бумаге, если верить документам, эти права защищены лучше, чем в некоторых странах, характеризующихся наиболее высоким уровнем развития, например, во Франции или Германии. Маловероятно, однако, что высокому уровню этих правовых норм в обозримом будущем будет соответствовать столь же высокий уровень развития финансовых рынков» (*Pistor, Raiser, Gelfer, 2000, p. 21*).

Важнейшим препятствием на путях перехода к продвинутой правовой системе оказываются «слабые институты» и, в частности, слабая система инфорсментов прав собственности и контрактных обязательств. К утверждению: «Я уверен в том, что в хозяйственных спорах правовая система будет защищать любые контрактные права и права собственности» в России в 1998 г. присоединилось лишь 27% опрошенных предпринимателей, тогда как в Эстонии уверенность в защите прав собственности и контрактных прав выразили 77%, а в Польше – 75% участников опроса (обследование предпринимательских оценок проводилось Европейским банком реконструкции и развития и Всемирным банком).

Проблемы функционирования имущественных отношений в российской экономике более подробно рассматриваются в следующих разделах. Здесь же отметим лишь плодотворность общего подхода, связывающего успех трансплантации правовых норм и институтов не только, а в случае российской экономики – и не столько, с выбором той или иной системы законодательства, сколько с реально складывающейся в стране практикой правоприменения<sup>24</sup>.

Исследования правовых институтов в современной экономической науке и особенно статистическая проверка теоретических гипотез наталкиваются на ряд серьезных проблем, связанных с трудностями формализации правовых норм и социально-политических решений; с этой целью широко используются разнообразные индексы

---

<sup>24</sup> Более подробно данный вопрос рассматривается в (*Радыгин, Энтов, Межераупс, 2003*).

(которые призваны отражать экспертные оценки), условные переменные и т.п. Стремясь доказать преимущества своего подхода, авторы, как правило, ссылаются на лучшие статистические характеристики рассчитанных ими уравнений регрессии.

Нельзя не видеть, однако, что результаты подобных «эконометрических войн» критически зависят от выбора используемых индексов, особенностей их построения, методики экспертных оценок и других характеристик, выбираемых более или менее произвольно. В рассматриваемой сфере, по существу, отсутствуют сколько-нибудь строгие исходные определения. Поэтому, работая с индексами защиты прав собственности, трансплантации правовых систем, инфорсmenta и т.п., исследователь неизбежно сталкивается не только с недостаточной точностью, но и просто с отсутствием многих переменных, которые могли бы однозначно характеризовать сложившиеся исторические обычаи и культурные традиции, различия в социально-психологическом климате; отсюда – необходимость учета «отсутствующих переменных» (описание возможных смещений, порождаемых «отсутствующими переменными», можно найти в стандартных пособиях по эконометрии – см., напр., *(Greene, 2003)*)<sup>25</sup>.

## **1.5. Роль финансовых рынков**

Развитие и укрепление рыночной частной собственности на определенном этапе зрелости создает, как отмечалось выше, возможности для формирования системы финансовых рынков. Ряд исследований, проведенных в последние годы, с особой четкостью продемонстрировал важную роль финансовых рынков в обеспечении условий экономического роста.

В современной экономике финансовые рынки осуществляют жизненно необходимые функции. Не пытаясь описать все эти функции, отметим лишь, что финансовые рынки не только позволяют превратить сбережения в капитал и обеспечивают эффективную ал-

---

<sup>25</sup> «Поскольку исследование до настоящего времени находится лишь на начальных стадиях, в указанной области следует избегать чрезмерной точности», – в свое время заметил К. Эрроу (*Arrow, 1970, p. 224*).

локацию капитала, они осуществляют также сбор и переработку огромных массивов информации, необходимой для инвестиционных решений; к тому же они создают условия для мониторинга инвестиционных проектов и контроля за их эффективностью. Й. Шумпетер (*Шумпетер, 1995, с. 274*) в своей «Теории экономического развития» характеризовал рынок капитала как «штаб капиталистической экономики», в котором «по сути дела обсуждается и принимается план дальнейшего развития». Каждому новому этапу в развитии капиталистической экономики предшествовали качественные изменения в функционировании финансовых рынков<sup>26</sup>.

К настоящему времени поистине общепринятыми стали ссылки на связь процессов «углубления финансовой структуры» («financial deepening») с повышением эффективности хозяйственных процессов и ускорением экономического роста<sup>27</sup>. Сошлемся в этой связи лишь на вышедшую в свет в 2001 г. объемистую коллективную монографию «Финансовая структура и экономический рост». В ней приведены сотни разнообразных межстрановых сопоставлений, в конечном счете призванных убедить читателя в справедливости следующего вывода о благоприятном влиянии, которое развитая финансовая система оказывает на общие процессы хозяйственного

---

<sup>26</sup> Ограничимся следующим примером. Поток технических инноваций, по мнению выдающегося английского экономиста Дж. Хикса, не сыграл решающей роли в разрывании Промышленной революции конца XVIII – начала XIX в. («Промышленная революция произошла бы и без Кромптона и Аркрайта и была бы (особенно на поздних стадиях) такой же, какая имела место в действительности»). Что же в таком случае может считаться решающим фактором, сделавшим возможными масштабированные инвестиции в новую технику и технологию производства? Возможный ответ Дж. Хикс ищет в развитии финансовой сферы и считает критически важной доступность ликвидного капитала. В первой половине XVIII в. возможности такого финансирования сложились, по мнению экономиста, не только в Англии и Голландии, но и во Франции. «К тому времени в этих странах уже существовали финансовые рынки, где можно было легко продать различные ценные бумаги. Это открывало невиданные прежде (даже всего несколькими годами ранее) возможности получить необходимые ликвидные средства...» (*Хикс (1969), 2003, с. 188, 184*).

<sup>27</sup> «Хотя остаются расхождения во мнениях, накопленный опыт чаще всего свидетельствует о наличии тесной связи (strong nexus) между развитием финансовой системы и экономическим ростом» (*Beck, Levine, 2004, p. 2*).

развития (см., напр., *Financial Structure and Economic Growth, 2001, chapters 4–5*).

На протяжении последних 10–15 лет были опубликованы результаты многочисленных эконометрических исследований, обнаруживших отчетливую положительную корреляцию между развитием финансовых рынков и темпами экономического роста. Ограничимся ссылкой на некоторые из расчетов, приведенных в упоминавшейся выше книге. Так, Т. Бек, А. Демиргюч-Кант, Р. Ливайн и В. Максимович (*Beck, Demirgüç-Kunt, Levine, Maximovic, 2001*) предлагают систему показателей, используемых для характеристики финансового рынка:

- 1) размеры финансового сектора ( $\log\left[\frac{PC + MC}{GDP}\right]$ , где  $PC$  – сумма кредитов, предоставленных банковскими и небанковскими посредниками частному сектору;  $MC$  – рыночная стоимость акций тех корпораций, которые прошли процедуру листинга;  $GDP$  – валовой внутренний продукт в текущих ценах);
- 2) активность финансовых рынков ( $\log\left[\frac{PC}{GDP} \cdot \frac{VT}{GDP}\right]$ , где  $VT$  – общая стоимость сделок, связанных с куплей-продажей акций на фондовой бирже);
- 3) эффективность финансовых рынков ( $\log\left[\frac{VT}{GDP} : \frac{OC}{BA}\right]$ , где  $OC$  – сумма условно-постоянных, «накладных», расходов;  $BA$  – общие размеры активов банковской системы);
- 4) агрегатный индекс (первая главная компонента, выделенная из трех перечисленных выше рядов);
- 5) показатели, относящиеся к более развитым рынкам, «finance dummy» (в расчетах не фигурируют страны, у которых оба коэффициента  $\frac{PC}{GDP}$  и  $\frac{VT}{GDP}$  оказываются ниже средних для выборки значений).

В свои расчеты авторы включили данные по 48 странам за 1980–1995 гг. Выяснилось, что темпы роста ВВП, исчисленного на душу населения, обнаруживают статистически существенную положительную корреляцию со всеми перечисленными выше характеристиками, кроме первой (размеры финансового сектора). Приводимые в работе подсчеты не позволяют отвергнуть следующую гипотезу: отмеченная Ф. Ла Порта, Ф. Лопесом-де-Силанес, А. Шлайфером и Р. Вишны (см. (*La Porta, Lopes-de-Silanes, Shleifer, Vishny, 1997; 1998*)) особая роль законодательства, защищающего права владельцев акций и кредиторов, оказывает влияние на темпы экономического роста *лишь косвенно* – через влияние указанных факторов на развитие финансовых рынков (или другие объясняющие переменные).

И все же тезис о важной роли *самих по себе* финансовых рынков, в отрыве от «реальных» механизмов экономического развития, приводимых в движение потоками капитала, вряд ли может считаться достаточно убедительным. Наибольший интерес, как представляется, вызывают те теоретические модели, которые с большей конкретностью описывают каналы воздействия финансовых рынков на развитие реальной экономики.

В современной экономической литературе все большее распространение получают те теоретические модели развития финансовых рынков, которые «встраиваются» в общие механизмы технического прогресса и экономического роста. В качестве примера можно сослаться на работу М. Пагано (*Pagano, 1993*): в его аналитической конструкции степень развитости финансовых рынков оказывает непосредственное влияние не только на норму сбережения, но и на выбор технологии, она задает масштабы затрат труда и материальных ресурсов на осуществление посреднических операций и др. Все это не может не отражаться на темпах устойчивого хозяйственного роста.

В теоретических моделях другого типа (*Roubini, Sala-i-Martin, 1992; King, Levine, 1993*) функционирование развитых финансовых рынков способствует интенсификации исследований и конструкторских разработок, расширяет сферу инновационной активности предпринимателей. Но чаще всего (см., напр., (*Bencivenga, Smith, 1991*;

*Greenwood, Smith, 1993; Sirri, Tufano, 1995*) и др.) используемые аналитические схемы рассматривают указанную проблему в несколько более общем контексте. Такие модели призваны показать, что дополнительные возможности выбора между инвестиционными проектами, с одной стороны, и жесткий и эффективный контроль, обеспечиваемый финансовыми рынками, – с другой, позволяют более эффективно использовать имеющиеся ресурсы и благоприятствуют формированию условий для более энергичного экономического роста.

Серьезный интерес представляют исследования авторов монографии об эндогенном экономическом росте Ф. Агиона и П. Хауитта, которые ввели в свои теоретические модели экономического роста с техническим прогрессом дополнительные финансовые механизмы. Другую попытку того же Ф. Агион предпринял несколько ранее совместно с Д. Эйсмоглу и Ф. Зилиботти. Наряду с анализом теоретической модели, эти исследования содержат также обширные расчеты, связанные с эконометрической проверкой выдвигаемых теоретических гипотез. Краткое изложение важнейших идей, содержащихся в указанных исследованиях, можно найти в статье Ф. Агиона «Экономический рост и институты» (*Aghion, 2005*).

Основные теоретические конструкции исходят из общей логики межстрановых сопоставлений, поэтому они обычно содержат модели взаимодействий между различными странами. Будем полагать, что в некоторой стране имеют место технические нововведения, Тогда она, по предположению, участвует в межстрановом обмене технологиями (*technology transfer*). Важную роль в модели играет общая для всех стран технологическая граница производственных возможностей; поступательное продвижение этой границы определяется равновесными (в рамках рассматриваемой системы) темпами повышения производительности.

В соответствии с формулируемыми в модели условиями совокупность рассматриваемых стран делится на два множества: государства, догоняющие лидеров и приближающиеся к технологической границе, и государства, демонстрирующие на протяжении длительного периода все увеличивающееся отставание. В качестве

главной эндогенной переменной в моделях Ф. Агиона и его соавторов выступают темпы экономического роста. Соответственно в центре их исследований оказывается так называемая « $\beta$ -конвергенция»; иначе говоря, в указанных моделях обсуждаются проблемы сходимости темпов экономического роста к некоему стабильному равновесному уровню (steady-state growth).

Нетрудно видеть, что отставание в подобной модели сопряжено с определенными выгодами и издержками. Так, удаленность экономики от технологической границы может оказаться условием, позволяющим значительно повысить эффективность использования ресурсов в результате трансфера технологии. Вместе с тем отставание неблагоприятно сказывается на собственной инновационной деятельности отстающего государства – при неизменном количестве квалифицированных рабочих вероятность успешной реализации собственных инноваций, по предположению, возрастает по мере приближения к технологической границе.

В новых моделях Ф. Агион и его соавторы (*Acemoglu, Aghion, Zilibotti, 2003; Aghion, Howitt, Mayer-Foulkes, 2005*) вводят для рассмотрения несовершенные финансовые рынки (поскольку функционирование совершенных финансовых рынков не внесло бы существенных изменений в процессы, протекающие в реальном секторе). На несовершенных рынках участники сталкиваются со связывающими бюджетными ограничениями: размер внешнего финансирования капиталовложений зависит от величины чистой стоимости принадлежащего предпринимателю имущества.

В моделях предполагается также, что чем более развиты рыночные институты, тем реже заемщикам удается использовать информационные асимметрии для того, чтобы обмануть кредиторов. Поскольку вероятность предоставления займа напрямую зависит от риска возможных потерь (в случае обмана кредиторов), развитые рынки капитала, которые при прочих равных условиях уменьшают математическое ожидание предполагаемой суммы убытков и обеспечивают финансирование большего объема инвестиций, содействуют уменьшению разрывов в темпах роста среди стран, оказавшихся в  $\beta$ -конвергентной группе. Вместе с тем чем больше расстояние

той или иной экономики от технологической границы производственных возможностей, тем чаще фирмы, обращающиеся за ссудами, наталкиваются на отказ со стороны кредиторов. В результате фирмы сталкиваются с более жесткими бюджетными ограничениями и в полной мере ощущают негативные последствия отсталости своей экономики. Таким образом, недостаточное развитие финансовых рынков может способствовать увеличению разрыва в темпах экономического роста между государствами-лидерами, освоившими передовые технологии, и странами, лишенными возможности в полной мере использовать потенциал современного научно-технического прогресса.

Заметим, что в указанной модели финансовые рынки могут способствовать приближению к технологической границе производственных возможностей или не обеспечивать условия конвергенции (по мере отдаления от указанной границы благоприятное влияние финансовых факторов быстро убывает). Но в соответствии с логикой модели функционирование финансовых рынков не может оказывать влияние на равновесные темпы долгосрочного экономического роста – последние зависят лишь от действия «реальных» факторов (в рассматриваемой модели – прежде всего от характеристик научно-технического прогресса).

Из теоретических моделей эндогенного роста с финансовыми рынками явствует, что те государства, экономика которых в наибольшей степени удалена от технологической границы, особенно сильно нуждаются в таких хозяйственных институтах, которые могли бы облегчить осуществление долгосрочных инвестиционных проектов, опирающихся на заимствование передовых технологий («investment-based» institutions); такие институты могут помочь ускоренному преодолению существующего разрыва в темпах роста. В то же время государства, экономика которых приблизилась к технологической границе производственных возможностей, смогут повысить темпы своего роста лишь в том случае, если будут использовать наиболее гибкие хозяйственные нормы и институты, ориентированные на всемерное поощрение предпринимательской инициативы и поиска в сфере новых технологий («innovation-based» institutions). К

числу последних Ф. Агион и его соавторы относят, в частности, максимально возможную открытость экономики, финансовый аутсорсинг, интенсивное развитие рынка ценных бумаг и венчурного бизнеса.

Представляют интерес результаты расчетов Д. Эйсмоглу, Ф. Агиона, Ф. Зилиботти (см. (Acemoglu, Aghion, Zilibotti, 2003)), охватывающие более сотни стран за период с 1960 по 2000 г. (в качестве страны, как бы олицетворяющей «всемирную» технологическую границу, используются Соединенные Штаты). Авторы показывают, что у стран, наиболее удаленных от технологической границы, неблагоприятные последствия, порождаемые закрытостью финансовых рынков, не очень велики; тогда как в сравнительно более развитых государствах (где уровень ВВП на душу населения гораздо ближе к американскому) политика «закрытости» чрезвычайно неблагоприятно влияет на темпы экономического роста.

Еще одной характеристикой структуры хозяйственных институтов может служить «степень закрытости» отдельных отраслей. Барьеры для конкуренции характеризуются размерами затрат, которые требуются компаниям-аутсайдерам для того, чтобы «войти» в отрасль и получить доступ к рынку соответствующих товаров (entry costs). Результаты расчетов подтверждают ту же закономерность: барьеры для конкуренции оказывают самое сильное неблагоприятное воздействие на темпы экономического роста наиболее богатых стран и намного слабее сказываются на динамике *производства* в сравнительно менее развитых государствах.

В модели Ф. Агиона, П. Хауитта, С. Мейер-Фаулкса (Aghion, Howitt, Mayer-Foulkes, 2005) характеристика сходимости для  $i$ -й страны ( $\lambda_i$ ) линейно зависит от характеристики уровня развития финансовых рынков ( $F_i$ ). Характеристики финансового развития будут повышать вероятность конвергенции темпов экономического роста тогда и только тогда, когда  $\beta_{F_i}$ , т.е. коэффициент регрессии при «переменной взаимодействия»  $F_i \cdot (y_i - y_j)$ , где разность в скобках характеризует соответствующий разрыв ВВП на душу населения, оказывается строго отрицательным. Расчеты, включавшие 71 страну (1960–1995 гг.) и использовавшие различные показатели финансового раз-

вития (размеры совокупного частного кредита, сумма банковских активов и др.), показали: коэффициент  $\beta_{fy}$  при самых различных спецификациях уравнения регрессии, как правило, оказывался статистически значимым (чаще всего на 99%-м уровне) и во всех этих случаях был меньше нуля (Aghion, Howitt, Mayer-Foulkes, 2005, Tables I, II, III). Тем самым для рассматриваемой группы государств в среднем, по-видимому, выполняется одно из необходимых условий постепенного сближения темпов экономического роста. Ряд государств, прежде всего страны Африки (Гана, Сьерра-Леоне, Заир, Либерия), в этих расчетах оказываются исключенными из «клуба конвергенции».

Эконометрическое исследование механизмов, связывающих финансовые рынки с реальной экономикой, проводилось также рядом других исследователей. Отметим лишь некоторые, представляющиеся наиболее интересными, аспекты рассматриваемой проблемы. Так, анализируя каналы, по которым изменения на финансовом рынке передаются в реальный сектор, Т. Бек, Р. Ливайн, Н. Лоэйза (Beck, Levine, Loayza, 2001) показали, что влияние складывающихся финансовых отношений проявляется не столько в увеличении суммы сбережений и более интенсивном накоплении реального капитала, сколько в повышении эффективности использования имеющихся ресурсов и ускоренном росте совокупной факторной производительности.

Р. Рэджен и Л. Зингалес (Rajan, Zingales, 1998) подошли к указанному вопросу с другой стороны. Они выяснили, что использование внешних источников финансирования способствует не столько росту средних размеров компании в рассматриваемой отрасли, сколько увеличению числа фирм. Иными словами, в тех отраслях, которые в наибольшей степени нуждаются в притоке средств с финансовых рынков, использование этих ресурсов способствует появлению новых компаний и активизации конкурентного соперничества.

В последующей работе (Rajan, Zingales, 2003) указанные авторы расширили сферу анализа связей «углубления» финансовой системы с функционированием конкурентных рыночных механизмов. Они

показали, что существует устойчивая положительная корреляция между развитием финансовой системы и открытостью товарных рынков соответствующих стран (особенно при интенсивном перемещении капиталов из одной страны в другую).

Развитие финансовых рынков оказывается связанным (косвенно) с преодолением сопротивления «местных» предпринимателей, заинтересованных в монополизации рынка, и «включением» механизмов международной конкуренции. Некоторые расчеты (см. (*Svaleryd, Vlachos, 2003*)) могут свидетельствовать, что невозможно отвергнуть гипотезу, согласно которой причинно-следственные связи по Грейнджеру направлены от открытости экономики к «глубине» финансовой системы. Тем самым полнее выявляется роль финансовой системы в преодолении интересов отдельных монополистических группировок и расширении сферы действия конкурентных рыночных сил<sup>28</sup>.

Изучая роль финансовых рынков в эффективной аллокации ресурсов, Дж. Уэрглер (*Wurgler, 2000*) привлек чрезвычайно обширный статистический материал: панельные годовые данные по 65 странам с выделением 28 отраслей на периоде в 33 года (1963–1995 гг.).

Изучались связи между инвестициями и темпами роста соответствующих отраслей (логлинейная регрессия, не учитывающая лаговых зависимостей) в различных странах. Результаты расчетов вполне согласовались с исходной гипотезой: в странах с развитыми финансовыми рынками такие связи должны быть более тесными, выше

---

<sup>28</sup> Так, крупнейшие японские корпорации-экспортеры, в 70–80-х годах прошлого столетия интенсивно расширявшие свое присутствие на мировых рынках, остро нуждались в дополнительных финансовых ресурсах. Прорвав «блокаду» ряда японских банков, они смогли получить средства на рынке еврооблигаций, после чего местные банки вынуждены были предложить свою поддержку таких эмиссий на новых, «более либеральных» условиях.

Другим примером может служить мексиканская экономика. Интенсивное развитие финансового рынка на протяжении 80-х – начала 90-х годов было непосредственно связано с либерализацией внешнеэкономических отношений и дерегулированием (см. (*Wijnbergen, Venables, 1993*)).

показатели эластичности темпов роста капиталовложений по темпам увеличения добавленной стоимости в рассматриваемой отрасли.

В самом высшем квинтиле оказались Германия, Франция, Англия, Япония, США, Дания, Бельгия и другие развитые страны. У Германии, вышедшей на 1-е место, показатель эластичности оказался равным 0,988, а коэффициент детерминации составил 0,364, тогда как у Кувейта (63-е место) эти показатели составили 0,047 и 0,001 соответственно. Иначе говоря, при 10%-м росте добавленной стоимости (в среднем по различным отраслям) в Германии капиталовложения увеличатся при прочих равных условиях примерно на 10%, в США – на 7%, в Индии – на 1%, а в Кувейте – на 0,5%, причем финансовые рынки направляют инвестиционные ресурсы прежде всего в наиболее динамичные отрасли. Расчеты выявляют весьма существенную (показатель *t*-статистики равен 5,3) положительную корреляцию между значениями эластичности и переменной, характеризующей «уровень развития» финансовых рынков<sup>29</sup>.

Таким образом, теоретические модели и эконометрические расчеты могут свидетельствовать о важной взаимозависимости между инновационными процессами и освоением передовых технологий, с одной стороны, и конкурентными механизмами финансовых рынков – с другой. Функционирование финансовых рынков сегодня оказывается одним из важнейших факторов активизации конкурентного соперничества и повышения экономической эффективности.

---

<sup>29</sup> В отличие от внутренних рынков, на таких рынках четко просматривается тенденция к снижению (темпов роста) капиталовложений в менее динамичных отраслях. Коэффициент регрессии между величиной эластичности и уровнем финансового развития, рассчитанный лишь на основании тех наблюдений, когда объем добавленной стоимости в отрасли уменьшался, оказывался статистически значимым на 99%-м уровне: в странах с развитой рыночной системой такое уменьшение инвестиций было особенно значительным.

## Раздел 2. Корпоративное управление

### 2.1. Корпоративное управление в системе децентрализованных хозяйственных механизмов

Утверждение о позитивных макроэкономических (экономический рост) и микроэкономических (инвестиции и капитализация) эффектах прозрачной и сбалансированной модели корпоративного управления к настоящему времени стало практически аксиоматичным. Национальные особенности (страновые модели) имеют значение, однако суть от этого не меняется – эффективная модель корпоративного управления является одним из основных институциональных компонентов экономического роста. Устойчивость модели в таком контексте имеет принципиальное значение.

Движущими силами современной реформы корпоративного законодательства, охватившей многие страны мира, объективно являются интернационализация и конкуренция, быстрый рост числа акционеров и изменения в их структуре, появление новых отраслей, развитие финансовых рынков и новых технологий. При этом на уровне реформы законодательства о компаниях приоритетные направления новаций заметно различаются: реформа советов директоров (традиционная англо-саксонская доктрина); усиление роли частных и институциональных акционеров (как ответ на глобализацию рынков и развитие современных технологий); разработка законов и правил для «групп компаний» (судьи и регуляторы ряда стран континентальной Европы); сотрудничество с наемными работниками «на заводе и в совете директоров»; защита прав акционеров и инвесторов как абсолютный приоритет в интересах экономического роста и преобразований; главенство рынка над негибкими национальными законами и доктринами (представители современной экономической теории) (*Нопт, 2000*).

На традиционное законодательство все в большей степени влияют различные национальные и международные кодексы корпоративного управления, появившиеся в 90-е – начале 2000-х годов (*Gregory, 2002*). Скандалы, связанные с Enron, рядом других круп-

ных компаний, инвестиционных банков и аудиторских фирм США, Германии, Франции, Италии, Швеции, Японии, Южной Кореи и других стран, придали новый импульс дискуссии о реформе корпоративного управления уже во второй половине 2000-х годов. Значимость проблемы подчеркивается тем, что вопросы реформы корпоративного управления вышли за национальные рамки и стали предметом внимания ОЭСР («Принципы корпоративного управления», 1999 г., в редакции 2003 г.), ЕС (создание группы экспертов по реформе законодательства о компаниях в 2001 г., разработка Плана действий 2003 г.), встреч «большой восьмерки» 2000-х годов.

Для России, как и других стран с переходной экономикой, характерна определенная эволюция как объективных экономико-правовых особенностей, так и восприятия данного института различными заинтересованными субъектами<sup>30</sup>.

Иностранные институциональные инвесторы в России 1990-х годов (как институциональные инвесторы в США 1980-х годов) являлись по сути единственным источником генерации интереса к данной тематике. В 2000-е годы они со всей очевидностью уступили пальму первенства крупнейшим российским компаниям (прошедшим в свое время приватизацию или вновь созданным), однако именно их активность в прошлом десятилетии привела к появлению в 2000-е годы весьма разветвленной инфраструктуры в области корпоративного управления (подразделения в международных финансовых и иных организациях, рейтинговые агентства, ассоциации по защите прав инвесторов и т.д.). Несмотря на определенный спад в сфере корпоративных инициатив со стороны российского бизнеса 2004–2005 гг., данная инфраструктура уже живет самостоятельной жизнью, «подпитывая» многочисленные исследовательские центры, юридические и консалтинговые компании.

---

<sup>30</sup> К настоящему времени в России и за рубежом существует столь обширная литература по данной тематике, что любые отсылки были бы неполны. См., напр.: *Долгопятова, 2002; Кодекс корпоративного поведения. Корпоративное поведение в России, 2003; Радыгин, Энтов и др., 2004; Экономика переходного периода, 2003; Radygin, Shmeleva, 2003*.

Для органов государственной власти характерным является либо косвенное торможение положительных изменений на уровне компаний («негативные сигналы» для инвестиционного климата в целом, типичные для середины 2000-х годов), либо хроническое отставание при решении назревших проблем непосредственно в сфере корпоративного управления (например, практически все поправки в Закон «Об акционерных обществах» 2000-х годов, арбитражно-процессуальные новации и др.). Опыт 2000-х годов продемонстрировал также весьма сильную зависимость уровня активности государства в данной сфере от интересов конкретных персоналий. При этом тематика корпоративного управления сохраняет свое значение как один из весьма ограниченного числа способов демонстрации активности правительства в сфере институциональных реформ.

Определенная эволюция характерна для специальных (академических) исследований в данной сфере. Первые работы по корпоративному управлению в странах с переходной экономикой закономерно стали выходить по мере завершения наиболее масштабных приватизационных программ. Преимущественно речь шла о корпоративном управлении как существенном, но в то же время не ключевом компоненте реформы предприятий, причем преимущественно в общеобразовательном ключе. В конце 1990-х – начале 2000-х годов акценты несколько сместились: под действием целого ряда факторов эта тематика оказалась в списке приоритетных задач дальнейших реформ в переходной экономике. Одновременно пришло осознание, что национальные модели, так или иначе формирующиеся в различных странах (причем не только с переходными экономиками), весьма далеки от совершенства, даже в том случае, если приватизационные модели в свое время подавались как эталонные.

К середине 2000-х годов от общих постановочных задач дискуссия постепенно переходит в сферу идентификации наиболее одиозных «провалов» и решения конкретных проблем. Появилось значительное число исследований эмпирического характера, изучающих практику внедрения норм и стандартов корпоративного управления, взаимосвязи корпоративного управления и тех или иных преобразо-

ваний на уровне предприятий<sup>31</sup>. Вместе с тем круг проблем, описываемых в терминах корпоративного управления, остается по-прежнему гипертрофированно широким. Более того, в последние годы вышел целый ряд монографий и статей, включающих в свое название термин «корпоративное управление», но не имеющих к этому никакого отношения. Часто понятие «корпоративное управление» подменяется тематикой корпоративного менеджмента, корпоративного права или реструктуризации компаний, в том числе в отдельных отраслях экономики. И наоборот, целый ряд весьма актуальных, но сугубо специальных вопросов во многом остаются за рамками академических исследований.

Подлинный сдвиг в данной области произошел тем не менее лишь в начале 2000-х годов, когда вопросы корпоративного управления стали представлять интерес для крупнейших российских компаний (корпоративных групп). Продолжающиеся процессы концентрации акционерного капитала, объединения предприятий и реорганизации уже созданных бизнес-групп (холдингов), внутри- и межотраслевая экспансия, обеспечение доступа к действительно внешним источникам финансирования за рубежом стали главными тенденциями институционального развития корпоративного сектора России в 2000-е годы.

В первой половине нынешнего десятилетия целый ряд крупнейших компаний («ЮКОС», «ЛУКОЙЛ», «Вимм-Билль-Данн», АФК «Система», «Норильский Никель», Магнитогорский металлургический комбинат, «СУАЛ») раскрыли информацию о своих бенефициарных собственниках. Увеличилась доля независимых директоров в советах российских компаний, в число которых вошли представители зарубежных деловых кругов. «ЮКОС» стал первой российской компанией, в совете директоров которой независимые директора

---

<sup>31</sup> В частности, наиболее емкие эмпирические исследования по России в 2000–2004 гг. проводили Бюро экономического анализа (БЭА), Российский институт директоров (РИД), Институт экономики переходного периода (ИЭПП), Российский экономический барометр (РЭБ), Международная финансовая корпорация (IFC), Высшая школа экономики (ГУ–ВШЭ), Всемирный банк, Центр экономических и финансовых исследований и разработок (CEFIR) и некоторые другие.

составили большинство, а ОАО «Объединенные машиностроительные заводы» – первой российской компанией, в совете директоров которой большинство составили независимые директора – иностранцы. Некоторые российские компании выплатили значительные дивиденды своим акционерам (хотя типичные в 2002–2005 гг. для некоторых компаний миллиардные дивиденды никак не связаны с улучшением корпоративной практики). «ЛУКОЙЛ» стал первой российской компанией, опубликовавшей положение о своей дивидендной политике, «Норильский Никель» первым публично раскрыл размер вознаграждения каждого члена совета индивидуально, РАО «ЕЭС» первым внедрило правила сделок с акциями компании, участниками которых являются ее высшие менеджеры и члены совета директоров<sup>32</sup>.

Практика наступившего века внесла существенный нюанс и в систему принятия решений. Так, в 1990-х – начале 2000-х годов принятие ключевых решений происходило по «партнерскому» принципу – исключительно в кругу фактических партнеров, полностью контролирующих бизнес группы без оглядки на миноритариев. Появление в некоторых крупнейших компаниях действительно внешних акционеров (аутсайдеров), как правило иностранных, с пакетом акций от 3–4%, создает объективные условия для возникновения иного механизма принятия стратегических решений – действительно «корпоративного», так как соответствующие решения должны приниматься с учетом мнения таких аутсайдеров. Очевидно при этом, что их появление в группе инициируется самими партнерами, а не является наследством массовой приватизации или промежуточным результатом корпоративного захвата. В определенном смысле можно говорить о появлении нового типа аутсайдеров в системе российского корпоративного управления. В более широкой постановке вопроса можно, по всей видимости, говорить о наметившейся в ряде крупнейших компаний (групп) тенденции к переходу от «олигархических» к «публичным» корпоративным принципам<sup>33</sup>.

---

<sup>32</sup> См., напр.: (Голикова, Бурмистрова, 2003).

<sup>33</sup> Этот относительно новый процесс пока характерен по меньшей мере для 1/3 из 20 крупнейших добывающих компаний России (без участия государства). Суть его

В этой ситуации можно было бы прогнозировать дальнейший рост реального спроса на новации в сфере корпоративного управления, однако восприятие компаниями новаций в сфере корпоративного управления имеет свои объективные ограничения.

Во-первых, достаточно очевидно, что формирующаяся структура крупнейших корпоративных групп (в том числе степень их прозрачности) и преследуемые в рамках программ реструктуризации цели в значительной степени обусловлены конкретным этапом развития предприятия (группы предприятий). При этом развитие стандартов корпоративного управления прямо связано с той или иной реорганизационной и долгосрочной стратегией компаний. Особенности последней, как показывает опыт после 2000 г., обусловлены также представлениями владельцев групп об особенностях их международной экспансии в ближайшие годы.

Во-вторых, необходимо указать на явный количественный разрыв между компаниями – «адептами» новаций корпоративного управления и теми, кто слабо представляет себе данную тематику. В начале 2000-х годов, как показывают различные опросы, подавляющее большинство (80–90%) «рядовых» российских компаний имели весьма отдаленное представление о преимуществах и принципах (стандартах) эффективного корпоративного управления. К середине десятилетия уровень информированности заметно повысился, однако готовность к новациям остается почти неизменной. При этом уровень информированности крупных и крупнейших компаний изначально был существенно более высоким. Так, уже в 2002 г., по данным РИД, более 1/3 из 200 крупных компаний заявляли о своем

---

состоит в постепенном расширении акционерной базы посредством продажи части акций крупнейшими акционерами («партнерами», «олигархами») на открытом рынке. Мотивы крупнейших акционеров разнообразны, но часто весьма далеки от привлечения инвестиций: легализация остающихся под контролем (в собственности) долей, двойной финансовый эффект от продажи части акций – прямая выручка от размещения и компенсация в денежном выражении за счет значительного увеличения капитализации, повышение прозрачности доходной части бюджета компаний (относительно рискованное осуществление «серых» и иных схем оптимизации становится бессмысленным при возрастании числа «чужих» акционеров, которые, сами не неся никакого риска, могут претендовать на дополнительные бенефиции).

достаточно подробном знакомстве с Кодексом корпоративного поведения. Тем не менее значительный разрыв в уровне готовности к фактическим новациям имеется и в самой группе наиболее информированных крупнейших компаний, которые с долей условности могут быть отнесены к «малой» группе компаний с продвинутой практикой корпоративного управления.

Как показывают ежегодные (2002–2005 гг.) исследования уровня информационной прозрачности крупнейших российских компаний, которые проводит агентство Standard&Poor's, среди лидеров со всей очевидностью доминируют компании, которые, во-первых, создавались «с нуля» (вне приватизации) и, во-вторых, относятся к узкой группе компаний, публично привлекающих средства на международном финансовом рынке и, как правило, имеющих листинг в США. Вывод о наиболее непрозрачных аспектах деятельности компаний совпадает с данными других опросов и рейтингов: структура собственности, вознаграждение менеджмента и отношения с инвесторами. По всей видимости, существует и определенная взаимосвязь между достигнутыми уровнями концентрации акционерного капитала и прозрачности в отношении структуры собственности компании.

В 2005 г. средний индекс прозрачности (54 крупнейшие российские компании) составил 50% против 46% в 2004 г. и 40% в 2003 г. В 2002 г. среди 42 крупнейших российских компаний 2 компании, являющиеся лидерами, раскрывали свыше 70% необходимой информации (это примерно соответствует уровню раскрытия информации многих западноевропейских фирм – например, средний индекс Standard&Poor's для британских компаний составлял в 2003 г. 71%), а компании, занимающие 3 последних места, – около 10%. Средний уровень соответствовал показателям компаний стран Латинской Америки. В 2005 г. 6 компаний-лидеров раскрывали около 75% информации, а компании, занимающие 6 последних мест, – в среднем около 17%. Хотя определенный прогресс среди «голубых фишек» имеет место, данный рейтинг не дает представления об общей картине, типичной для российских предприятий.

Во-первых, в него входят только те компании с ликвидными акциями, которые «формируют» порядка 90% капитализации фондового рынка России.

Во-вторых, условность данного рейтинга связана как с его «инвестиционной» ориентацией (т.е. расчет на конкретный сегмент потребителя – западных институциональных инвесторов), так и с объективными ограничениями, свойственными для любого рейтинга такого рода<sup>34</sup>.

В-третьих, указанный прогресс сам по себе носит весьма формальный характер (создание формального имиджа, часто далекого от реальной позитивной практики). Позитивные изменения пока связаны прежде всего с количественным аспектом проблемы – расширение объемов раскрываемой информации, число независимых директоров и комитетов в совете директоров и т.п. (в частности, под давлением новых требований и рекомендаций ФСФР к листингу 2004 г.), тогда как качественные аспекты (минимизация рисков нарушения прав миноритариев, оптимизация органов управления, дивидендная политика, внутренний контроль, бенефициарные собственники и др.) затронуты слабо. В определенной степени это связано с большей ориентацией российских компаний на поиск заемного капитала, чем на недолговое акционерное финансирование. Соответственно, требования кредиторов (прежде всего прозрачная консолидированная отчетность) являются приоритетными по отноше-

---

<sup>34</sup> Например, ежегодный рейтинг 20 публичных нефтегазовых компаний мира по корпоративному управлению (Energy Intelligence, США) строится на основе следующих критериев: число директоров, разделение функций главы компании и председателя совета директоров, независимые директора, доля собственности директоров в капитале компании, независимый аудит; комитеты по выдвижению в совет директоров и определению вознаграждения, частота переизбрания директоров. При этом, как объективно отмечают авторы исследования, «можно замечательно соответствовать стандартам корпоративного управления, но не следовать им, точно так же, как можно превосходно управлять компанией, при этом не удовлетворяя шести критериям». Так, например, Enron по методологии Energy Intelligence набрал бы в 2001 г. 81,8% и вышел бы на 1-е место (Ведомости, 16 января 2004 г.).

нию к проблемам миноритарных акционеров<sup>35</sup>. Отдельной проблемой является оптимизация качественных сторон корпоративного управления в компаниях с государственным участием.

В этой связи важно отметить, что согласно современным теоретическим подходам степень рыночного развития определяется в том числе и тем, какую часть информации рынок может получить с помощью децентрализованных механизмов (*Acemoglu, Zilibotti, 1999*). Чем более развит рынок, тем шире круг информации, которую сообщает о себе фирма в регулярном режиме, и тем надежнее эта информация.

Хотя российское корпоративное законодательство – при наличии целого ряда серьезных пробелов – можно оценивать как вполне развитое, одних только правовых новаций отнюдь не достаточно для повышения уровня корпоративного управления. Не меньшее значение имеют внутрикorporативные инициативы и корпоративная культура. Если достижения в области корпоративной культуры есть продукт длительного исторического развития, то для конкретных инициатив на уровне компании должны сложиться объективные условия. В России же основная причина неприятия новаций заключается именно в объективных особенностях национальной российской модели, в высокой степени актуальных и в наступившем тысячелетии: относительно высокий уровень концентрации собственности, фактическая «закрытость» основной массы компаний (формально являющихся ОАО), организация бизнеса в форме группы компаний, слияние функций менеджмента и собственника, самофинансирование, «карманные» советы директоров, отсутствие или неэффективность внешних механизмов и ряд других.

Наконец, существует явная зависимость прогресса в области корпоративного управления от общего состояния дел в сфере защиты прав собственности, или, более узко, от сигналов, исходящих от государственной власти. «Дело “ЮКОСа”» 2003–2005 гг. стало важнейшим фактором «замораживания» как дальнейшего прогресса в

---

<sup>35</sup> См.: (*Башун, Горбовцов, 2005*), а также проект «Национальный рейтинг корпоративного управления» консорциума «РИД-Эксперт РА» ([www.rid.ru](http://www.rid.ru), [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)).

сфере прозрачности крупных российских компаний, так и прогресса в сфере корпоративного управления в целом.

В итоге можно выделить три этапа становления «российских стандартов» корпоративного управления: «дикий» период 1990-х годов, явный (по крайней мере, формальный) прогресс в начале 2000-х годов и определенное «замораживание» дальнейших корпоративных инициатив в середине первого десятилетия начавшегося тысячелетия.

Последний процесс наиболее очевиден, если рассматривать крупнейшие компании. Политические факторы в первую очередь повлияли на развитие качественных новаций (прозрачность структуры собственности, бенефициарные владельцы, финансовая открытость и др.). Вместе с тем следует указать и на ряд объективных моментов: завершение создания адекватной (в свете представлений каждой конкретной компании) инфраструктуры, обеспечивающей корпоративный имидж (кодексы, внутренние регламенты, квоты для независимых директоров, комитеты, корпоративные секретари и т.д.). Соответственно, дальнейшие новации инфраструктурного типа объективно могут носить лишь косметический характер. Определенный «инерционный» спрос на новации в настоящее время может быть предъявлен прежде всего от относительно узкого круга компаний «второго эшелона», которые готовы к выходу на финансовый рынок.

Каковы перспективы? Развитие национальной модели корпоративного управления не может рассматриваться вне современных глобализационных тенденций. Вместе с тем стремление выработать определенный стандарт «корпорации XXI века» на мировом уровне обострило дискуссии о наиболее общих принципах функционирования современной крупной компании, которые часто отождествляют с «американским» подходом и попытками навязать миру англо-американскую модель бизнеса. На современном этапе можно согласиться лишь с утверждением о невозможности применения единого подхода (модели) в условиях существования определенных национальных особенностей, однако ответственность, подотчетность, честность (законность) и прозрачность являются действительно уни-

версальными стандартами для всех режимов корпоративного управления (*Fremond, Capaul, 2002*).

Очевидная и объективно необходимая рецепция начального набора формальных рыночных институтов, связанных с функционированием корпораций в постприватизационный период, завершена к концу 1990-х годов. Вместе с тем в начале 2000-х годов становится ясно, что заимствование значительного числа элементов англосаксонской правовой конструкции в сфере корпоративного права (формальная защита прав миноритариев) оказывается гипертрофированным и вступает в противоречие с реальными экономическими процессами концентрации акционерного капитала (при фрагментарно ликвидном и латентном – несмотря на периодические всплески – уровне развития фондового рынка). Фактически происходит взаимная нейтрализация, когда нормы законодательства сдерживают процессы концентрации и, более того, переводят их в скрытые (непрозрачные) формы, а растущий уровень концентрации, в свою очередь, обесценивает практическую значимость норм закона, направленных на защиту миноритариев.

На самом поверхностном уровне следствием данных процессов являются перманентные конфликты интересов в компаниях. С точки зрения задач экономической политики (государственного регулирования) это приводит к несостоятельности существующих механизмов защиты миноритариев, с одной стороны, и к невозможности бесконфликтной реализации законных преимуществ крупного собственника – с другой<sup>36</sup>. Более того, степень «запущенности» данного противоречия такова, что особенно актуальной становится одна из фундаментальных дилемм корпоративного управления<sup>37</sup>: более жесткое регулирование деятельности крупных акционеров может при-

---

<sup>36</sup> Данная проблема признана и на официальном уровне. Так, в проекте Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 г. (МЭРТ, 2005 г.) отмечается, что «Россия относится к государствам с концентрированной системой корпоративной собственности» (п. 11), но при этом «российским законодательством были восприняты основные постулаты модели собственника, свойственные в большей степени странам англосаксонской системы права, рассчитанной на дисперсную систему акционерной собственности» (п. 7).

<sup>37</sup> См.: (*Becht, Bolton, Roell, 2002*).

вести к лучшей защите миноритариев, однако такое регулирование может также неоправданно увеличить свободу маневрирования и масштабы злоупотреблений со стороны менеджмента. Ключевой задачей на перспективу является тонкая «настройка» существующей модели в соответствии с реалиями российской переходной экономики. Проблема дальнейшего развития законодательных норм корпоративного управления нуждается в комплексном решении, основанном не только на ужесточении мер ответственности различных хозяйственных субъектов (значимость которых минимизируется системной коррупцией), но прежде всего на понимании реальных механизмов и особенностей функционирования российских корпораций.

## **2.2. Национальные и международные кодексы корпоративного управления**

С начала 1990-х годов зарубежные инвесторы, прежде всего портфельные, при поддержке своих правительств и международных организаций (Всемирный банк, Европейский банк реконструкции и развития, Международная финансовая корпорация, Организация экономического сотрудничества и развития и др.) ведут активную кампанию, направленную на разработку и внедрение правил, которые позволят в максимальной степени защитить права инвесторов, особенно миноритарных, от различных злоупотреблений со стороны менеджмента и крупных акционеров компаний – реципиентов инвестиций.

Защита прав инвесторов за счет совершенствования корпоративного управления дает эффект, выходящий за рамки собственно корпоративных рисков. Совершенствование корпоративного управления влияет также на корпоративную политику в целом, сокращая макроэкономические риски. Одним из важнейших направлений такого рода усилий стала разработка рекомендаций, касающихся практики корпоративного управления в акционерных компаниях. Примером могут служить «Принципы корпоративного управления», разработанные Организацией экономического сотрудничества и раз-

вития и утвержденные в 1999 г.<sup>38</sup> Впоследствии в отдельных странах были разработаны собственные своды, принципы и кодексы корпоративного управления, которые призваны убедить инвесторов (прежде всего миноритарных) в том, что компании будут действовать в интересах акционеров и создавать им возможности для оперативного получения достаточной информации о положении дел в компаниях. К концу 2002 г. международными организациями, объединениями инвесторов, правительствами различных стран и компаниями было принято около 90 кодексов корпоративного управления, представляющих собой свод добровольно принимаемых стандартов и внутренних норм, устанавливающих порядок корпоративных отношений (см. *Костиков, 2003*).

Кодексы или рекомендации по корпоративному управлению в странах Европы, как правило, разрабатываются и утверждаются на следующих уровнях:

- общие или объединенные кодексы корпоративного управления, касающиеся всех компаний;
- кодексы корпоративного управления, действующие в отношении отдельных компаний (например, в отношении публичных компаний или компаний, чьи акции котируются на биржах);
- кодексы корпоративного управления, принятые отдельными ассоциациями (например, Рекомендации по корпоративному управлению Федерации бельгийских компаний (VBO/FEB)<sup>39</sup>);
- кодексы корпоративного управления, принятые на общеевропейском уровне (например, Руководящие принципы корпоративного управления Европейской ассоциации акционеров 2000 (Euroshareholders corporate governance guidelines 2000<sup>40</sup>));
- кодексы корпоративного управления, принятые в отдельных странах;

---

<sup>38</sup> Подписаны министрами на заседании Совета ОЭСР на уровне министров 26–27 мая 1999 г., размещены на сайте [www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru).

<sup>39</sup> Corporate Governance Recommendations from the Federation of Belgian Companies (VBO/FEB), утверждены в январе 1998 г., размещены на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

<sup>40</sup> Размещены на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

- кодексы, включающие только руководящие принципы корпоративного управления и содержащие рекомендации по всем основным положениям, касающимся корпоративных отношений;
- кодексы корпоративного управления, принятые отдельными компаниями.

Основу кодексов корпоративного управления составляют рекомендации по основным вопросам корпоративных отношений. В России Кодекс корпоративного поведения (далее – Кодекс) был одобрен на заседании правительства РФ от 28 ноября 2001 г.<sup>41</sup> В соответствии с подп. 2 п. 2 указанного Протокола заседания Правительства РФ «в целях совершенствования управления акционерными обществами, обеспечения прав и законных интересов акционеров, а также обеспечения раскрытия информации» Распоряжением Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 4 апреля 2002 г. № 421/р был утвержден Кодекс корпоративного поведения.

### *2.2.1. Структура кодексов корпоративного управления*

Российский Кодекс корпоративного поведения состоит из 10 глав, сформулированных в соответствии с основными компонентами корпоративного управления:

1. Принципы корпоративного поведения.
2. Общее собрание акционеров.
3. Совет директоров общества.
4. Исполнительные органы общества.
5. Корпоративный секретарь общества.
6. Существенные корпоративные действия.
7. Раскрытие информации об обществе.
8. Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью.
9. Дивиденды.
10. Урегулирование корпоративных конфликтов.

Структуры европейских кодексов корпоративного управления различны. Некоторые кодексы, как и российский, состоят из отдельных разделов, в которых представлены рекомендации по отдельным аспектам корпоративного управления. Так, Кодекс корпоративного

---

<sup>41</sup> Протокол заседания Правительства РФ № 49.

управления Германии (German corporate governance code, 2003)<sup>42</sup> состоит из 7 разделов:

1. Введение.
2. Акционеры и общее собрание акционеров.
3. Взаимодействие между наблюдательным советом и правлением.
4. Правление.
5. Наблюдательный совет.
6. Раскрытие информации.
7. Отчетность и ежегодная финансовая отчетность.

В основе другой части европейских кодексов корпоративного управления лежит раскрытие основных принципов корпоративного управления, как, например, в основе Кодекса корпоративного управления Словакии (Corporate governance code based on the OECD principles, September 2002)<sup>43</sup>, в состав которого входит фактически 2 раздела: в первом перечисляются 8 основных принципов корпоративного управления, а во втором дается аннотация к данным принципам и рекомендации по их практическому применению.

#### *2.2.2. Правовой статус кодексов корпоративного управления*

Правовой статус положений кодексов корпоративного поведения в различных странах неодинаков. Что касается российского Кодекса корпоративного поведения, то Распоряжением ФКЦБ «О рекомендации к применению кодекса корпоративного поведения»<sup>44</sup> акционерным обществам, созданным на территории РФ, было рекомендовано следовать положениям Кодекса при осуществлении своей деятельности, а также:

- раскрывать в годовом отчете информацию о том, следует ли акционерное общество положениям Кодекса корпоративного поведения;

---

<sup>42</sup> В данном случае имеется в виду последняя редакция Кодекса, в которую внесены изменения и дополнения от 21 мая 2003 г. Кодекс размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

<sup>43</sup> Подготовлен при содействии the British-Slovak Action Plan and DFID Jennie Mills, Milford international Associates LTD, размещен на сайте [www.ecgi.com](http://www.ecgi.com).

<sup>44</sup> Распоряжение ФКЦБ от 4 апреля 2002 г. № 421/р.

- предусматривать в годовом отчете акционерного общества, следующего положениям Кодекса корпоративного поведения, раздел «Корпоративное поведение», содержащий информацию о том, каким принципам и рекомендациям Кодекса корпоративного поведения следует акционерное общество, в том числе о наличии в составе совета директоров (наблюдательного совета) акционерного общества независимых директоров, о комитетах совета директоров (наблюдательного совета), о системе контроля за финансово-хозяйственной деятельностью акционерного общества;
- раскрывать информацию о следовании конкретным положениям Кодекса корпоративного поведения в составе дополнительной существенной общей информации об эмитенте, раскрываемой в ежеквартальном отчете эмитента за IV квартал.

Несмотря на рекомендательный характер Кодекса, были приняты нормативно-правовые акты, обязывающие акционерные общества раскрывать информацию о его соблюдении или несоблюдении. В частности, в соответствии с «Положением о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг»<sup>45</sup> годовой отчет акционерного общества должен содержать сведения о соблюдении акционерным обществом Кодекса корпоративного поведения. Также в проспекте ценных бумаг и ежеквартальном отчете акционерного общества должны быть указаны сведения о наличии кодекса корпоративного поведения (управления) эмитента либо иного аналогичного документа.

Кроме того, как следует из постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров»<sup>46</sup>, годовой отчет акционерного общества, выносимый на утверждение годового общего собрания акционеров, также должен содержать сведения о

---

<sup>45</sup> Утверждено Приказом ФСФР «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н.

<sup>46</sup> Постановление ФКЦБ «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» от 31 мая 2002 г. № 17/пс.

соблюдении обществом Кодекса корпоративного поведения. Впоследствии было принято также другое постановление ФКЦБ, в соответствии с которым были утверждены состав и форма представления сведений о соблюдении Кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ<sup>47</sup>. При этом в соответствии с указанным постановлением в годовых отчетах акционерные общества должны раскрывать не только сведения о соблюдении или несоблюдении Кодекса корпоративного поведения, но и информацию о соблюдении конкретных положений Кодекса. Также акционерным обществам рекомендуется указывать раздел устава (наименование и раздел внутреннего документа) акционерного общества, в котором закреплено требование, обеспечивающее соблюдение положения Кодекса корпоративного поведения, а в случае несоблюдения этого положения – описать причины его несоблюдения (см. *(Радыгин, Гонтмахер, Межераунс, Турунцева, 2004)*).

Помимо акционерных обществ, указанным выше Распоряжением ФКЦБ организаторам торговли на рынке ценных бумаг и фондовым биржам было рекомендовано:

- предусматривать в правилах допуска ценных бумаг к обращению и исключения ценных бумаг из обращения через организатора торговли на рынке ценных бумаг в качестве одного из условий включения ценных бумаг эмитентов в котировальные листы организатора торговли на рынке ценных бумаг представление эмитентами ценных бумаг организатору торговли на рынке ценных бумаг информации о следовании положениям Кодекса корпоративного поведения;
- раскрывать указанную информацию путем ее размещения на сайте организатора торговли на рынке ценных бумаг в Интернете или опубликования в печатных изданиях либо иным образом.

При этом впоследствии ФКЦБ было принято Распоряжение, которым были утверждены методические рекомендации по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за

---

<sup>47</sup> Постановление ФКЦБ «О Методических рекомендациях по составу и форме предоставления сведений о соблюдении Кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ» от 30 апреля 2003 г. № 03-049/р.

соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения<sup>48</sup>.

В соответствии с указанными Методическими рекомендациями, правилами допуска к обращению и исключения из обращения ценных бумаг и финансовых инструментов, установленными организаторами торговли, для включения ценных бумаг в котировальные листы «А» первого уровня может быть предусмотрено требование о соблюдении акционерными обществами, являющимися эмитентами таких ценных бумаг, положений Кодекса. В этом случае организатор торговли осуществляет контроль за соблюдением указанного требования. При этом текущий мониторинг соблюдения акционерными обществами положений Кодекса осуществляется организатором торговли не реже одного раза в месяц, а также непосредственно по итогам значительных событий, произошедших в деятельности акционерного общества. При осуществлении текущего мониторинга организатор торговли может использовать сведения о соблюдении акционерными обществами положений Кодекса, полученные из средств массовой информации. Как следует из указанных Методических рекомендаций, правилами, установленными организатором торговли, определяются:

- перечень конкретных положений Кодекса, за соблюдением которых акционерными обществами организатор торговли осуществляет контроль;
- состав, порядок и сроки представления (раскрытия) акционерными обществами организатору торговли информации, на основании которой организатор торговли осуществляет контроль за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса;
- порядок использования сведений, полученных организатором торговли из средств массовой информации, о соблюдении акционерным обществом положений Кодекса;

---

<sup>48</sup> Распоряжение ФКЦБ «Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения» от 18 июня 2003 г. № 03-1169/р.

- формы документов, которыми оформляются результаты осуществления организатором торговли контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса, порядок и сроки их составления и направления уполномоченным органам и (или) структурным подразделениям организатора торговли;
- действия организатора торговли при выявлении допущенных акционерными обществами нарушений положений Кодекса.

На соответствующие акционерные общества при этом возлагается обязанность по раскрытию организаторам торговли информации о соблюдении положений Кодекса не реже одного раза в месяц, а также по итогам существенных событий, произошедших в деятельности акционерного общества. Указанная информация должна содержать все положения Кодекса, за соблюдением которых организатор торговли осуществляет контроль, и сведения об их соблюдении или несоблюдении.

Информация о результатах осуществления контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса должна раскрываться организатором торговли всем заинтересованным лицам и Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг в порядке, установленном организатором торговли в соответствии с нормативно-правовыми актами Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг (см. *(Радыгин, Гонтмахер, Межсераупс, Турунцева, 2004)*).

Правовой статус кодексов корпоративного управления отдельных стран Европы различен. В отдельных странах он является частью общего пакета обязательных условий, которые компании необходимо соблюсти для того, чтобы ее ценные бумаги прошли листинг на бирже. При этом суть требований к эмитенту заключается не в обязательном соблюдении кодекса под угрозой исключения из листинга, а в обязанности публично раскрывать информацию о причинах несоблюдения правил, рекомендуемых кодексом (см. *(Костиков, 2003)*) (аналогичные требования содержатся в Правилах листинга отдельных российских бирж). Например, как следует из положений проекта Кодекса корпоративного управления для польских компаний, имеющих листинг (Corporate Governance Code for Polish listed

companies (final proposal))<sup>49</sup>, в отчетах компаний, акции которых прошли листинг, должны содержаться положения о применении или неприменении компанией рекомендаций кодекса. Кроме того, в соответствии с этим кодексом Варшавская фондовая биржа наделяется правом устанавливать указанное правило в качестве обязательного в правилах листинга на бирже.

Кодекс корпоративного управления в ряде европейских стран выступает также как часть комплекса требований, связанных с обязательным раскрытием информации. При этом положения большинства европейских кодексов корпоративного управления носят рекомендательный характер. В них, как правило, указывается, что положения кодексов могут быть применены компаниями по их желанию либо кодекс может быть утвержден компаниями в частном порядке. Также компания может привести некоторые положения своих внутренних и учредительных документов в соответствие с рекомендациями соответствующего кодекса.

Рассмотрим некоторые положения российского Кодекса корпоративного поведения и европейских кодексов корпоративного поведения касательно отдельных аспектов корпоративного управления.

### *2.2.3. Анализ отдельных положений кодексов корпоративного управления*

#### **2.2.3.1. Общие принципы корпоративного управления**

Как правило, все кодексы корпоративного управления, в том числе российский Кодекс корпоративного поведения, начинаются с главы, определяющей основные принципы корпоративного управления. При этом некоторые кодексы по своей форме представляют собой документы, содержащие только принципы корпоративного управления, а также аннотации к ним, как, например, Руководящие принципы корпоративного управления Европейской ассоциации акционеров 2000 (Euroshareholders corporate governance guidelines 2000)<sup>50</sup>, которые включают 10 принципов корпоративного управления.

---

<sup>49</sup> Утвержден в июне 2002 г., размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

<sup>50</sup> Размещены на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

В российском Кодексе корпоративного поведения глава «Принципы корпоративного поведения» занимает значительное место. Указанная глава, помимо общих принципов корпоративного поведения в акционерных обществах, также содержит принципы корпоративного поведения в отношении различных элементов корпоративного управления. В общей сложности в ней содержится 7 основных принципов корпоративного поведения, согласно которым практика корпоративного поведения должна:

1) обеспечивать акционерам реальную возможность осуществлять свои права, связанные с участием в обществе;

2) обеспечивать равное отношение к акционерам, владеющим равным числом акций одного типа (категории);

3) обеспечивать осуществление советом директоров стратегического управления деятельностью общества и эффективный контроль с его стороны за деятельностью исполнительных органов общества, а также подотчетность членов советов директоров его акционерам;

4) обеспечивать исполнительным органам общества возможность разумно, добросовестно, исключительно в интересах общества осуществлять эффективное руководство текущей деятельностью общества, а также подотчетность исполнительных органов совету директоров общества и его акционерам;

5) обеспечивать своевременное раскрытие полной и достоверной информации об обществе, в том числе о его финансовом положении, экономических показателях, структуре собственности и управления в целях обеспечения возможности принятия обоснованных решений акционерами общества и инвесторами;

6) учитывать предусмотренные законодательством права заинтересованных лиц, в том числе работников общества, и поощрять активное сотрудничество общества и заинтересованных лиц в целях увеличения активов общества, стоимости акций и иных ценных бумаг общества, создание новых рабочих мест;

7) обеспечивать эффективный контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества с целью защиты прав и законных интересов акционеров.

Указанные принципы, изложенные в российском Кодексе корпоративного поведения, основаны на «Принципах корпоративного управления ОЭСР», а некоторые принципы корпоративного поведения даже дублируют их.

Что касается принципов корпоративного управления, изложенных в европейских кодексах корпоративного управления, то большинство из них также основаны на «Принципах корпоративного управления ОЭСР», как, например, Кодексы корпоративного управления Чехии и Словакии.

В некоторых кодексах корпоративного управления изложены несколько иные принципы корпоративного управления. Так, в Правилах наилучшего управления в публичных компаниях (Best practices in public companies), утвержденных на Форуме корпоративного управления (Corporate Governance Forum) в 2002 г. в Польше, установлены следующие основные принципы корпоративного управления:

#### 1. Цели компании.

Основной целью деятельности руководства компании является следование интересам компании, т.е. повышение стоимости активов компании, вверенных ей ее акционерами с учетом прав и интересов всех образований, вовлеченных в процесс функционирования компании, включая ее кредиторов и работников.

#### 2. Правило большинства и защиты прав миноритарных акционеров.

Акционер, внесший большой вклад, несет большой экономический риск, следовательно, его интересы должны соблюдаться в соответствии с вложенным им капиталом. При этом права миноритарных акционеров также должны соблюдаться в соответствии с ограничениями, установленными законодательством и коммерческой целостностью (commercial integrity). В процессе реализации своих прав акционеры – владельцы большинства акций должны принимать во внимание интересы миноритарных акционеров.

#### 3. Честные намерения и соблюдение прав.

Реализация прав как компанией в целом, так и ее институтами должна основываться на честных намерениях (добросовестности).

Действия компании не должны нарушать указанный принцип, а также законодательство. Миноритарные акционеры должны быть защищены от нарушения их прав. Должен соблюдаться принцип равной защиты интересов равных акционеров и других участников рынка.

#### 4. Судебный контроль.

Лица либо органы управления общества, председательствующие на общем собрании акционеров, не могут выносить решения, относящиеся к компетенции суда. Это правило не относится к вопросам, входящим в компетенцию указанных лиц или органов в соответствии с законодательством.

#### 5. Принцип независимости.

В процессе выбора организации для оказания компании услуг, включая услуги эксперта-аудитора, услуги финансовых и налоговых консультантов, а также юридические услуги, должны приниматься во внимание обстоятельства, которые могут ограничить независимость указанной организации при оказании компании соответствующих услуг.

Как следует из Кодекса корпоративного управления Румынии<sup>51</sup>, наиболее важным принципом корпоративного управления является право собственников использовать принадлежащую им собственность с целью извлечения прибыли.

### **2.2.3.2. Общее собрание акционеров**

А. Место, дата, время, а также форма проведения общего собрания акционеров.

Российский Кодекс, как и европейские кодексы корпоративного управления, содержит в целом идентичные рекомендации относительно определения места и времени проведения общего собрания акционеров, а именно: общее собрание должно проводиться в том месте и в то время, которое позволит принять в нем участие большинству акционеров. Также во многих кодексах (например, в Кодексе корпоративного управления Словакии и в российском Кодексе корпоративного поведения) установлено, что не следует выбирать

---

<sup>51</sup> Утвержден 24 июня 2000 г., размещен на сайте [www.rid.ru](http://www.rid.ru).

для проведения общего собрания такое место или такое время, которые могут создать акционерам затруднения для участия в собрании или привести к неоправданным расходам.

В некоторых кодексах предусмотрены более детальные правила определения места, даты и времени проведения собрания. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного управления Словакии (Corporate governance code based on the OECD principles, September 2002)<sup>52</sup> общее собрание акционеров должно проводиться в обычное рабочее время и в рабочие дни, а российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется проводить общее собрание не раньше 9 и не позднее 22 часов местного времени.

В российском Кодексе корпоративного поведения отсутствуют рекомендации относительно того, в выходные или в рабочие дни следует проводить общие собрания акционеров. По нашему мнению, целесообразно закрепить в российском Кодексе рекомендации о проведении общего собрания акционеров в выходные дни согласно тому, что российским трудовым законодательством не предусмотрена норма, обязывающая руководство организаций освобождать работников-акционеров от выполнения трудовых обязанностей на время проведения общего собрания акционеров в обществах, акционерами которых они являются, в связи с чем акционеры – физические лица часто лишаются возможности посетить собрание акционеров.

#### Б. Форма проведения общего собрания акционеров.

В кодексах корпоративного управления, как правило, отсутствуют положения, устанавливающие форму проведения общих собраний акционеров, поскольку она определяется законодательством. При этом общие собрания проводятся либо в форме совместного присутствия акционеров, либо в заочной форме<sup>53</sup>.

---

<sup>52</sup> Подготовлен при содействии the British-Slovak Action Plan and DFID Jennie Mills, Milford international Associates LTD, размещен на сайте [www.ecgi.com](http://www.ecgi.com).

<sup>53</sup> Некоторые специалисты в области корпоративного управления также выделяют третью форму проведения общего собрания акционеров – смешанную, т.е. когда собрание проводится в форме совместного присутствия акционеров, но при этом акционеры имеют право также проголосовать заочно путем направления бюллетеней для голосования в общество.

В то же время при проведении общего собрания в форме совместного присутствия акционеров многие крупные акционерные общества, акции которых принадлежат акционерам в различных регионах и странах, сталкиваются с тем, что указанные акционеры не могут лично принять участие в собрании, а также «проследить» за ходом его проведения. На разрешение указанной ситуации направлены положения многих европейских кодексов корпоративного управления.

Так, в Кодексе корпоративного управления Германии (German Corporate governance code)<sup>54</sup> закреплено положение, в соответствии с которым компания должна принять все возможные меры для того, чтобы позволить акционерам следить за проведением общего собрания акционеров, используя современные средства коммуникации (например, Интернет). А в Политике корпоративного управления (Руководящие принципы для повышения контроля и прозрачности для владельцев компаний, акции которых котируются на шведском рынке ценных бумаг), принятой Ассоциацией акционеров Швеции<sup>55</sup>, указанному вопросу посвящен целый раздел. В соответствии с этим разделом проблема участия в собрании акционеров на расстоянии может быть решена путем трансляции собрания в Интернете. При этом, по мнению Ассоциации акционеров Швеции, тот факт, что трансляция собрания акционеров будет доступна широкой общественности, не создает риска использования информации в целях, противоречащих интересам компании, поскольку общее собрание компании, акции которой котируются на бирже, по сути своей, должно быть открыто для инвестиционного сообщества. При этом решение о трансляции собрания через Интернет должно быть принято простым большинством акционеров компании. Также, по мнению Ассоциации акционеров Швеции, акционеры, принимающие участие в общем собрании на расстоянии, должны иметь возможность не

---

<sup>54</sup> В данном случае имеется в виду последняя редакция Кодекса, в которую внесены изменения и дополнения от 21 мая 2003 г. Кодекс размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

<sup>55</sup> The Swedish Shareholder's Association «Corporate Governance Policy – a guidelines for better control and transparency for owners of companies quoted on the Swedish stockmarket». Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

только следить за проведением общего собрания акционеров, но и голосовать на нем.

В российском Кодексе корпоративного поведения, как и в российском законодательстве, проблема участия в общем собрании акционеров, которые в силу тех или иных обстоятельств не могут лично присутствовать на собрании<sup>56</sup>, не решена.

В. Сообщение о проведении общего собрания акционеров.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендовано обществу сообщать акционерам о проведении общего собрания акционеров за 30 дней до его проведения, если законодательством не предусмотрен больший срок. При этом в соответствии с законодательством акционерные общества обязаны извещать акционеров о проведении общего собрания не более чем за 20 дней.

Следует отметить, что в кодексах стран Европы установлен либо такой же срок для сообщения об общем собрании акционеров, либо меньший срок (например, в Обобщенном кодексе корпоративного управления Объединенного Королевства (Combined code on corporate governance)<sup>57</sup> установлено, что сообщение о проведении общего собрания акционеров должно быть направлено акционерам не позднее чем за 20 рабочих дней до даты проведения собрания).

Как правило, в кодексах стран Европы, как и в российском Кодексе корпоративного поведения, предусмотрено, что о проведении общего собрания акционеров должно быть сообщено исключительно акционерам компании. Несколько иное положение содержится в Кодексе корпоративного управления Германии (German Corporate governance code), в соответствии с которым компания должна проинформировать о проведении общего собрания всех акционеров – резидентов и нерезидентов, а также ассоциации акционеров и компании, специализирующиеся на оказании финансовых услуг, которые в предшествующие проведению собрания 12 месяцев подали запрос о направлении им указанного уведомления.

---

<sup>56</sup> Под участием в общем собрании акционеров в данном случае имеется в виду возможность акционеров следить за ходом общего собрания акционеров, а не только голосовать по вопросам повестки дня собрания.

<sup>57</sup> Утвержден в июле 2003 г. Кодекс размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

В соответствии с положениями Политики корпоративного управления (Руководящие принципы для повышения контроля и прозрачности для владельцев компаний, акции которых котируются на шведском рынке ценных бумаг)<sup>58</sup> вопрос об участии в собрании лиц, не являющихся акционерами компании, должен решаться большинством акционеров. В российском Кодексе корпоративного поведения не решен вопрос о возможности участия в общих собраниях лиц, не являющихся акционерами компании. На практике в российских компаниях решение об участии в общем собрании указанных лиц принимается руководством компании либо лицами, непосредственно организующими общие собрания акционеров. По нашему мнению, в российском Кодексе корпоративного поведения целесообразно разрешить вопрос об участии в общем собрании лиц, не являющихся акционерами.

Что касается способа сообщения о проведении общего собрания акционеров, то он, как правило, устанавливается действующим законодательством. При этом как российским Кодексом корпоративного поведения, так и кодексами различных европейских стран компаниям рекомендовано дополнительно извещать о проведении общих собраний с использованием электронных средств связи.

Г. Материалы, предоставляемые акционерам при подготовке к проведению общего собрания акционеров.

В российском Законе «Об акционерных обществах» определен перечень информации, подлежащей предоставлению акционерам при подготовке к проведению общего собрания акционеров, поэтому в Кодексе корпоративного поведения содержатся только рекомендации относительно дополнительной информации, которую общество может предоставлять акционерам.

Наибольший интерес в данном случае представляет положение российского Кодекса корпоративного поведения, в соответствии с которым «для обеспечения предметных и продуктивных обсуждений на общем собрании акционеров, а также для фактического усти-

---

<sup>58</sup> The Swedish Shareholder's Association «Corporate Governance Policy – a guidelines for better control and transparency for owners of companies quoted on the Swedish stockmarket». Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

ления влияния акционеров обществу рекомендуется предоставить акционерам аналитические исследования и материалы прессы, в том числе те, в которых может содержаться критический взгляд на деятельность общества».

Следует отметить, что для некоторых крупнейших акционерных обществ (например, РАО «ЕЭС России», «Газпром», «ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «Ростелеком» и др.) выполнить указанное требование практически не представляется возможным в связи с тем, что материалы о них появляются в прессе каждый день. Таким образом, за год накапливается огромное количество материалов прессы о таких обществах, в связи с чем представить все материалы акционерам физически невозможно. Кроме того, подобное положение нетипично для европейских кодексов корпоративного управления. В связи с изложенным можно предложить исключить указанную норму из российского Кодекса корпоративного поведения.

Д. Порядок ознакомления акционеров с материалами при подготовке к общему собранию акционеров.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» материалы, с которыми акционер имеет право ознакомиться при подготовке к проведению общего собрания акционеров, в течение 20 дней, а в случае проведения общего собрания акционеров, повестка дня которого содержит вопрос о реорганизации, – в течение 30 дней до его проведения должны быть доступны лицам, имеющим право на участие в общем собрании в помещении исполнительного органа общества и в иных местах, указанных в сообщении о проведении собрания. В российском Кодексе корпоративного поведения также отсутствуют рекомендации о направлении акционерам материалов к общему собранию. Его положениями лишь рекомендуется предоставлять такую информацию в тех населенных пунктах, где акционеры общества преимущественно проживают.

В европейских кодексах корпоративного управления, в отличие от российского, предусмотрено, что компания обязана направлять акционерам соответствующие материалы при подготовке к общему собранию акционеров. При этом в некоторых кодексах (например, в Кодексе корпоративного управления Германии (German Corporate

Governance Code)<sup>59</sup>) предусмотрено, что компания направляет документы акционерам по их запросу. В других кодексах предусмотрено, что компания сама должна направлять материалы к общему собранию акционеров.

Что касается времени, в течение которого документы к собранию должны быть направлены акционерам, указанный вопрос по-разному решается в европейских кодексах. Так, в соответствии с положениями Политики корпоративного управления (Руководящие принципы для повышения контроля и прозрачности для владельцев компаний, акции которых котируются на шведском рынке ценных бумаг) компания должна самостоятельно устанавливать время отправки акционерам материалов к общему собранию. В некоторых европейских кодексах предусмотрен срок направления акционерам материалов к общему собранию акционеров. Так, в соответствии с Обобщенным кодексом корпоративного управления Объединенного Королевства (Combined code on corporate governance, 2003) материалы к общему собранию акционеров, как и сообщение о его проведении, должны быть направлены акционерам не позднее 20 рабочих дней до даты проведения собрания.

Е. Формирование повестки дня общего собрания акционеров.

Согласно российскому Кодексу корпоративного поведения при формировании повестки дня рекомендуется соблюдать общее правило, согласно которому каждое предложение в повестку следует отражать отдельным вопросом. Вместе с тем решение некоторых вопросов невозможно без принятия решений по другим взаимосвязанным вопросам. Так, например, нельзя считать принятым решение о реорганизации в форме разделения, если общее собрание не приняло положительного решения хотя бы по одному из следующих вопросов: о порядке и условиях разделения; о создании новых обществ; о порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции создаваемых обществ; об утверждении разделительного баланса. Для того чтобы исключить сомнения в том, приняло ли соб-

---

<sup>59</sup> С последними изменениями и дополнениями, внесенными 21 мая 2003 г. Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

ранее решение по подобным вопросам, такие вопросы в повестке дня рекомендуются объединять.

Указанную рекомендацию Кодекса корпоративного поведения было бы целесообразно закрепить в законодательном порядке, поскольку, действительно, в Федеральном законе «Об акционерных обществах» определено лишь, что к компетенции общего собрания акционеров относятся вопросы о реорганизации и ликвидации общества. Тем не менее, как справедливо отмечено в Кодексе, принятие вопросов о реорганизации, а также о ликвидации общества сопровождается утверждением целого ряда документов, в связи с чем в данном случае целесообразно определить в Федеральном законе «Об акционерных обществах», какие именно документы, относящиеся к реорганизации, а также к ликвидации общества, следует утвердить общему собранию акционеров, а также решения по каким вопросам, связанным с реорганизацией и ликвидацией, необходимо принять общему собранию акционеров.

Что касается европейских кодексов корпоративного управления, то нормы, закрепленные в них по данному вопросу, аналогичны указанному выше положению Кодекса корпоративного поведения. Так, в соответствии с Обобщенным кодексом корпоративного управления Объединенного Королевства (Combined code on corporate governance, 2003), а также Кодексом корпоративного управления Словакии (Corporate governance code based on the OECD principles, September 2002)<sup>60</sup> по каждому отдельному вопросу повестки дня должно приниматься отдельное решение общим собранием акционеров. Кроме того, отдельное решение должно приниматься по вопросам, связанным с утверждением отчета компании и бухгалтерской отчетности.

Ж. Проведение общего собрания акционеров.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется обеспечить присутствие на общем собрании акционеров генерального директора, членов правления и членов совета директоров, аудитора общества и членов ревизионной комиссии.

---

<sup>60</sup> Подготовлен при содействии the British-Slovak Action Plan and DFID Jennie Mills, Milford international Associates LTD. Размещено на сайте [www.ecgi.com](http://www.ecgi.com).

Указанные рекомендации полностью соответствуют европейской практике корпоративного управления. Многими кодексами корпоративного управления стран Европы рекомендуется обеспечить присутствие на общем собрании акционеров членом органов управления общества. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного поведения, принятым в Италии<sup>61</sup>, совет директоров должен обеспечить присутствие как можно большего числа директоров на общем собрании акционеров.

### **2.2.3.3. Совет директоров**

А. Требования, предъявляемые к членам совета директоров.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения на должность членом совета директоров рекомендуется избирать лиц, имеющих безупречную репутацию, обладающих знаниями, навыками и опытом, необходимыми для принятия решений, относящихся к компетенции совета директоров, и требуемыми для эффективного осуществления функций совета директоров.

При этом не рекомендуется избирать в совет директоров лиц:

- совершивших преступления в сфере экономической деятельности или против интересов государственной власти, интересов государственной службы или службы в органах местного самоуправления, а также административные правонарушения, прежде всего в области предпринимательской деятельности, в области финансов, налогов и сборов, рынка ценных бумаг;
- являющихся участниками, генеральными директорами (управляющими), членами органов управления или работниками юридических лиц, конкурирующих с обществом.

В разных европейских кодексах корпоративного управления требования к членам совета директоров изложены с различной степенью детализации, но, как правило, основное внимание уделяется та-

---

<sup>61</sup> Утвержден Комитетом по корпоративному управлению компаний, чьи акции котируются на бирже, последняя редакция кодекса от июля 2002 г. Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

ким характеристикам, как опыт и личностные характеристики (в том числе независимость), компетентность и работоспособность<sup>62</sup>.

Остановимся на наиболее интересных положениях европейских кодексов, касающихся требований, предъявляемых к членам совета директоров.

К примеру, как указано в «Рекомендациях по корпоративному управлению», утвержденных Комиссией по корпоративному управлению во Франции («Recommendations on corporate governance» adopted by Commission on corporate governance (AFG-ASFI))<sup>63</sup>, Комиссия по корпоративному управлению выступает против того, чтобы один член совета директоров занимал должность в совете директоров нескольких компаний, кроме случаев, когда один директор является членом совета директоров в нескольких компаниях, созданных в результате стратегического альянса, либо в компаниях, объединяющих свой бизнес и объявивших о проведении слияния. Также, как следует из «Рекомендаций...», практика идет по пути, когда директора, занимающие пост членов совета директоров в нескольких компаниях, а также в компаниях, представляющих компании, владеющие акциями перекрестно, не должны входить в составы комитетов по вознаграждениям.

Следует отметить, что указанные рекомендации Комиссии по корпоративному управлению Франции являются, без сомнения, прогрессивными и должны быть учтены в ходе дальнейшего совершенствования российского Кодекса корпоративного поведения.

В соответствии с Кодексом корпоративного управления Германии (German Corporate Governance Code) члены совета директоров должны обладать необходимыми знаниями, опытом и способностями, а также быть в достаточной степени независимыми для того, чтобы выполнять свои полномочия наиболее эффективно. Также во внимание должны приниматься возможность возникновения конфликта интересов, сфера деятельности компании, а также воз-

---

<sup>62</sup> См. «Comparative Study of Corporate Governance to the European Union and its Member States on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General». Final report and Annexes I-III, 2002.

<sup>63</sup> Приняты 9 июня 1998 г., дополнены в 2001 г.

раст потенциальных кандидатов. Кроме того, указанным кодексом рекомендовано, чтобы члены совета директоров не занимали аналогичные должности в других компаниях, поскольку у них должно быть достаточно времени для эффективного выполнения своих полномочий.

В проекте Кодекса корпоративного управления Чехии, основанного на «Принципах корпоративного управления ОЭСР» («Revised Corporate Governance Code based on the OECD principles»)<sup>64</sup>, отсутствуют детальные требования к членам совета директоров. Тем не менее в соответствии с указанным проектом одним из основных требований, предъявляемых к членам совета директоров, является требование об их независимости. Это означает, что члены совета директоров должны быть независимыми от менеджмента компании, а также не иметь деловых или каких-либо иных взаимоотношений с основными акционерами компании, поскольку такие отношения могут повлиять на вынесение членами совета директоров независимых решений. Также достаточно нетипичным является положение проекта Кодекса корпоративного управления Чехии, в соответствии с которым член совета директоров компаний, имеющих листинг, назначенный на эту должность впервые, должен пройти определенную подготовку с целью эффективного выполнения им своих обязанностей.

Следует также отметить, что, как правило, в кодексах корпоративного управления изложены общие требования, предъявляемые к членам совета директоров. При этом в большинстве кодексов рекомендуется совету директоров и, в частности, комитету по назначениям при совете директоров разработать более детальные критерии, предъявляемые к членам совета директоров.

Б. Порядок избрания членов совета директоров.

Российский Кодекс корпоративного поведения рекомендует избирать членов совета директоров посредством прозрачной процедуры, учитывающей разнообразие мнений акционеров, обеспечивающей соответствие состава совета директоров требованиям законода-

---

<sup>64</sup> Проект в окончательной редакции от февраля 2001 г.

тельства и позволяющей избирать независимых директоров. При избрании членов совета директоров также должны быть учтены мнения всех акционеров, в том числе владеющих небольшим пакетом акций. Этой цели можно достичь только в случае избрания членов совета директоров кумулятивным голосованием, что и рекомендуется сделать независимо от того, содержит ли подобное требование законодательство для конкретного общества. Также Кодекс корпоративного поведения рекомендует разработать для акционеров понятные и простые инструкции и процедуры для реализации их права избирать совет директоров кумулятивным голосованием.

Указанные положения Кодекса корпоративного поведения полностью соответствуют международным Принципам ОЭСР (OECD Principles /Millstein Report)<sup>65</sup>, в соответствии с которыми совет директоров выполняет установленные основные функции, включая обеспечение четкой и прозрачной процедуры избрания членов совета директоров.

Следует также отметить, что общеевропейские кодексы, а также кодексы отдельных европейских стран устанавливают похожие принципы избрания совета директоров. При этом в соответствии с европейскими кодексами корпоративного управления существенная роль в процессе избрания членов совета директоров должна принадлежать комитету по назначениям, созданному в совете директоров. Как следует из Рекомендаций Федерации компаний Бельгии (Recommendations of Federation of Companies, Belgium)<sup>66</sup>, в соответствии с законодательством Бельгии общее собрание акционеров избирает всех директоров независимо от того, являются они исполнительными или неисполнительными. При этом неисполнительные директора избираются по предложению совета директоров. Согласно рекомендациям комитет по назначениям должен предлагать кандидатов в совет директоров. А в положениях Dual Code of the BXS/CBF (Bel-

---

<sup>65</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

<sup>66</sup> Ibid.

gium)<sup>67</sup> Бельгийская комиссия по корпоративному управлению рекомендует комитету по назначениям принимать самое непосредственное участие в процессе избрания членов совета директоров, в том числе путем разработки рекомендаций в отношении процедуры избрания неисполнительных директоров.

Положениями Vienot I Report (France)<sup>68</sup> также рекомендуется совету директоров назначать специальный комитет для выдвижения кандидатов в совет директоров. В случае если создание подобного комитета компанией не практикуется, указанные полномочия рекомендуется передать комитету по вознаграждениям.

В соответствии с положениями German Panel Rules (Germany)<sup>69</sup> ответственность за состав, размер и баланс совета директоров, а также за внесение предложений при избрании совета директоров несет комитет по назначениям.

Как следует из положений Olivencia Report (Spain)<sup>70</sup>, контролировать процесс избрания членов совета директоров, а также вносить соответствующие предложения касательно избрания совета директоров в действующий совет директоров также должен комитет по назначениям.

В. Информация о кандидатах в совет директоров.

Поскольку совет директоров подотчетен акционерам и должен пользоваться их доверием, акционеры должны иметь возможность получать полный объем информации о кандидатах в члены совета директоров. Остановимся более подробно на положениях кодексов корпоративного управления, определяющих перечень информации о кандидатах в совет директоров, подлежащей предоставлению акционерам.

В соответствии со ст. 52 Федерального закона «Об акционерных обществах» к информации, подлежащей предоставлению лицам, имеющим право на участие в общем собрании акционеров, при под-

---

<sup>67</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

<sup>68</sup> Ibid.

<sup>69</sup> Ibid.

<sup>70</sup> Ibid.

готовке к проведению общего собрания в том числе относятся сведения о кандидатах в совет директоров общества. В соответствии с п. 2.8 Положения «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров»<sup>71</sup> при выдвижении кандидатов в совет директоров к предложению в повестку дня общего собрания *могут прилагаться* сведения о кандидате, подлежащие предоставлению лицам, имеющим право на участие в общем собрании, при подготовке к проведению общего собрания.

Тем не менее ни в Законе «Об акционерных обществах», ни в названном выше Положении не указано, какие именно сведения о кандидатах должны предоставляться акционерам. На практике акционерные общества по-разному применяют указанную норму закона. Так, некоторые предоставляют акционерам лишь сведения об имени и фамилии выдвигаемых кандидатов, а также об их настоящем месте работы. При этом такое толкование названных норм абсолютно не противоречит ни ст. 52 Федерального закона «Об акционерных обществах», ни п. 2.8 Положения, поскольку под «сведениями о кандидатах» можно понимать абсолютно любую информацию. Следует также отметить, что в кодексах корпоративного управления отдельных российских компаний отсутствует исчерпывающий перечень информации о кандидатах в совет директоров, подлежащей предоставлению акционерам.

В российском Кодексе корпоративного поведения приведен примерный перечень сведений, подлежащих предоставлению лицам, имеющим право на участие в общем собрании акционеров, при подготовке к общему собранию. Так, акционеры должны иметь возможность получить полный объем информации о кандидатах в члены совета директоров. В частности, акционерам рекомендуется предоставить информацию о лице (группе лиц), выдвинувшем (выдвинувших) данную кандидатуру, о возрасте, образовании кандидата, сведения о занимаемых им за последние 5 лет должностях, о должности, занимаемой на момент выдвижения, о характере его отношений

---

<sup>71</sup> Утверждено постановлением ФКЦБ «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» от 31 мая 2002 г. № 17/пс.

с обществом, о членстве в советах директоров или о занятии должностей в других юридических лицах, а также о выдвижении в члены советов директоров или для избрания (назначения) на должность в других юридических лицах, сведения об отношениях с аффилированными лицами и крупными контрагентами общества, а также иную информацию, связанную с имущественным положением кандидата или способную оказать влияние на исполнение им обязанностей члена совета директоров. В этой связи обществу, исходя из требований, предъявляемых к членам совета директоров, рекомендуется определить в уставе общества перечень тех сведений о кандидате, которые должны предоставляться акционерам.

Вышеуказанное положение Кодекса корпоративного поведения является несомненно прогрессивным с точки зрения совершенствования корпоративного права, а также обеспечения проведения действительно альтернативных и справедливых выборов в совет директоров, поскольку акционеры имеют право знать, за кого они голосуют. В связи с изложенным выше целесообразно закрепить в законодательном порядке исчерпывающий перечень информации о кандидатах в совет директоров общества, подлежащей предоставлению лицам, имеющим право на участие в общем собрании акционеров.

Следует отметить, что в европейских кодексах корпоративного поведения также не установлен четкий закрытый перечень информации о кандидатах в совет директоров, подлежащей предоставлению акционерам. Так, в положениях датского свода правил и регламентаций<sup>72</sup> совету директоров рекомендуется прилагать к уведомлению о проведении общего собрания акционеров информацию о кандидатах в совет директоров. А в соответствии с положениями Combined Code/Turnbull Report (United Kingdom) акционерам должна предоставляться информация о кандидатах в совет директоров, в частности, существенные биографические сведения о кандидатах, необходимые акционерам для принятия соответствующего решения. Как следует из положений Swedish Shareholders Ass'n Policy

---

<sup>72</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

(Sweden), уведомление о проведении общего собрания акционеров должно содержать имена кандидатов в совет директоров, а также информацию о них. При этом четкий перечень информации о кандидатах, подлежащей предоставлению акционерам, отсутствует.

Г. Количественный состав совета директоров.

В соответствии с российским Федеральным законом «Об акционерных обществах» количественный состав совета директоров общества определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров. Для общества с числом акционеров – владельцев голосующих акций общества более 1000 количественный состав совета директоров не может быть менее 7 членов, а для общества с числом акционеров – владельцев голосующих акций общества более 10 000 – менее 9 членов.

При этом в случае если четкий количественный состав совета директоров не определен в уставе, он утверждается на том же общем собрании, на котором одновременно избирается совет директоров. В соответствии с другой нормой Федерального закона «Об акционерных обществах» акционер – владелец не менее 2% голосующих акций общества вправе предложить кандидатов для избрания в совет директоров общества, число которых не может превышать количественный состав совета директоров общества. Таким образом, на практике акционер, предлагающий кандидатов для избрания в совет директоров, количественный состав которого предстоит утвердить на общем собрании акционеров, заранее не знает о том, скольких кандидатов он может предложить. В связи с этим в данном случае возможна ситуация, когда он предложит количество кандидатов, превышающее количественный состав совета директоров.

Кроме того, принятие решения о количественном составе совета директоров на общем собрании акционеров создает ситуацию, при которой акционерам, голосующим заочно, к моменту отправки заполненного бюллетеня для голосования неизвестен количественный состав совета директоров. Также в соответствии с п. 4.17 постановления ФКЦБ «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собра-

ния акционеров»<sup>73</sup>, если в бюллетене для голосования по вопросу об избрании членов совета директоров общества (за исключением выборов членов совета директоров (наблюдательного совета) общества, осуществляемого кумулятивным голосованием), вариант голосования «за» оставлен у большего числа кандидатов, чем число лиц, которые должны быть избраны в совет директоров, бюллетень в части голосования по такому вопросу признается недействительным.

В российском Кодексе корпоративного поведения рекомендации по поводу установления количественного состава совета директоров в уставе обществ отсутствуют. Положения этого Кодекса по поводу количественного состава совета директоров носят общий характер и рекомендуют обществам при определении числа членов совета директоров исходить из того, чтобы количество членов позволяло совету директоров наладить конструктивную дискуссию, принимать быстрые и взвешенные решения, а также организовать эффективную деятельность комитетов совета директоров.

Как уже отмечалось в других исследовательских работах, единственным выходом из данной ситуации является установление императивной обязанности акционерных обществ определять количественный состав совета директоров в уставе. Тем не менее до законодательного разрешения указанной ситуации в Кодекс следует включить соответствующие рекомендации, а также разъяснения относительно рисков, возникающих в случае отнесения вопроса о количественном составе совета директоров к компетенции общего собрания акционеров.

Что касается европейских кодексов корпоративного управления, то рекомендации, содержащиеся в них по поводу количественного состава совета директоров, носят более конкретный характер, чем рекомендации российского Кодекса. При этом в большинстве европейских кодексов устанавливается как минимальный, так и максимальный количественный состав совета директоров.

---

<sup>73</sup> Постановление ФКЦБ «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» от 31 мая 2002 г. № 17/пс.

Так, например, в «Рекомендациях по корпоративному управлению», утвержденных Комиссией по корпоративному управлению во Франции («Recommendations on corporate governance» adopted by Commission on corporate governance (AFG-ASFI)), указано, что в соответствии с французским законодательством количественный состав совета директоров должен быть не менее 3 и не более 18 членов. При этом по рекомендации Комиссии по корпоративному управлению количественный состав совета директоров должен быть адекватным и позволять ему эффективно осуществлять соответствующие функции. Также рекомендуется, чтобы количественный состав совета директоров не превышал 16 членов.

В соответствии с «Рекомендациями сообщества рынка ценных бумаг, Брюссельской фондовой биржи», разработанными бельгийской Комиссией по корпоративному управлению в декабре 1998 г.<sup>74</sup>, рекомендуется, чтобы количественный состав совета директоров не превышал 12 членов. При этом совет директоров должен состоять из такого количества членов, которое обеспечит проведение плодотворных дискуссий, причем слишком большое число директоров в составе данного органа управления не улучшит процесс обмена мнениями при принятии советом директоров соответствующих решений.

В данном случае достаточно нетипичная рекомендация относительно определения количественного состава совета директоров содержится в проекте Кодекса корпоративного управления для польских компаний, имеющих листинг (Corporate Governance Code for Polish listed companies (final proposal))<sup>75</sup>. В соответствии с указанным проектом количественный состав совета директоров должен быть определен таким образом, чтобы гарантировать группе акционеров, владеющих в общей сложности 20% акций компании, избрание своего представителя в совет директоров при избрании совета директоров кумулятивным голосованием.

Д. «Качественный» состав совета директоров.

---

<sup>74</sup> Являются частью документа «Корпоративное управление в бельгийских компаниях», имеющих листинг на бирже.

<sup>75</sup> Утвержден в июне 2002 г. Размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Как указано в российском Кодексе корпоративного поведения, в практике российских обществ в состав совета директоров, как правило, входят три категории директоров – исполнительные, неисполнительные и независимые директора. Исполнительные директора – это члены совета директоров, одновременно являющиеся членами правления компании. В соответствии с российским законодательством они не могут составлять более 1/4 числа членов совета директоров общества. Понятие независимых директоров будет дано ниже. Оставшиеся члены совета директоров, которые не являются ни независимыми, ни исполнительными, называются неисполнительными членами совета директоров. В европейских кодексах значительное внимание уделяется вопросу качественного состава совета директоров.

В последнее время тенденцией является включение в состав советов директоров европейских компаний так называемых директоров – «аутсайдеров», т.е. директоров, которые не являются работниками, акционерами, членами исполнительных органов, а также представителями контролирующих акционеров. При этом если в российском Кодексе корпоративного поведения, как уже было указано выше, директора делятся на три категории, то в европейских кодексах члены советов директоров делятся на две основные категории: исполнительные и неисполнительные директора. Причем независимые директора входят в категорию «неисполнительные директора».

Также в Европе нетипичными являются ситуации, когда члены исполнительного органа управления общества, прекратившие исполнение своих полномочий, избираются в совет директоров. Так, как указано в Peters Report (Нидерланды)<sup>76</sup>, бывшие члены исполнительного органа не могут избираться в совет директоров. В соответствии с German Panel Rules<sup>77</sup> рекомендуется, чтобы в совет директоров не избирались бывшие члены исполнительного органа общества. В советы директоров также могут входить члены исполнительных органов других компаний, тесно связанных с соответствующей ком-

---

<sup>76</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

<sup>77</sup> Ibid.

паний деловыми взаимоотношениями или перекрестным владением акциями.

Как было указано выше, достаточно большое внимание в европейских кодексах корпоративного управления уделяется вопросу соотношения в составе совета директоров исполнительных и неисполнительных директоров, поскольку именно такой состав совета директоров способен эффективно осуществлять управление обществом. Так, в соответствии с Отчетом Cadbury (Объединенное Королевство) (Cadbury Report, U.K.)<sup>78</sup> управление в публичных компаниях должно осуществляться эффективным советом директоров, который способен как управлять, так и контролировать осуществление бизнеса компании. Это означает, что в состав совета директоров должны входить как исполнительные директора с их глубоким знанием бизнеса компании, так и неисполнительные директора, способные привнести в компанию разностороннее и независимое мнение относительно бизнеса компании. Кодексы Объединенного Королевства и Ирландии рекомендуют компаниям, акции которых торгуются на бирже, включать в составы совета директоров неисполнительных, в том числе и независимых, директоров.

В «Принципах ОЭСР» рекомендуется, чтобы большую часть совета директоров составляли неисполнительные директора, способные принимать независимые решения. Подобное положение закреплено также в «Принципах и рекомендациях Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг» («EASD Principles & Recommendations»).

В соответствии с Кодексом корпоративного управления Италии (Corporate governance code) в состав совета директоров должны входить как исполнительные директора (или управляющие директора, включая председателя совета директоров), так и неисполнительные директора. При этом в Кодексе корпоративного управления Италии отмечается, что на практике число неисполнительных директоров в советах директоров больше, чем исполнительных. Комитет по корпоративному управлению компаний, имеющих листинг, в упомянутом Кодексе корпоративного управления рекомендует компаниям

---

<sup>78</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

самостоятельно определять требования, предъявляемые к неисполнительным членам совета директоров, а также количество неисполнительных членов совета директоров с учетом размера, структуры, а также иных специфических характеристик кампании.

#### Е. Функции совета директоров.

В российском законодательстве установлен перечень вопросов, входящих в компетенцию совета директоров, поэтому в Кодексе корпоративного поведения даются лишь некоторые рекомендации относительно выполнения советом директоров основных функций.

Так, в соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения основными функциями совета директоров являются:

- определение стратегии развития общества и принятие годового финансово-хозяйственного плана;
- обеспечение эффективного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- обеспечение реализации и защиты прав акционеров и содействие разрешению корпоративных конфликтов;
- обеспечение эффективной деятельности исполнительных органов общества, в том числе посредством осуществления контроля за их деятельностью.

В европейских кодексах корпоративного управления также, как правило, перечисляются основные функции совета директоров, и они в большой степени совпадают с вышеуказанными положениями российского Кодекса. Рассмотрим *рекомендации кодексов корпоративного поведения относительно отдельных функций совета директоров.*

#### Обеспечение эффективного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества.

Российским Кодексом корпоративного поведения в целях обеспечения эффективного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества советом директоров рекомендуется:

- уставом общества отнести к компетенции совета директоров утверждение процедур внутреннего контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества;

- отнести к компетенции совета директоров утверждение внутренних процедур общества по управлению рисками, анализу эффективности и совершенствованию таких процедур<sup>79</sup>.

Следует отметить, что в российском Кодексе механизмы обеспечения советом директоров эффективного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества изложены подробнее, чем в европейских кодексах корпоративного поведения, в которых даны лишь общие декларативные принципы обеспечения контроля.

Так, в соответствии с Кодексом наилучшей практики корпоративного управления Швейцарии (Swiss Code of best practice for corporate governance)<sup>80</sup> совет директоров должен разработать подходящую для компании систему внутреннего контроля и риск-менеджмента. Указанная система внутреннего контроля должна соответствовать размеру, структуре и особенностям рисков компании. При этом система внутреннего контроля должна быть разработана с учетом как финансовых, так и производственных рисков компании. В компании должна быть установлена система внутреннего аудита, подотчетная комитету по аудиту, а также председателю совета директоров.

В соответствии с британским кодексом (Combined code on corporate governance), утвержденным в июле 2003 г., совет директоров должен поддерживать систему внутреннего контроля с целью защиты интересов акционеров и активов компании. Совет директоров должен ежегодно составлять отчет об эффективности системы внутреннего контроля компании и докладывать об этом акционерам. В указанном отчете должны содержаться все сведения об осуществлении контроля, в том числе о финансовом и производственном контроле, а также о техническом контроле и системе управления рисками.

---

<sup>79</sup> В данном случае рекомендации Кодекса корпоративного поведения изложены кратко, положения Кодекса дают более подробные рекомендации относительно механизмов обеспечения советом директоров эффективного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества.

<sup>80</sup> Утвержден в марте 2002 г., опубликован в июле 2002 г. Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

В российском Кодексе корпоративного поведения отсутствуют рекомендации относительно отчетности совета директоров перед собранием акционеров об эффективности разработанной им системы внутреннего контроля. В связи с этим, по нашему мнению, целесообразно закрепить их в Кодексе корпоративного поведения по аналогии с указанными выше положениями британского кодекса.

Как правило, в европейских кодексах корпоративного управления, как и в российском Кодексе, установлено, что контроль за реализацией и установлением системы внутреннего контроля относится к компетенции всех членов совета директоров. Исключением в данном случае является Prea Report (Италия), в соответствии с рекомендациями которого обеспечение эффективности и адекватности системы внутреннего контроля и определение процедур внутреннего контроля относятся исключительно к компетенции управляющих директоров.

Обеспечение эффективной деятельности исполнительных органов общества, в том числе посредством осуществления контроля за их деятельностью.

Как уже было отмечено выше, совет директоров является важнейшим органом управления общества, и в своей деятельности он должен проводить политику, направленную на защиту интересов акционеров. Кроме того, как орган, непосредственно избираемый акционерами, совет директоров является неким «посредником» между акционерами и исполнительными органами общества. В связи с изложенным особое значение в данном случае приобретают его контрольные функции или полномочия по контролю за деятельностью исполнительных органов общества.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения совет директоров обеспечивает эффективную деятельность исполнительных органов общества, в том числе посредством осуществления контроля за их деятельностью. В качестве основного механизма такого контроля в Кодексе корпоративного поведения закреплена возможность приостановления полномочий генерального директора (управляющей организации, управляющего). Тем не менее эффективный контроль за деятельностью исполнительных органов

управления невозможен без создания механизмов регулярной отчетности исполнительных органов перед советом директоров. Из изложенного следует, что установленных Кодексом механизмов контроля за деятельностью исполнительных органов общества недостаточно для осуществления эффективного контроля. Таким образом, в целях дальнейшего совершенствования корпоративного законодательства можно предложить закрепить в Кодексе корпоративного поведения детализированный порядок осуществления контроля совета директоров за деятельностью исполнительных органов общества, а также порядок и формы отчетности исполнительных органов перед советом директоров.

В европейских кодексах корпоративного управления вопросу взаимоотношений между советом директоров и исполнительными органами общества, а также контрольным функциям совета директоров уделяется различное внимание. В некоторых случаях указанному вопросу уделено большее внимание, чем в российском Кодексе. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного управления Германии (German Corporate Governance Code) определяется, что правление общества должно на регулярной основе информировать совет директоров о вопросах, связанных с ведением, планированием и развитием бизнеса, о ситуациях, связанных с повышенным риском, и об управлении рисками. При этом совет директоров самостоятельно устанавливает порядок отчетности правления и порядок предоставления информации совету директоров. В Кодексе корпоративного управления Германии также определена форма отчетности правления: отчеты правления предоставляются совету директоров в письменной (в том числе в электронной) форме. При этом финансовая отчетность компании, консолидированная финансовая отчетность и аудиторское заключение должны быть направлены членам совета директоров настолько быстро, насколько это возможно.

В то же время в некоторых других кодексах даны только самые общие рекомендации относительно реализации контрольных функций совета директоров. Так, в Кодексе корпоративного управления Словакии (Corporate governance code based on the OECD principles, September 2002) определено лишь то, что ключевые полномочия по

управлению компанией находятся в компетенции исполнительного органа общества, а совет директоров должен осуществлять эффективный контроль за реализацией исполнительными органами данных полномочий. Во исполнение указанных контрольных функций менеджмент компании должен предоставлять необходимую информацию совету директоров на регулярной основе. При этом в случае, если указанной информации недостаточно, члены совета директоров могут затребовать иную информацию у исполнительных органов общества. Других механизмов осуществления контроля советом директоров за деятельностью исполнительных органов общества в Кодексе корпоративного управления, принятом в Словакии, не предусмотрено.

В связи с изложенным выше целесообразно включить в российский Кодекс корпоративного поведения, а также в будущем, возможно, и в законодательство детальные нормы, определяющие порядок осуществления советом директоров контроля за деятельностью исполнительных органов общества.

Ж. Обязанности членов совета директоров.

Российским Кодексом корпоративного поведения, а также европейскими кодексами установлен достаточно детальный перечень обязанностей членов совета директоров. Остановимся на наиболее актуальных.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения «члены совета директоров и их аффилированные лица не должны принимать подарки от лиц, заинтересованных в принятии решений, связанных с исполнением ими своих обязанностей, равно как и пользоваться какими-либо иными прямыми или косвенными выгодами, предоставленными такими лицами (за исключением символических знаков внимания в соответствии с общепринятыми правилами вежливости или сувениров при проведении официальных мероприятий), что должно быть специально отражено во внутреннем документе общества».

Указанное положение Кодекса целесообразно закрепить в действующем законодательстве по аналогии с положением, закрепленным в Федеральном законе «О государственной гражданской службе

Российской Федерации»<sup>81</sup>, в соответствии с которым гражданскому служащему запрещается «получать в связи с исполнением должностных обязанностей вознаграждения от физических и юридических лиц (подарки, денежное вознаграждение, ссуды, услуги, оплату развлечений, отдыха, транспортных расходов и иные вознаграждения)». При этом, по нашему мнению, целесообразно в законодательном порядке закрепить минимальный размер денежного эквивалента подарков, которые не вправе получать члены совета директоров и их аффилированные лица.

Российским Кодексом корпоративного поведения также рекомендуется членам совета директоров воздерживаться от действий, которые приведут или потенциально способны привести к возникновению конфликта между их интересами и интересами общества, а в случае наличия или возникновения такого конфликта – раскрывать информацию о нем совету директоров и принимать меры к соблюдению порядка совершения действий или заключения сделок, в которых у члена совета директоров есть заинтересованность. Кроме этого, члену совета директоров рекомендуется воздерживаться от голосования по вопросам, в принятии решений по которым у него имеется личная заинтересованность. При этом член совета директоров должен незамедлительно раскрывать совету директоров через секретаря общества как сам факт такой заинтересованности, так и основания ее возникновения.

В соответствии со ст. 82 Федерального закона «Об акционерных обществах» члены совета директоров общества обязаны довести до сведения совета директоров общества, ревизионной комиссии и аудитора общества информацию о юридических лицах, в которых они владеют самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами 20% и более голосующих акций (долей, паев), о юридических лицах, в органах управления которых они занимают должности, и об известных им совершаемых или предполагаемых сделках, в которых они могут быть признаны заинтересованными. Следовательно, в действующем законодательстве уже предусмотрена обя-

---

<sup>81</sup> Федеральный закон «О государственной гражданской службе Российской Федерации» от 27 июля 2004 г. № 79-ФЗ.

занность по информированию заинтересованными в совершении той или иной сделки членами совета директоров, в связи с чем закрепление указанной выше рекомендации в Кодексе корпоративного поведения является излишней.

В данном случае следует также отметить, что большой процент капитала российских компаний находится в собственности трастов и фондов, зарегистрированных в офшорных зонах. При этом бенефициарными владельцами указанных трастов и фондов достаточно часто являются члены советов директоров российских компаний. Тем не менее в законодательстве многих офшорных зон закреплены положения о конфиденциальности информации о бенефициарных владельцах.

В данном случае можно предложить закрепить в Кодексе корпоративного поведения, а впоследствии и в действующем законодательстве обязанность должностных лиц акционерного общества и членов советов директоров по информированию общества в том числе о трастах, бенефициарными владельцами которых они являются.

Кроме того, ни в действующем законодательстве, ни в положениях Кодекса корпоративного поведения не предусмотрена процедура информирования компании о своей заинтересованности членами совета директоров. В связи с изложенным выше до внесения соответствующих изменений в действующее законодательство целесообразно закрепить в Кодексе рекомендации по процедуре информирования общества членами совета директоров о фактах, предусмотренных Федеральным законом «Об акционерных обществах».

Следует также отметить, что многие положения российского Кодекса корпоративного поведения, особенно регулирующие порядок осуществления обязанностей членов совета директоров, носят явно выраженный декларативный характер. Так, в соответствии с п. 3.1.5 Кодекса корпоративного поведения «члены совета директоров при осуществлении своих обязанностей должны учитывать интересы других лиц – работников, контрагентов общества, государства и муниципальных образований, на территории которых находится общество или его обособленные структурные подразделения». Тем не

менее в п. 3.1 того же раздела Кодекса корпоративного поведения определено, что члены совета директоров должны выполнять обязанности, возложенные на них в интересах общества.

При этом совет директоров является органом, непосредственно избираемым акционерами, и члены совета директоров должны выполнять свои обязанности, руководствуясь исключительно интересами общества и акционеров, а не контрагентов по сделкам и государства. То есть положения, закрепленные в п. 3.1.5 главы 3 российского Кодекса корпоративного поведения, носят декларативный характер и, кроме того, противоречат другим положениям Кодекса, а также самой природе указанного органа управления общества.

Следует отметить, что если в российском Кодексе корпоративного поведения установлены общие обязанности как для исполнительных, так и для неисполнительных и независимых директоров, то в кодексах корпоративного управления некоторых европейских стран установлен неодинаковый перечень обязанностей для различных категорий директоров. Так, в «Руководящих принципах для Европейских акционеров 2000» («Euroshareholders Guidelines 2000»)<sup>82</sup> установлено, что основными обязанностями неисполнительных членов совета директоров являются: контроль за осуществлением своих полномочий членами правления; обеспечение надлежащего качества работы правления; консультирование правления. Положениями Preda report (Italy) установлено, что в обязанности управляющих директоров компании входит информирование совета директоров об основных законодательных и регулятивных новациях, имеющих отношение к деятельности компании, а также осуществление контроля за исполнением процедур внутреннего контроля в компании, тогда как неисполнительные директора обязаны давать экспертную оценку предложениям членов совета директоров, а также активно участвовать в принятии решений, затрагивающих интересы акционеров компании. В соответствии с ISC Statement of Best Practice (United

---

<sup>82</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States» by Holly J. Gregory, 2002.

Kingdom)<sup>83</sup> задача независимых директоров состоит в выражении независимого и объективного мнения касательно корпоративной стратегии компании. Также неисполнительный директор обязан участвовать в обсуждении различных проблем на заседаниях совета директоров и выражать независимое мнение по поводу обсуждаемых вопросов; оказывать помощь совету директоров в осуществлении эффективного управления компанией; обеспечивать эффективную работу исполнительных директоров и менеджмента компании; обеспечивать финансовую надежность компании<sup>84</sup>.

3. Предотвращение использования инсайдерской и конфиденциальной информации членами совета директоров общества.

В российском Кодексе корпоративного поведения предусмотрено, что член совета директоров не должен разглашать и использовать в личных целях или интересах третьих лиц конфиденциальную информацию об обществе и инсайдерскую информацию. Для создания эффективного механизма предотвращения и выявления случаев использования конфиденциальной или инсайдерской информации в обществе рекомендуется предусмотреть обязанность членов совета директоров письменно уведомлять совет директоров, в частности, о намерении совершать сделки с ценными бумагами общества или его дочерних (зависимых) обществ, а также раскрывать информацию о совершенных ими сделках с такими ценными бумагами в порядке, установленном для раскрытия информации о значительных фактах.

Следует отметить, что предотвращение использования инсайдерской информации членами совета директоров невозможно без законодательного установления механизмов борьбы с использованием инсайдерской информации, а также без установления ответственности за ее использование. В Кодексе Российской Федерации об административных правонарушениях<sup>85</sup> предусмотрена ответственность за использование служебной информации на рынке ценных бумаг, в

---

<sup>83</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States» by Holly J. Gregory, 2002.

<sup>84</sup> Ibid.

<sup>85</sup> Кодекс РФ об административных правонарушениях утвержден Федеральным законом от 30 декабря 2001 г. № 195-ФЗ.

том числе и членов совета директоров<sup>86</sup>. Тем не менее Кодексом РФ об административных правонарушениях не установлен исчерпывающий перечень информации, использование которой влечет привлечение к административной ответственности.

Рекомендации российского Кодекса корпоративного поведения, касающиеся несанкционированного использования инсайдерской и служебной информации членами совета директоров, являются, несомненно, позитивными. Однако их эффективное применение на практике напрямую зависит от принятия соответствующего законодательства, регулирующего данный вопрос. В настоящее время в работе Государственной Думы Федерального Собрания РФ находятся проекты законов «О коммерческой информации» и «Об инсайдерской информации». По нашему мнению, эффективность практического применения положений Кодекса корпоративного поведения, касающихся несанкционированного использования инсайдерской и коммерческой информации, напрямую зависит от принятия указанных законов, а также от эффективности применения положений Кодекса об административных правонарушениях РФ, устанавливающих административную ответственность за использование инсайдерской информации.

Кроме того, эффективное противодействие несанкционированному использованию инсайдерской информации членами совета директоров невозможно без установления законодательных требований по раскрытию информации о трастах, бенефициарными владельцами которых являются члены совета директоров, поскольку член совета директоров может владеть акциями компании через траст или фонд, учрежденный в офшорной зоне. При этом, поскольку законодательством многих офшорных зон предусмотрена конфиденциальность информации о бенефициарных владельцах, определить, каким количеством акций владеет тот или иной член совета директоров, через трастовые схемы в настоящее время не представляется возможным, а значит, возрастает риск несанкционированного использования коммерческой и инсайдерской информации.

---

<sup>86</sup> Статья 15.21 Кодекса РФ об административных правонарушениях «Использование служебной информации на рынке ценных бумаг».

В европейских кодексах корпоративного управления вопросу противодействия использованию конфиденциальной и инсайдерской информации членами совета директоров уделяется гораздо меньшее внимание по сравнению с российским Кодексом корпоративного поведения. Это объясняется тем, что указанные вопросы детальным образом регулируются законодательством соответствующих стран. Как правило, в кодексах корпоративного управления европейских стран лишь указывается, что члены совета директоров при исполнении своих обязанностей должны сохранять конфиденциальность соответствующей информации, причем механизмы противодействия несанкционированному использованию такой информации в кодексах, как правило, не отражаются.

Тем не менее в некоторых европейских кодексах корпоративного управления все же содержатся достаточно подробные положения, регулирующие данный вопрос. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного управления, принятым в Италии, исполнительные директора должны обеспечивать надлежащее использование конфиденциальной информации. В частности, они должны предложить совету директоров принять соответствующие внутренние документы, регламентирующие использование такой информации и порядок раскрытия ее третьим сторонам. Особенно это касается информации, которая может повлиять на цену акций компании, а также информации по сделкам, осуществляемым компанией. При этом система использования конфиденциальной информации должна включать детальные процедуры использования такой информации, в том числе процедуры раскрытия конфиденциальной информации, а также контроль за использованием информации, содержащейся в документах, принимаемых директорами, менеджерами и членами комитета по аудиту, а также иными лицами, имеющими доступ к таким документам, особенно это касается финансовых документов компании и документов, связанных с осуществлением компанией различных сделок.

Все члены совета директоров должны надлежащим образом относиться к документам, содержащим конфиденциальную информацию, а также соблюдать порядок использования такой информации,

установленный внутренними документами общества, и порядок раскрытия конфиденциальной информации третьим лицам.

И. Организация выборов исполнительных органов общества советом директоров.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения, если повестка дня заседания совета директоров включает вопрос о выборе генерального директора и членов правления, рекомендуется, чтобы членам совета директоров предоставлялось письменное согласие кандидата занять соответствующую должность. При отсутствии письменного согласия рекомендуется обеспечить личное присутствие кандидата на заседании совета директоров и подтверждение им в устной форме своего согласия занять соответствующую должность, прежде чем вопрос об избрании данного кандидата будет поставлен на голосование.

Получение предварительного согласия кандидатов на указанные выше должности в исполнительных органах управления обществом является очень важным этапом, поскольку на практике часто случаются ситуации, когда кандидаты на соответствующие должности отзывают свои кандидатуры непосредственно перед проведением голосования, поэтому возникает ситуация, когда, к примеру, кандидатов в члены правления становится меньше, чем мест в правлении. В связи с изложенным выше целесообразно законодательно закрепить положения о необходимости предоставления письменного согласия кандидатов в исполнительные органы управления общества.

Следует также отметить, что в российском Кодексе корпоративного поведения не закреплена процедура отказа кандидатов от избрания на соответствующие должности в исполнительных органах управления общества. По нашему мнению, необходимо закрепить в Кодексе корпоративного поведения, а также в дальнейшем в законодательстве четкую процедуру снятия кандидатур в исполнительные органы управления общества.

К. Комитеты совета директоров.

Российским Кодексом корпоративного поведения предусмотрено создание комитетов в совете директоров общества для предварительного рассмотрения наиболее важных вопросов и подготовки ре-

комендаций совету директоров по таким вопросам. При этом рекомендуется создавать следующие комитеты:

- комитет по стратегическому планированию;
- комитет по аудиту;
- комитет по кадрам и вознаграждениям;
- комитет по урегулированию корпоративных конфликтов;
- комитет по этике.

Указанную новацию Кодекса следует оценивать положительно, поскольку создание и функционирование комитетов в составе совета директоров общества позволяет членам совета директоров более подробно проработать вопросы, которые рассматриваются на заседаниях совета директоров. Особенно это касается создания комитета по аудиту, в функции которого входит оценка эффективности системы внутреннего контроля и ее адекватности корпоративным рискам, что позволяет членам комитета по аудиту в частности и совету директоров в целом влиять на будущие результаты компании. Существование комитета по аудиту способствует повышению статуса и усилению объективности службы внутреннего аудита, являющейся частью системы внутреннего управления (*Анникова, Беликов, www.rid.ru*).

Тем не менее создание одновременно всех комитетов в составе одного совета директоров является невыполнимым на практике. Как правило, на практике совет директоров общества состоит из 11, максимум из 15 членов. Следовательно, если создать в его составе все 5 комитетов, рекомендованных Кодексом, получится, что в каждый комитет будет входить примерно по 2–3 члена, в связи с чем на практике деятельность таких комитетов будет неэффективной.

Как было отмечено выше, российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется создавать в составе совета директоров комитет по этике. При этом в соответствии с Кодексом корпоративного поведения комитет по этике формулирует этические правила деятельности общества, которые должны отражать социальную ответственность общества, в частности, за соблюдение стандартов качества продукции, норм экологической безопасности, а также осознание обществом необходимости разработки и внедрения новых тех-

нологов, улучшения условий труда. Кроме того, правила этики должны препятствовать использованию служебного положения сотрудниками общества во вред обществу и третьим лицам, в том числе путем незаконного использования инсайдерской и конфиденциальной информации. По нашему мнению, принятие указанных правил в обществе является нецелесообразным, поскольку они будут носить декларативный характер, и на практике их утверждение не приведет к реализации тех принципов, которые в них закреплены. Кроме того, эффективная борьба с незаконным использованием инсайдерской и конфиденциальной информации сотрудниками общества возможна путем включения соответствующих пунктов в договоры, заключаемые с сотрудниками, и установления гражданско-правовой ответственности за незаконное использование указанной информации, а не путем принятия в обществе декларативных Правил этики.

В европейских кодексах корпоративного управления большое значение уделяется комитетам совета директоров. В законодательстве европейских стран, как правило, определяется, что полномочия совета директоров в какой-то степени могут быть переданы комитетам совета директоров. Комитеты, сформированные надлежащим образом, способны принимать объективные решения по вопросам, при решении которых у менеджеров компании присутствует персональный интерес (например, по вопросам, касающимся финансовой отчетности и аудита, выдвижения кандидатов в члены совета директоров и выплаты вознаграждений членам исполнительных органов общества).

В кодексах корпоративного управления определяется, что комитеты совета директоров могут оказать помощь в организации работы совета директоров, в частности, в тех вопросах, при решении которых может возникнуть конфликт интересов между менеджментом компании и компанией (например, в вопросах аудита, назначения и вознаграждений). Тогда как рекомендации кодексов, касающиеся состава комитетов совета директоров, различаются, положения всех кодексов признают, что особая роль в комитетах совета директоров

принадлежит неисполнительным директорам, в частности, независимым директорам<sup>87</sup>.

Следует также отметить, что различными европейскими кодексами корпоративного управления рекомендовано создавать разные комитеты в совете директоров.

Так, проектом Кодекса корпоративного поведения Чехии и Кодексом корпоративного управления Словакии, Кодексом наилучшей практики корпоративного управления Швейцарии (Swiss Code of best practice for corporate governance), а также Политикой корпоративного управления (Руководящими принципами для повышения контроля и прозрачности для владельцев компаний, акции которых котируются на шведском рынке ценных бумаг), принятой Ассоциацией акционеров Швеции, рекомендовано создавать комитеты по вознаграждениям, аудиту и назначениям. Кодексом корпоративного поведения, принятым в Италии, рекомендовано формировать в совете директоров исполнительный комитет и комитет по внутреннему контролю. Причем, как правило, большинством кодексов рекомендовано обязательно формировать в составе совета директоров три комитета, а именно комитет по аудиту, комитет по назначениям и комитет по вознаграждениям.

При этом, пожалуй, самое большое число комитетов рекомендуется создавать Правилами корпоративного управления для компаний Германии, акции которых котируются на рынке (Corporate Governance Rules for Quoted German Companies)<sup>88</sup>. Указанными правилами рекомендуется создавать следующие комитеты:

- *главный комитет* (general committee), в функции которого входят оказание консультативной помощи правлению компании и подготовка решений совета директоров по вопросам политики и стратегии компании. К его компетенции относится обсуждение стратегии и плана деятельности компании и ее сегментов, представленных на рассмотрение правления. Комитет оценивает

---

<sup>87</sup> См. Comparative Study of Corporate Governance to the European Union and its Member States on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, 2002.

<sup>88</sup> Утверждены в German Panel on Corporate Governance в июле 2000 г.

внутреннее состояние компании, в том числе на предмет ее стабильности, эффективности и достижения поставленных перед ней задач. Также регулярно, но не реже одного раза в год, главный комитет пересматривает правила корпоративного управления в компании;

- *комитет по бухгалтерскому учету и аудиту* (accounts and audit committee), в компетенцию которого входит решение вопросов, связанных с осуществлением бухгалтерского учета и аудита в компании, включая управление рисками;
- *комитет по кадрам* (Personnel Committee), в функции которого входит разработка рекомендаций относительно договоров, заключаемых с членами правления, рекомендаций относительно размеров вознаграждений членов правления, а также предоставления займов менеджменту и членам совета директоров;
- *комитет по назначениям* (Nomination Committee), к компетенции которого относится решение вопросов, связанных с составом, размером и поддержанием баланса совета директоров, а также внесение соответствующих предложений на рассмотрение общего собрания акционеров;
- *комитет по торговле и кредитным рискам* (Market and Credit risk committee), в функции которого входят осуществление контроля за рыночными рисками и вопросы, связанные с кредитованием. Также комитет рассматривает вопросы, связанные с займами, а также с совершением иных сделок;
- *комитет по посредничеству* (Mediation Committee). Акционерные общества Германии, в состав которых должны быть введены сотрудники компании (companies that are subject to codetermination) в соответствии с законом (§ 27 subpara. 3 Co Determination Act of 1976), должны сформировать комитет по посредничеству.

Следует отметить, что в части европейских кодексов корпоративного управления содержатся лишь самые общие рекомендации относительно комитетов совета директоров. Так, в соответствии с Принципами и рекомендациями Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (European Association of Securities Dealers, Corporate governance principles and recommendations) большинство в комитетах

совета директоров должны составлять независимые директора. Председателями всех комитетов совета директоров должны быть неисполнительные директора, а председателями комитета по аудиту и комитета по назначениям – независимые директора. Для каждого комитета должно быть разработано специальное положение, определяющее его компетенцию и обязанности. При этом все положения, определяющие порядок деятельности совета директоров, подлежат применению и по отношению к комитетам, за исключением положений, определяющих состав совета директоров.

Положениями Кодекса корпоративного управления Германии установлено, что в зависимости от специфики компании и количества членов совета директоров совет директоров должен сформировать комитеты с целью повышения эффективности работы данного органа управления и решения комплексных вопросов, в частности, вопросов, связанных со стратегией компании, вознаграждениями членам правления, инвестированием и финансированием. Также совет директоров может поручить соответствующим комитетам подготовку заседаний совета директоров и принятие решений от имени совета директоров. Председатель каждого комитета должен на регулярной основе отчитываться перед председателем совета директоров о проделанной работе. При этом в составе совета директоров должен обязательно быть сформирован комитет по аудиту, в компетенцию которого должно входить осуществление управления рисками и решение вопросов, связанных с ведением бухгалтерского учета в компании. Председатель комитета по аудиту не должен быть бывшим членом правления компании.

В других кодексах рекомендации относительно комитетов при совете директоров изложены более подробно. Например, в соответствии с проектом Кодекса корпоративного управления Чехии, основанным на принципах корпоративного управления ОЭСР (Revised Corporate Governance Code based on the OECD principles)<sup>89</sup>, в компании должно быть создано хотя бы 3 различных комитета, большинство состава которых составляют независимые директора, а именно

---

<sup>89</sup> Проект в окончательной редакции от февраля 2001 г.

комитет по аудиту, комитет по назначениям и комитет по вознаграждениям. В состав комитетов должно входить от 3 до 5 членов. Порядок деятельности каждого комитета должен регулироваться соответствующим положением, устанавливающим его обязанности и порядок их выполнения. При этом заседания комитета по аудиту должны проводиться регулярно, заседания комитета по назначениям – раз в год, а комитета по вознаграждениям – по необходимости. Все заседания должны проводиться в соответствии с установленной повесткой. Основной целью комитетов является обеспечение прозрачности компании по отношению к ее акционерам и осуществление контроля за деятельностью исполнительных директоров с тем, чтобы их деятельность не нарушала интересы акционеров.

Положения, устанавливающие подробный порядок формирования и деятельности комитетов совета директоров, установлены в приложении I к Кодексу корпоративного управления Чехии, а именно в Принципах корпоративного управления в комитетах совета директоров, подготовленных для чешского Института директоров (Annex I Corporate governance board committees prepared for the Czech Institute of Directors).

В соответствии с указанными Принципами комитет по аудиту проводит заседания не менее 4 раз в год. В компетенцию комитета по аудиту входят проверка эффективности системы контроля, осуществляемой менеджментом компании, надзор за системой внутреннего аудиторского контроля, координация деятельности менеджмента и внешних аудиторов, финансовые вопросы, а также вопросы, связанные с внутренним контролем за деятельностью компании, внесение предложений касательно кандидатуры внешнего аудитора, защита активов компании, а также проверка финансовых операций компании на предмет эффективности и соответствия действующему законодательству. Основной целью деятельности комитета по вознаграждениям является обеспечение мотивации директоров, а также работников компании, занимающих руководящие должности. При этом вознаграждения, выплачиваемые директорам и руководящим работникам, должны соответствовать функциям, которые они выполняют, а также их знаниям и опыту. Комитет по воз-

награждениям предлагает кандидатуры на пост членов совета директоров и руководящих работников компании, причем он должен убедиться в том, что соответствующие кандидаты обладают необходимыми знаниями и опытом. Также комитет должен осуществлять проверку директоров на предмет их независимости и др.

В Кодексе наилучшей практики корпоративного управления Швейцарии (Swiss Code of best practice for corporate governance) комитетам совета директоров посвящен целый раздел. В соответствии с положениями указанного Кодекса совет директоров должен сформировать комитеты из своих членов с целью проведения более глубокого анализа вопросов, входящих в компетенцию совета директоров, и подготовки проектов решений совета директоров. Членов комитетов и их председателей назначает совет директоров, который также должен определить их компетенцию и порядок их деятельности. Комитеты подотчетны совету директоров. Также рекомендуется, чтобы в комитетах совета директоров большинство составляли независимые директора. Рекомендуется создавать в составе совета директоров по крайней мере 3 комитета: по аудиту, по назначениям и по вознаграждениям. Комитет по аудиту при этом должен состоять из неисполнительных, желательно независимых, директоров, большинство членов комитета, включая председателя, должны разбираться в финансовых вопросах. В компетенцию комитета по аудиту входит предоставление независимого мнения относительно внешнего аудита, системы внутреннего контроля, ежегодной финансовой отчетности и др. Что касается комитета по вознаграждениям, то рекомендуется, чтобы его возглавлял председатель правления компании, который должен воздерживаться от голосования при принятии решения относительно собственного вознаграждения. В компетенцию комитета по вознаграждениям входит определение политики по вознаграждениям ведущих руководящих работников компании. Комитет по назначениям должен определять основные принципы избрания на должность и освобождения от должности членов совета директоров, а также устанавливать требования, предъявляемые к членам совета директоров и топ-менеджерам компании. В Кодексе наилучшей практики корпоративного управления Швейцарии при

этом отмечается, что небольшие компании (в советах директоров которых создание комитетов нецелесообразно) могут возложить обязанности соответствующих комитетов на отдельных директоров.

Л. Протоколы и стенограммы заседаний совета директоров.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется для установления реального механизма ответственности наряду с протоколами вести стенограммы заседаний советов директоров.

Следует отметить, что на практике протоколы заседаний советов директоров российских компаний не являются в достаточной мере информативными. Как правило, они содержат лишь вопросы, поставленные на голосование, результаты голосования по тому или иному вопросу и сведения о присутствующих на заседании членах совета директоров, следовательно, из указанных протоколов нельзя получить исчерпывающую информацию о деятельности совета директоров общества. При этом указанная информация важна не только для установления механизма привлечения членов совета директоров к ответственности, но и для акционеров общества, которые с ее помощью смогут судить об эффективности деятельности совета директоров.

По нашему мнению, целесообразно в законодательном порядке закрепить требования по ведению стенограмм заседаний совета директоров, а также по предоставлению акционерам общества таких стенограмм по требованию.

Кроме того, в соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется вместе с протоколами и стенограммами заседаний совета директоров хранить бюллетени членов совета директоров, принимавших участие в голосовании по вопросам повестки дня заседаний совета директоров, а также письменные мнения членов совета директоров, отсутствовавших на заседании.

Указанное положение Кодекса корпоративного поведения также целесообразно закрепить в законодательном порядке, поскольку хранение бюллетеней для голосования, а также письменных мнений членов совета директоров действительно будет способствовать установлению реального механизма ответственности членов совета директоров.

М. Вознаграждение членов совета директоров.

Порядок установления и выплаты вознаграждения различным категориям директоров.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется, чтобы вознаграждения членов совета директоров были равными для всех директоров, независимо от того, является член совета директоров исполнительным, неисполнительным или независимым директором.

В европейских кодексах принцип равенства вознаграждений для всех директоров отсутствует. В соответствии с европейскими кодексами размеры вознаграждений, выплачиваемых исполнительным, неисполнительным и независимым директорам компании, должны быть различными с целью поддержания независимости суждений и мнения неисполнительных и независимых членов совета директоров. Основное различие в данном случае заключается в том, что во многих кодексах корпоративного управления рекомендуется отказаться от участия неисполнительных директоров в опционных и пенсионных программах компаний.

Например, в европейских кодексах различается форма вознаграждений, выплачиваемых различным категориям директоров. Так, в соответствии с Рекомендациями федерации компаний и Dual Code of the BXS/CBF, Бельгии, вознаграждение исполнительным членам совета директоров может выплачиваться в форме акций компании и в отношении них могут реализовываться опционные программы. При этом не рекомендуется выплачивать вознаграждения в форме акций неисполнительным директорам, а также реализовывать в отношении указанных директоров опционные и пенсионные программы. Также положениями, закрепленными в Принципах и рекомендациях Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (*EASD Principles & Recommendations*), устанавливается, что независимые члены совета директоров могут владеть акциями компании, но нежелательно их участие в опционных и пенсионных программах компании. При этом участие независимых директоров в опционных и пенсионных планах

компании возможно, но только на ранних стадиях развития компании, когда ее акции не включены в листинг<sup>90</sup>.

Тем не менее некоторыми кодексами допускается выплата вознаграждения неисполнительным директорам в форме акций. Так, в соответствии с *Hermes Statement* (У.К.) вознаграждения неисполнительным директорам могут частично выплачиваться в форме акций при условии, что соответствующие директора будут их удерживать в собственности в течение всего срока их работы в данной компании<sup>91</sup>.

С целью поддержания независимости независимых и неисполнительных директоров российских компаний, по нашему мнению, целесообразно закрепить в российском Кодексе корпоративного поведения дифференцированный принцип установления вознаграждений различным категориям членов совета директоров по аналогии с рекомендациями европейских кодексов корпоративного управления, а также рекомендовать российским компаниям исключить участие неисполнительных директоров в опционных и пенсионных программах компании.

При этом в отношении исполнительных директоров многими европейскими кодексами рекомендуется реализовывать опционные программы. В российском Кодексе корпоративного поведения вопрос о выплате вознаграждения членам совета директоров в форме акций, а также положения относительно опционных программ отсутствуют, что является его существенным недостатком. Это может быть связано с тем, что на момент принятия Кодекса корпоративного поведения в России фактически отсутствовала четкая законодательная база, регулирующая порядок выпуска опционов. Так, понятие опциона было закреплено в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» только после внесения в него изменений в декабре 2002 г.<sup>92</sup> В связи с изложенным целесообразно закрепить рекомендации

---

<sup>90</sup> См. *Comparative Study of Corporate Governance to the European Union and its Member States on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, 2002.*

<sup>91</sup> *Ibid.*

<sup>92</sup> Указанные изменения были внесены Федеральным законом от 28 декабря 2002 г. № 185-ФЗ.

по реализации опционных, пенсионных программ, а также иных систем поощрения членов совета директоров российских компаний в Кодексе корпоративного поведения.

Порядок установления критериев для определения вознаграждений членов совета директоров.

В соответствии с положениями российского Кодекса корпоративного поведения критерии определения размера вознаграждений, выплачиваемых членам совета директоров, должны разрабатываться комитетом совета директоров по кадрам и вознаграждениям и одобряться советом директоров. Также рекомендуется включить указанные критерии во внутренний документ общества, регулирующий деятельность совета директоров.

Изложенные выше рекомендации российского Кодекса корпоративного поведения полностью соответствуют европейской практике. Согласно европейским кодексам корпоративного управления также ведущая роль в определении размера вознаграждения и критериев установления размера вознаграждения должна принадлежать комитету совета директоров по вознаграждениям.

Раскрытие информации о вознаграждениях членов совета директоров.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения в годовом отчете общества рекомендуется отражать информацию об общей сумме, выплаченной в качестве вознаграждения и (или) компенсации членам совета директоров. Следует отметить, что закрепление указанной рекомендации в Кодексе корпоративного поведения является нецелесообразным, поскольку аналогичное положение уже закреплено в законодательном порядке. А именно в Положении «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» в качестве обязательного требования к годовому отчету акционерных обществ установлено, что в годовом отчете должна содержаться информация об общем размере вознаграждения (компенсации расходов), в том числе членов совета директоров, а также информация о размере выплаченного по результатам отчетного года вознаграждения каждого члена совета директоров. Кроме того, Положением предусмотрено,

что годовой отчет должен содержать критерии определения вознаграждения каждого члена совета директоров общества. Также в соответствии с Законом «О рынке ценных бумаг» сведения о размере вознаграждения, льгот и/или компенсации расходов, в том числе по совету директоров общества за последний завершённый финансовый год, должны содержаться в ежеквартальном отчете эмитента.

Что касается установленной в Европе степени прозрачности политики в отношении вознаграждений, выплачиваемых членам совета директоров, в последнее время предпринимаются активные действия, направленные на улучшение раскрытия информации о размерах вознаграждений, выплачиваемых членам совета директоров. Так, в последние 3 года были приняты новые правила листинга в Объединенном Королевстве, Ирландии и во Франции, в соответствии с которыми информация о размерах вознаграждений членам совета директоров, а также членам исполнительных органов управления общества должна раскрываться акционерам. Подобные правила содержатся и во многих европейских кодексах корпоративного управления (Euroshareholders Guidelines, Guideline V; EASD Principles & Recommendations, Principle VI; Recommendations of the Federation of Belgian Companies, § 1.7; Dual Code of the Brussels Stock Exchange/CBF, §§ I.B.2.1, I.B.3.1 & II.B.2; Danish Shareholders Association Guidelines, § II; Ministry of Trade & Industry Guidelines (Finland), § 2.2.2)<sup>93</sup>.

#### Н. Ответственность членов совета директоров.

Положениями российского Кодекса корпоративного поведения обществу рекомендуется активно использовать право обращаться в суд с требованиями о возмещении убытков членам совета директоров не только для того, чтобы возместить понесенные им потери, но и для того, чтобы стимулировать действующих членов совета директоров исполнять свои обязанности надлежащим образом.

Действующим законодательством предусмотрена возможность привлечения членов совета директоров к гражданской, администра-

---

<sup>93</sup> См. Comparative Study of Corporate Governance to the European Union and its Member States on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, 2002.

тивной, а также к уголовной ответственности. Тем не менее указанные нормы закона не реализуются на практике. Нам не известны случаи привлечения членов совета директоров к ответственности и взыскания с них убытков за ненадлежащее исполнение своих обязанностей.

Следует отметить, что указанная норма Кодекса носит декларативный характер, поскольку рекомендация «чаще обращаться в суд», скорее всего, не найдет отклика в российских компаниях. Кроме того, спорным является вопрос о стимулирующей роли таких обращений в суд.

Как указано в Кодексе, одним из оснований ответственности члена совета директоров является вина. При этом привлечение его к ответственности зависит от того, действовал ли член совета директоров при исполнении своих обязанностей разумно и добросовестно, т.е. проявил ли он заботливость и осмотрительность, которые следует ожидать от хорошего руководителя, и принял ли он все меры для надлежащего исполнения своих обязанностей. Член совета директоров считается действующим разумно и осмотрительно, если он лично не заинтересован в принятии конкретного решения и внимательно изучил всю информацию, необходимую для принятия решения; при этом сопутствующие обстоятельства должны свидетельствовать о том, что он действовал исключительно в интересах общества.

Действительно, в соответствии со ст. 71 Федерального закона «Об акционерных обществах» члены совета директоров несут ответственность перед обществом за виновное причинение убытков их действиями (бездействием). В указанной норме закона также закреплено, что члены совета директоров при осуществлении своих обязанностей должны осуществлять свои права и исполнять свои обязанности в отношении общества добросовестно и разумно. При этом в положениях закона четко не установлено, в каком случае член совета директоров считается действующим добросовестно и разумно и в каком случае следует считать, что убытки причинены именно виновными действиями члена совета директоров.

Указанные вопросы могут быть разъяснены исключительно путем официального или судебного толкования соответствующих

норм закона. Поскольку Кодекс корпоративного поведения является актом рекомендательного характера, причем рекомендательным для обществ, а не для судов, в данном случае непонятно, на каком основании в положениях Кодекса дано толкование норм права. В связи с изложенным выше, по нашему мнению, целесообразно исключить указанные положения из Кодекса корпоративного поведения.

Также положениями российского Кодекса рекомендовано обществу за счет собственных средств осуществить страхование ответственности членов совета директоров с тем, чтобы в случае причинения убытков обществу или третьим лицам действиями совета директоров эти убытки могли быть возмещены за счет средств страховой компании.

Указанная рекомендация, несомненно, является важной с точки зрения нивелирования риска взыскания убытков членами совета директоров. Кроме того, страхование профессиональной ответственности уже давно вошло в мировую практику. Тем не менее, как уже было указано выше, в российской практике отсутствуют случаи привлечения к ответственности членов совета директоров. Как правило, иски о возмещении убытков предъявляются непосредственно обществу, а не членам совета директоров, в связи с чем вопрос о целесообразности массового применения нормы о страховании ответственности членов совета директоров является спорным. По нашему мнению, вопрос о необходимости страхования ответственности членов совета директоров должен решаться каждым обществом индивидуально.

Однако указанная рекомендация Кодекса уже получила практическую реализацию. Так, совет директоров РАО «ЕЭС России» предложил общему собранию акционеров внести в устав общества поправки, предусматривающие возможность страхования ответственности членов совета директоров компании. Указанное предложение связано с проходящей реформой электроэнергетики, в ходе которой членам совета директоров компании в ходе исполнения ими обязанностей могут быть предъявлены судебные иски<sup>94</sup>. Также ком-

---

<sup>94</sup> По сообщению агентства Прайм-ТАСС от 2 июня 2003 г.

пания «Вимм-Билль-Данн» уже страхует ответственность членов совета директоров и менеджмента на случай исков акционеров с 2002 г., как только компания стала публичной. Застраховать ответственность менеджеров планирует также компания «Объединенные машиностроительные заводы»<sup>95</sup>.

Что касается европейского опыта в части установления ответственности членов совета директоров, как правило, детальные нормы привлечения к ответственности членов совета директоров устанавливаются законодательством. При этом в большинстве кодексов отдельных стран Европы вообще отсутствуют нормы об ответственности членов совета директоров, а в тех кодексах, которые содержат соответствующие нормы, закреплены общие рекомендации по данному вопросу. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного управления Германии (German corporate governance code) в случае, если члены совета директоров, а также члены правления не будут проявлять должные осмотрительность и усердие, а также действовать добросовестно, они будут нести ответственность за убытки, причиненные компании. При этом в случае если компания проводит политику страхования директоров, должен быть согласован размер франшизы<sup>96</sup>.

#### **2.2.3.4. Исполнительные органы общества**

А. Информация о кандидатах в исполнительные органы управления общества.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендовано, чтобы члены правления и генеральный директор избирались в соответствии с прозрачной процедурой, предусматривающей предоставление акционерам полной информации об этих лицах. При этом акционерам рекомендуется предоставить максимум информации о кандидатах на должность генерального директора и членов правления общества. В частности, рекомендуется, чтобы акционеры получили информацию о возрасте и образовании кандидата, должностях, которые кандидат занимал в течение последних 5 лет, характере его

---

<sup>95</sup> РАО «ЕЭС России»: равнение на США. 21 апреля 2003 г., [www.interbiz.com](http://www.interbiz.com).

<sup>96</sup> Франшиза – освобождение страховщика от убытков, не превышающих определенного процента от страховой оценки.

взаимоотношений с обществом, членстве в советах директоров, а также об иных должностях, занимаемых в других организациях; сведения о выдвижении на должность генерального директора и другие должности в иных организациях, о характере взаимоотношений с аффилированными лицами и крупными контрагентами общества, а также о финансовом состоянии кандидата и об иных обстоятельствах, которые могут влиять на выполнение кандидатом его обязанностей.

В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» образование исполнительных органов общества и досрочное прекращение их полномочий может относиться уставом общества к компетенции как совета директоров, так и общего собрания акционеров. В соответствии с законом, если исполнительные органы общества избираются общим собранием акционеров, к информации, подлежащей предоставлению акционерам, относятся в том числе сведения о кандидатах в исполнительные органы общества. При этом в законе четко не определен перечень указанной выше информации о кандидатах в исполнительные органы, что на практике приводит к тому, что общества предоставляют акционерам лишь самую общую информацию.

Кроме того, образование исполнительных органов, как было указано выше, может быть отнесено и к компетенции совета директоров. В этом случае в законодательстве вообще отсутствуют требования о предоставлении акционерам информации о кандидатах в исполнительные органы общества, что отрицательно влияет как на степень информированности акционеров о деятельности общества, так и на осуществление корпоративного управления в российских компаниях в целом.

Руководствуясь изложенным выше, на наш взгляд, целесообразно в законодательном порядке закрепить рекомендации Кодекса корпоративного поведения, касающиеся предоставления акционерам исчерпывающей информации о кандидатах в исполнительные органы общества, а также закрепить полный перечень информации о кандидатах, подлежащей раскрытию акционерам.

Б. Конфликт интересов.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения конфликт интересов членов правления и генерального директора общества может быть вызван исключительно их членством в органах управления или занятием должностей в иных юридических лицах – конкурентах общества.

В европейских кодексах корпоративного управления конфликт интересов членов исполнительных органов управления понимается более широко. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного управления Германии (German corporate governance code) члены правления не должны в связи с осуществлением своих обязанностей принимать от третьих лиц незаконные денежные вознаграждения и получать иные выплаты и преимущества. Члены правления должны действовать исключительно в интересах компании, не должны преследовать личный интерес при принятии решений или использовать свои возможности как член правления, в своих личных интересах. Все члены правления должны незамедлительно раскрывать информацию о конфликте интересов совету директоров, а также информировать об этом всех членов правления. Все сделки, заключаемые между компанией и членами правления, как и с иными лицами, тесно связанными с компанией, должны совершаться в соответствии с обычными правилами делового оборота. Наиболее важные сделки должны одобряться советом директоров. Члены правления имеют право работать в иных компаниях, особенно в качестве членов совета директоров, исключительно с разрешения совета директоров.

В соответствии с Правилами корпоративного управления для компаний Германии, акции которых котируются на рынке (Corporate Governance Rules for Quoted German Companies), члены правления должны раскрывать совету директоров информацию, а также информировать членов правления о случаях личной материальной заинтересованности в сделках, совершаемых компанией или группой, в которую входит компания, а также о других случаях конфликта интересов. Члены правления также должны воздерживаться от совершения сделок, которые вступают в конфликт с интересами соответствующей компании или группы компаний. Покупка и продажа членами правления акций компании, опционов, а также иных цен-

ных бумаг, производных от акций, должна регулироваться специальными правилами. При этом члены правления должны воздерживаться от совершения частых сделок с указанными ценными бумагами, владельцами которых они являются, с целью быстрого получения прибыли или так называемых спекулятивных сделок и др.

По нашему мнению, целесообразно закрепить в российском Кодексе корпоративного поведения более широкое и детальное понятие конфликта интересов членов правления по аналогии с европейскими кодексами корпоративного управления.

В. Порядок назначения и деятельности управляющих комитетов (управляющих).

В российском Кодексе корпоративного поведения также содержатся рекомендации относительно порядка передачи полномочий исполнительных органов общества управляющей организации, а также содержания договора между управляющей организацией и обществом.

Следует отметить, что действующее законодательство не содержит норм, подробно регламентирующих порядок передачи полномочий исполнительных органов общества управляющей организации, а также положений, определяющих общие условия договора между обществом и управляющей организацией и порядок деятельности такой организации. В связи с изложенным выше рекомендации Кодекса корпоративного поведения, касающиеся передачи полномочий исполнительного органа общества управляющей организации, являются достаточно ценными. По нашему мнению, в будущем целесообразно в законодательном порядке детально прописать порядок назначения и деятельности управляющей организации. В рассмотренных европейских кодексах корпоративного управления указанный вопрос не освещен.

Г. Обязанности членов исполнительных органов общества.

В российском Кодексе корпоративного поведения, как и в европейских кодексах корпоративного управления, дан исчерпывающий перечень обязанностей членов исполнительных органов общества, в связи с чем в данной работе мы не будем останавливаться подробно на всех положениях кодексов, касающихся обязанностей членов ис-

полнительных органов. Рассмотрим лишь наиболее интересные положения российского Кодекса корпоративного поведения и европейских кодексов корпоративного управления по данному вопросу.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения генеральный директор, члены правления, а также их аффилированные лица не должны принимать подарки или получать иные прямые или косвенные выгоды, цель которых заключается в том, чтобы повлиять на деятельность генерального директора или члена правления или на принимаемые ими решения, что должно быть специально отражено во внутренних документах общества. Указанные положения российского Кодекса полностью соответствуют европейской практике, и аналогичные положения содержатся в некоторых кодексах корпоративного управления стран Европы.

При этом, как уже указывалось выше, в законодательстве целесообразно закрепить указанное положение Кодекса корпоративного поведения, но с некоторыми поправками. Так, в данном случае непонятно, по каким признакам директор или член правления может определить, что цель того или иного подарка заключается в том, чтобы оказать влияние на его деятельность или на принимаемые им решения. По нашему мнению, указанная формулировка Кодекса корпоративного поведения является расплывчатой, и ее применение на практике не защитит генерального директора и членов правления от постороннего влияния. Единственный способ реализовать указанное положение Кодекса на практике – это законодательно (до внесения соответствующих изменений в законодательство во внутренних документах обществ) определить минимальный денежный эквивалент подарков, которые не вправе получать генеральный директор, члены правления, а также их аффилированные лица. Единственной сложностью в данном случае является то, что на практике «отследить», какие подарки и от кого принимают, к примеру, аффилированные лица генерального директора или членов правления, – невыполнимая задача.

Д. Предотвращение несанкционированного использования инсайдерской и конфиденциальной информации членами исполнительных органов общества.

В российском Кодексе корпоративного поведения предусмотрено, что члены исполнительных органов общества, в том числе управляющая организация и управляющий, не должны разглашать или использовать в корыстных интересах и в интересах третьих лиц конфиденциальную и инсайдерскую информацию об обществе. Исполнительные органы также должны принимать все необходимые меры для защиты такой информации. Члены исполнительных органов общества, имеющие доступ к конфиденциальной и инсайдерской информации, не должны сообщать ее иным лицам, не имеющим доступа к такой информации, а также использовать ее в своих интересах или в интересах других лиц. Эти требования, а также ответственность за их нарушение должны быть отражены в договорах, заключаемых обществом с вышеназванными должностными лицами.

Как уже указывалось выше, эффективное противодействие использованию инсайдерской и конфиденциальной информации во вред интересам компаний невозможно без детального законодательного регулирования использования такой информации. Тем не менее указанные выше рекомендации Кодекса достаточно давно и эффективно применяются на практике, причем не только акционерными обществами и не только в отношении членов органов управления общества. В настоящее время практически каждая организация в договорах на оказание услуг, а также в трудовых и иных договорах прописывает положения о неразглашении конфиденциальной информации и о запрете на использование инсайдерской информации.

В Европе вопросы предотвращения несанкционированного использования инсайдерской и конфиденциальной информации, в том числе и членами исполнительных органов общества, регулируются законодательством. В связи с этим в кодексах корпоративного управления содержатся в основном общие декларативные принципы предотвращения использования инсайдерской и конфиденциальной информации в целях, противоречащих интересам компании.

Е. Организация работы исполнительных органов.

Как указывается в российском Кодексе корпоративного поведения, согласно действующему законодательству не требуется извещать членов правления о повестке дня предстоящего заседания. Од-

нако предварительное ознакомление с вопросами повестки дня делает более конструктивным обсуждение вопросов и соответственно может значительно повысить эффективность работы правления. В связи с этим вместе с уведомлением о заседании правления рекомендуется направлять повестку дня данного заседания каждому члену правления, при этом информация должна быть предоставлена членам правления в срок, достаточный для ее изучения.

По нашему мнению, целесообразно закрепить указанные рекомендации Кодекса корпоративного поведения в действующем законодательстве, поскольку полная предварительная информированность членов правления о повестке заседания позволит повысить эффективность деятельности указанного органа управления обществом. В российском Кодексе корпоративного поведения также закреплено положение, в соответствии с которым передача права голоса членом правления общества иному лицу, в том числе другому члену правления общества, не допускается.

Следует отметить, что закрепление в Кодексе указанной нормы является излишним, поскольку аналогичное положение уже установлено ст. 70 Федерального закона «Об акционерных обществах».

**Ж. Вознаграждения исполнительного органа общества.**

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется, чтобы вознаграждение генерального директора и членов коллегиального исполнительного органа соответствовало их квалификации и учитывало их реальный вклад в результаты деятельности общества. При этом размер вознаграждения должен быть таким, чтобы у высокопрофессионального генерального директора (управляющей организации) или члена правления не возникло желания сменить место работы в силу недостаточного, по его мнению, размера вознаграждения. Выработка политики общества в области вознаграждения в том числе членов исполнительных органов общества в соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения возлагается на комитет по назначениям и вознаграждениям совета директоров.

Указанные положения российского Кодекса полностью соответствуют рекомендациям европейских кодексов корпоративного

управления. Рассмотрим положения некоторых из них. Так, согласно Принципам ОЭСР/Millstein Report вопрос о вознаграждении членов исполнительных органов общества входит в компетенцию совета директоров. При этом независимые члены совета директоров должны играть важную роль при вынесении решений по вопросам, при решении которых может возникнуть конфликт интересов, в частности, по вопросу вознаграждения членов исполнительных органов общества. Подобные положения содержатся и в ICGN Statement/Global Voting Principles.

Размер вознаграждения генерального директора (управляющей организации, управляющего) и членов правления должен зависеть от конечных результатов деятельности общества, изменения цены акций общества на рынке и роли в этом указанных лиц. В этой связи в обществе рекомендуется предусмотреть возможность увеличения (уменьшения) вознаграждения, а также выплаты части вознаграждения в форме премии. Комитет совета директоров по кадрам и вознаграждениям должен обеспечить соответствие таких долгосрочных программ как интересам генерального директора (управляющей организации, управляющего) и членов правления, так и интересам акционеров, а также предусмотреть реалистичность и перспективность показателей деятельности, за которые назначается поощрение. Рекомендуется, чтобы поощрительные выплаты осуществлялись раз в полгода и всегда зависели от роста курсовой стоимости акций общества на фондовом рынке и (или) доходов общества и выплаченных дивидендов.

В соответствии с положениями большинства европейских кодексов корпоративного управления вознаграждения членов исполнительных органов общества также должны зависеть от указанных выше факторов. Так, в соответствии с Dual Code of the BXS/CBF (Бельгия) хорошей практикой является установление вознаграждений членам исполнительных органов общества в зависимости от результатов деятельности компании и/или ее конечной стоимости.

В некоторых европейских кодексах корпоративного управления также содержатся положения, устанавливающие рекомендации относительно порядка выплаты компенсации при освобождении соот-

ветствующего члена исполнительного органа от должности. Так, в соответствии с Danish Shareholders Ass'n Guidelines, Denmark<sup>97</sup> размер компенсации, выплачиваемой членам исполнительных органов общества, обычно не должен превышать совокупного размера вознаграждения, выплачиваемого члену исполнительного органа за 2 года. При этом указанная компенсация не должна выплачиваться в случае ненадлежащего осуществления соответствующим членом исполнительного органа его/ее обязанностей либо в случае ухода в отставку менеджера по собственной инициативе. Компенсация при освобождении члена исполнительного органа общества от должности не должна включать какие-либо поощрительные выплаты. Следует отметить, что на практике многие как европейские, так и российские компании используют практику выплаты так называемых «золотых парашютов» топ-менеджерам компании при их освобождении от должности. В связи с тем что в России в последнее время такая практика приобретает все большую распространенность, необходимо урегулировать порядок выплаты «золотых парашютов» хотя бы на уровне рекомендаций Кодекса корпоративного поведения.

В некоторых кодексах корпоративного управления установлены особые правила, касающиеся реализации программ поощрения менеджеров, в частности программ выпуска опционов. Так, в соответствии с IAIM Guidelines (Ireland) в течение 10 лет не более 10% обыкновенных акций компании могут быть использованы при реализации опционных программ, а также иных подобных схем поощрения менеджмента и работников компании. Также некоторыми кодексами корпоративного управления установлены положения, в соответствии с которыми реализация опционных программ должна быть одобрена не только советом директоров, но и общим собранием акционеров (например, VEB Recommendations (Netherlands)).

Российский Кодекс корпоративного поведения рекомендует в целях обеспечения интересов общества в договоре с генеральным директором и членом правления предусмотреть его обязанность не работать в организациях – конкурентах общества в течение опреде-

---

<sup>97</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

ленного периода времени после прекращения его полномочий, а также ответственность за невыполнение этого требования. Следует отметить, что указанная рекомендация, закрепленная в Кодексе, фактически противоречит ст. 37 Конституции Российской Федерации, в соответствии с которой труд свободен, и каждый имеет право свободно распоряжаться своими способностями к труду. В связи с изложенным выше практическая реализация указанной рекомендации Кодекса противоречит Основному Закону Российской Федерации.

### **2.2.3.5. Корпоративный секретарь общества**

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения эффективно обеспечить соблюдение порядка подготовки и проведения общего собрания акционеров, деятельности совета директоров, хранения, раскрытия и предоставления информации об обществе может только постоянно действующее лицо, обладающее необходимой профессиональной квалификацией и не совмещающее эту деятельность с выполнением иных функций в обществе, а именно секретарь общества. Назначение секретаря общества, определение условий заключаемого с ним договора, включая размер вознаграждения, в соответствии с Кодексом корпоративного поведения рекомендуется отнести к компетенции совета директоров. В уставе общества целесообразно определить конкретные требования к кандидатуре секретаря общества, в первую очередь – к его профессиональным качествам.

Следует отметить, что рекомендации, касающиеся назначения одного лица, а именно секретаря общества, для выполнения указанных выше функций, нетипичны для большинства европейских кодексов корпоративного управления. Как правило, положениями европейских кодексов рекомендуется назначать не корпоративного секретаря общества в целом, а секретаря, обеспечивающего порядок подготовки и проведения общего собрания акционеров, а также отдельно секретаря, выполняющего указанные функции в отношении подготовки и проведения заседаний совета директоров общества.

Некоторые кодексы корпоративного управления предусматривают назначение только секретаря совета директоров. Так, в соответствии с Принципами ОЭСР/Millstein Report председателю совета

директоров может быть оказана помощь секретарем совета директоров. При этом функции секретаря совета директоров, установленные европейскими кодексами, примерно тождественны. Так, в соответствии с Рекомендациями Федерации компаний Бельгии (Recommendations of Federation of Companies, Belgium) к компетенции секретаря совета директоров относится обеспечение соответствия порядка проведения заседаний и функционирования совета директоров соответствующим требованиям законодательства. Как следует из *Olivençia Report* (Испания), к компетенции секретаря совета директоров относится надлежащее проведение заседаний совета директоров, при этом особое внимание секретарь должен уделять порядку предоставления информации членам совета директоров, а также их консультационному обеспечению. В соответствии с Политикой корпоративного управления (Руководящими принципами для повышения контроля и прозрачности для владельцев компаний, акции которых котируются на шведском рынке ценных бумаг), принятой Ассоциацией акционеров Швеции (Swedish Shareholder's Association «Corporate Governance Policy – a guidelines for better control and transparency for owners of companies quoted on the Swedish stockmarket»), при совете директоров должен действовать постоянный секретарь, предпочтительно корпоративный юрист.

В других кодексах также упоминается о необходимости назначения секретаря общего собрания акционеров – как, например, в Руководящих принципах для европейских акционеров 2000 (*Euroshareholders Guidelines 2000*).

В некоторых странах специальный секретарь также назначается для оказания помощи председателю правления компании.

При этом лишь один из рассмотренных европейских кодексов корпоративного управления предусматривает назначение секретаря общества, к компетенции которого относится обеспечение соответствия деятельности компании требованиям законодательства. А именно, в соответствии с *ICSA Code (United Kingdom)* в компетенцию секретаря компании входит управление подготовкой и ведение общих собраний акционеров компании, заседаний совета директоров и комитетов совета директоров. Секретарь общества подотчетен

председателю совета директоров. С целью исполнения своих обязанностей секретарь компании должен также участвовать в составлении протоколов соответствующих собраний. Также при определении повестки дня заседаний совета директоров председатель должен консультироваться с секретарем компании.

#### **2.2.3.6. Существенные корпоративные действия**

Особая глава в российском Кодексе корпоративного поведения посвящена существенным корпоративным действиям. При этом если в большинстве кодексов корпоративного управления стран Европы закреплены рекомендации относительно деятельности общего собрания акционеров, совета директоров и исполнительных органов общества, то положения, посвященные существенным корпоративным действиям, содержатся не во всех кодексах корпоративного управления. В основном это касается кодексов, которые по структуре своей состоят из принципов корпоративного управления и аннотации к указанным принципам.

Рассмотрим, что же следует понимать под существенными корпоративными действиями. Согласно российскому Кодексу корпоративного поведения к существенным корпоративным действиям в первую очередь следует отнести такие действия, как реорганизация общества, приобретение 30% и более размещенных акций общества (поглощение), которые в значительной степени влияют на структурное и финансовое состояние общества и соответственно на положение акционеров. К существенным корпоративным действиям также относится совершение крупных сделок и сделок, в совершении которых имеется заинтересованность, уменьшение или увеличение уставного капитала, внесение изменений в устав общества и ряд других вопросов, решение которых принципиально для общества. При этом в соответствующей главе российского Кодекса корпоративного поведения особое внимание уделено следующим существенным корпоративным действиям: совершение крупных сделок и иных сделок общества, совершаемых в порядке, установленном для крупных сделок; приобретение 30% и более размещенных обыкновенных акций общества (поглощение); реорганизация и ликвидация общества.

В соответствии с Принципами ОЭСР/Millstein Report акционеры вправе участвовать и получать информацию о нестандартных действиях компании, в результате которых компания может быть продана. При этом в указанных Принципах сформулированы основные рекомендации, касающиеся совершения нестандартных действий и сделок. Так, должны быть установлены правила и процедуры, определяющие порядок приобретения корпоративного контроля на рынке, совершения нестандартных сделок, таких как слияние и продажа существенной части активов компании, а также порядок раскрытия соответствующей информации инвесторам. Такие сделки должны совершаться только на справедливых условиях и по обоснованной цене, а также при условии соблюдения прав акционеров. Аналогичные рекомендации содержатся и в других рекомендательных обще-европейских и международных актах в области корпоративного управления – например, в ICGN Statement/Global Voting Principles, Euroshareholders Guidelines и др.

Ниже будут рассмотрены рекомендации российского Кодекса корпоративного поведения, а также европейских кодексов корпоративного управления относительно отдельных существенных корпоративных действий.

#### А. Поглощение.

Во многих европейских кодексах корпоративного управления, в том числе в российском Кодексе корпоративного поведения, существенное внимание уделяется мерам, направленным на защиту прав акционеров при поглощении компании. Так, в соответствии с российским Кодексом совету директоров общества рекомендуется довести до сведения акционеров свое мнение по поводу планируемого поглощения в порядке, установленном для сообщения о проведении общего собрания акционеров. При этом совету директоров рекомендуется привлечь независимого оценщика для оценки текущей рыночной стоимости акций общества и возможных изменений их рыночной стоимости в результате поглощения.

Следует отметить, что во многих европейских кодексах корпоративного управления в процессе защиты интересов акционеров при проведении поглощения существенная роль отводится также совету

директоров и правлению. Так, в соответствии с Berlin Initiative Code (Germany) правление и совет директоров обязаны известить акционеров о рисках, а также о положительных моментах предстоящего поглощения.

Как следует из Cromme Commission Code (Germany)<sup>98</sup>, правление и совет директоров должны изложить свою позицию относительно предстоящего поглощения с тем, чтобы акционеры со знанием ситуации принимали соответствующее решение по поводу поглощения. При этом после объявления акционерам о поглощении правление не вправе осуществлять какие-либо действия, связанные с проведением поглощения и не относящиеся к обычным действиям по управлению компанией, без утверждения соответствующих действий общим собранием акционеров или советом директоров. При принятии каких-либо решений по данному вопросу правление и совет директоров должны руководствоваться интересами компании и акционеров. При необходимости правление может созвать общее собрание акционеров и предложить рассмотреть вопросы, связанные с поглощением.

А в соответствии с Принципами ОЭСР механизмы, препятствующие поглощению компании, не должны использоваться для того, чтобы оградить администрацию от подотчетности. Кроме того, как следует из аннотации к Принципам ОЭСР, в некоторых странах компании применяют механизмы, призванные защитить их от поглощения. Однако как инвесторы, так и фондовые биржи выражают беспокойство в связи с тем, что широкое использование таких механизмов может стать серьезным препятствием для функционирования рынка корпоративного контроля. В некоторых случаях средства защиты от поглощения могут просто служить тому, чтобы оградить администрацию от контроля акционеров.

Обратимся к рекомендациям, касающимся осуществления поглощения, установленным кодексами корпоративного управления отдельных европейских стран. Так, в соответствии с проектом Кодекса корпоративного управления для польских компаний, имею-

---

<sup>98</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

щих листинг (проект в последней редакции от июня 2002 г.) (Corporate Governance Code for Polish Listed Companies) компании не должны применять какие-либо меры, направленные на защиту от поглощения, противоречащие интересам акционеров, поскольку изменения в структуре акционерного капитала могут не нарушать права акционеров. При этом указанным проектом Кодекса компаниям не рекомендуется использовать приобретение собственных акций в качестве меры защиты против поглощения. Компаниям рекомендуется приобретать существенные пакеты собственных акций только посредством публичных торгов, проводимых с участием всех акционеров. Общее количество акций, эмитированных для целей использования в опционных программах, направленных на поощрение менеджмента и работников компании, не должно превышать 10% общего количества акций компании за любой пятилетний период. Цена таких акций не может существенно отличаться от рыночной. Что касается последней рекомендации относительно соблюдения прав акционеров при проведении поглощения, то, как было указано выше, ограничения на использование акций компании в опционных программах установлены также и в некоторых других европейских кодексах корпоративного управления и являются достаточно эффективной мерой защиты от поглощения. В связи с этим целесообразно закрепить аналогичные ограничения на использование акций компании в опционных программах и в российском Кодексе корпоративного поведения.

Как следует из Принципов и рекомендаций Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (EASD Principles & Recommendations), компания не должна принимать какие-либо внутренние положения, касающиеся методов защиты от поглощения, противоречащих интересам компании в целом. Также факт наличия в компании утвержденных методов защиты от поглощения должен раскрываться акционерам.

Интерес в данном случае представляют и рекомендации, установленные SCGOP Handbook and Guidelines (Netherlands). В соответствии с ними компании не должны использовать более одной меры, направленной на защиту от поглощения. Совету директоров не

рекомендуется выпускать привилегированные акции без соответствующего согласования с общим собранием акционеров. Также совет директоров должен предпринять все возможные усилия, направленные на предотвращение последствий, которые могут возникнуть в связи с выпуском привилегированных акций (to prevent an unbalanced relationship arising between the capital providers and voting right influence as a result of issuance of preference shares). Для того чтобы предотвратить использование выпуска обыкновенных акций в качестве меры, направленной на защиту от поглощения, компании должны ограничить период, в течение которого возможен выпуск обыкновенных акций, до 18 месяцев. Кроме того, количество непривилегированных акций, выпуск которых допустим, должно быть ограничено 10% общего количества акций, выпущенных в обращение компанией. Компания также не может выпускать опционы на обыкновенные или привилегированные акции с целью защиты от поглощения в течение периода времени, более длительного, чем период, в течение которого выпуск таких акций разрешен.

В соответствии с законодательством Российской Федерации лицо, намеренное самостоятельно или совместно со своими аффилированными лицами приобрести 30% и более размещенных обыкновенных акций общества с числом акционеров – владельцев обыкновенных акций более 1000, а также каждые 5% свыше 30% размещенных обыкновенных акций такого общества, обязано направить в общество письменное уведомление о таком намерении.

Аналогичные рекомендации содержатся в законодательстве некоторых стран Европы и в соответствующих кодексах корпоративного управления. Так, согласно Danish Shareholders Ass'n Guidelines, Denmark, предложение акционерам компании, имеющей листинг на бирже, должно быть сделано акционером, аккумулировавшим более 33% голосующих акций в компании.

При этом, как указывается в российском Кодексе корпоративного поведения, в соответствии с законодательством приобретатель может быть освобожден от обязанности предложить акционерам продать принадлежащие им обыкновенные акции общества (эмиссионные ценные бумаги, конвертируемые в обыкновенные акции) реше-

нием общего собрания акционеров или уставом общества. Вместе с тем освобождение инвестора от этой обязанности может существенно задеть интересы мелких акционеров. Поэтому в большинстве случаев освобождение приобретателя от обязанности предложить акционерам продать принадлежащие им акции является нежелательным. Аналогичные рекомендации содержатся также в некоторых европейских кодексах корпоративного управления (например, в датском кодексе).

#### Б. Реорганизация общества.

Многими специалистами отмечается, что вопрос о порядке осуществления реорганизации недостаточно урегулирован российским законодательством. Особенно это касается процедурных вопросов реорганизации. В российском Кодексе корпоративного поведения предпринята попытка разрешить указанные вопросы. Так, в Кодексе закреплен перечень документов и материалов, связанных с предполагаемой реорганизацией, которые совету директоров рекомендуется предоставить общему собранию акционеров. Кроме того, рекомендуется привлекать независимого оценщика для определения соотношения конвертации акций при реорганизации, что также следует оценивать положительно.

Также Кодексом корпоративного поведения рекомендуется в случае проведения слияния (присоединения) провести совместное заседание советов директоров обществ, участвующих в такой реорганизации, с целью решения процедурных вопросов о проведении совместного общего собрания акционеров. Положениями Кодекса рекомендовано в договоре о слиянии (присоединении) определить лиц, которые будут осуществлять функции органов совместного общего собрания.

Указанные рекомендации Кодекса корпоративного поведения, несомненно, следует оценивать позитивно. Тем не менее Кодексом затронуты не все вопросы, возникающие при реорганизации. В основном его рекомендации относятся к процедуре проведения слияния и присоединения, при этом рекомендации относительно процедуры проведения разделения и выделения отсутствуют.

Следует также отметить, что осуществление эффективного регулирования процедур проведения реорганизации невозможно без принятия специального закона, регулирующего вопрос о реорганизации. Необходимость его принятия уже давно не вызывает сомнений. Это связано прежде всего с тем, что, как было указано выше, действующим законодательством недостаточно урегулированы вопросы реорганизации. При этом рекомендации Кодекса корпоративного поведения, особенно относительно урегулирования процедуры проведения совместного общего собрания акционеров при слиянии (присоединении), целесообразно закрепить в законодательном порядке.

### **2.2.3.7. Раскрытие информации об обществе**

Раскрытие информации об обществе является важной составляющей системы корпоративного управления в целом, поскольку именно от того, в каком объеме и каким образом раскрывается информация об обществе, зависит степень прозрачности компаний и их «дружественность» по отношению к акционерам. Как следует из Принципов корпоративного управления ОЭСР, структура корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, касающимся корпорации, включая финансовое положение, результаты деятельности, собственность и управление компанией.

Требования, касающиеся раскрытия информации, утвержденные в различных странах Европы, различаются, что создает некоторые препятствия для инвесторов. Однако порядок раскрытия информации в европейских странах в последнее время стал более тождественен в связи с активными действиями, предпринимаемыми в области регулирования рынка ценных бумаг и более широким использованием Международных стандартов бухгалтерского учета. В будущем консолидация и координация между соответствующими органами позволят еще более сблизить системы раскрытия информации различных стран.

Раскрытие информации достаточно детально регулируется законодательством о ценных бумагах как в странах Европы, так и в России. Что же касается кодексов корпоративного управления, то их

рекомендации позволят улучшить раскрытие информации путем установления повышенных стандартов добровольного раскрытия информации компаниями<sup>99</sup>.

Рассмотрим отдельные положения российского Кодекса корпоративного поведения, а также европейских кодексов корпоративного управления, касающиеся данного вопроса.

#### А. Информационная политика общества.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется утверждать внутренний документ общества, содержащий правила и подходы к раскрытию информации – Положение об информационной политике общества, что, несомненно, позитивно. Тем не менее Кодексом рекомендуется всем акционерным обществам утверждать указанный документ, что не является целесообразным, поскольку в обществах с небольшим числом акционеров указанное Положение не будет эффективно применяться. Также в Кодексе есть некоторые рекомендации относительно содержания указанного Положения. В частности, в Положении об информационной политике рекомендуется указать сведения о предполагаемых выступлениях и интервью в средствах массовой информации должностных лиц общества. По нашему мнению, включение таких сведений в Положение об информационной политике является нецелесообразным, поскольку в Положении должны устанавливаться общие принципы раскрытия информации и информационной политики общества. При этом информация об интервью должностных лиц общества на несколько лет вперед не может быть получена при утверждении Положения по информационной политике по определению.

Кроме того, Кодексом корпоративного поведения рекомендовано предусмотреть в Положении об информационной политике общества обязанность исполнительных органов общества проводить регулярные встречи с инвесторами и акционерами общества, организовывать пресс-конференции, публиковать информацию об обществе в средствах массовой информации, брошюрах и буклетах, а также

---

<sup>99</sup> См. Comparative Study of Corporate Governance to the European Union and its Member States on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General, 2002.

раскрывать информацию об обществе на сайте общества в Интернете, если общество имеет такую возможность. Указанные рекомендации Кодекса, на наш взгляд, целесообразно применять на практике. Тем не менее названные рекомендации также могут быть реализованы не всеми обществами. Так, деятельность не каждого акционерного общества вызывает интерес общественности, в связи с чем не каждое общество может проводить пресс-конференции. Кроме того, проведение встреч с акционерами целесообразно только в обществах с большим числом акционеров.

Из изложенного следует, что указанные рекомендации Кодекса нецелесообразно закреплять в законодательном порядке, каждое общество должно само решать вопрос о целесообразности принятия Положения об информационной политике с соблюдением данных рекомендаций Кодекса корпоративного поведения.

Следует отметить, что кодексы корпоративного управления отдельных стран Европы, как правило, не содержат рекомендации по утверждению компаниями специального документа, регулирующего информационную политику общества. Причем если в отдельных кодексах и содержатся ссылки на информационную политику общества, то под ней понимается, как правило, не отдельный принятый компанией документ, а совокупность процедур и порядок раскрытия информации компанией. Следует также отметить, что многие кодексы содержат положения, в соответствии с которыми компания должна в своих внутренних документах предусмотреть порядок и перечень информации, подлежащей раскрытию, а также разработать процедуры обеспечения своевременного и полного раскрытия информации о своей деятельности.

Так, например, в соответствии с Правилами наилучшего управления в публичных компаниях (Best practices in public companies), утвержденными на Форуме корпоративного управления (Corporate Governance Forum) в 2002 г. в Польше, компания должна разработать соответствующие процедуры и порядок регулирования, а также информационную политику, обеспечивающую раскрытие информации о компании. В датском Кодексе компаниям также рекомендуется разработать процедуры, обеспечивающие незамедлительную пуб-

ликацию необходимой информации. Как следует из Кодекса наилучшей практики корпоративного управления Швейцарии (Swiss Code of best practice for corporate governance), компания должна раскрывать информацию о своей информационной политике, а именно порядок, частоту, а также формы раскрытия информации акционерам, источники, из которых можно получить такую информацию (как, например, сайт компании, информационные центры и др.).

Б. Порядок, формы раскрытия информации и требования к раскрытию информации.

Как было отмечено выше, детальные положения, касающиеся раскрытия информации, в том числе устанавливающие перечень информации, подлежащей раскрытию компаниями, а также формы и порядок ее раскрытия в обязательном порядке определяются действующим законодательством европейских стран, а также России. При этом в кодексах корпоративного управления содержатся, как правило, как общие принципы раскрытия информации, так и дополнительные рекомендации относительно раскрытия информации компаниями.

В. Перечень информации, подлежащей раскрытию.

В соответствии с Принципами ОЭСР существенная информация, подлежащая раскрытию, включает, не исчерпываясь этим, следующее:

- результаты финансовой и операционной деятельности компании;
- задачи компании;
- Собственность на крупные пакеты акций и распределение прав голоса;
- список членов правления и главных должностных лиц, а также получаемое ими вознаграждение;
- прогнозируемые существенные факторы риска;
- существенные вопросы, связанные с наемными работниками и другими заинтересованными лицами;
- структура и политика управления.

При этом информация должна готовиться, проверяться и раскрываться в соответствии с высокими стандартами качества бухгалтерского учета, раскрытия финансовой и нефинансовой информации и

аудита. А каналы распространения информации должны обеспечивать равноправный, своевременный и не связанный со чрезмерными расходами доступ пользователей к необходимой информации.

В большинстве общеевропейских и международных кодексов корпоративного управления установлен аналогичный перечень существенной информации, подлежащей раскрытию (например, в ICGN Statement/Global Voting Principles, Euroshareholders Guidelines, EASD Principles and Recommendations). При этом кодексы корпоративного управления отдельных европейских стран, как правило, устанавливают не аналогичный перечень существенной информации, подлежащей раскрытию, а лишь рекомендации о дополнительной информации, подлежащей раскрытию компаниями.

Г. Информация об акционерах компании.

Как российским Кодексом корпоративного поведения, так и многими кодексами европейских стран рекомендуется раскрывать дополнительную информацию об акционерах компании.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендовано компаниям раскрывать информацию об акционерах – владельцах 5% и более акций общества. Причем, раскрывая информацию о владении акциями, акционерным обществам также рекомендуется раскрывать имеющуюся у общества информацию о косвенном владении. Указанную рекомендацию Кодекса корпоративного поведения следует оценивать положительно. Тем не менее, хотя Кодексом и рекомендовано обществу раскрывать информацию о владельцах 5% и более акций, в его положениях отсутствуют рекомендации о раскрытии указанной выше информации самими акционерами – владельцами соответствующего количества акций общества, в связи с чем на практике указанная рекомендация Кодекса фактически не является применимой.

В некоторых европейских кодексах содержится аналогичная рекомендация. Так, в соответствии с Euroshareholders Guidelines компании должны незамедлительно раскрывать информацию об акционерах, которые стали владельцами более 5% акций компании, а также об акционерах, порог владения акциями компании которых снизился до менее 5%.

Также в соответствии с Danish Shareholders Ass'n Guidelines (Denmark) все компании, акции которых котируются на бирже, должны раз в квартал публиковать отчет, содержащий информацию о случаях продажи инсайдерами, а именно членами исполнительных органов общества, совета директоров и основными акционерами акций, которыми они владеют.

При этом, как следует из German Panel Rules (Germany), как только компания будет обладать информацией о том, что какая-либо сторона достигла порога владения либо перестала владеть 5, 10, 25, 50 или 75% голосующих акций компании, указанная информация должна быть незамедлительно опубликована.

В соответствии с PIRC Shareholder Voting Guidelines (United Kingdom) компания должна раскрывать информацию о структуре акционерного капитала, включая информацию о праве на голосование и о других правах, принадлежащих акционерам – владельцам соответствующих категорий акций.

Наиболее детальный перечень информации о структуре акционерного капитала, подлежащей раскрытию, представлен в Кодексе корпоративного управления Чехии, основанном на Принципах корпоративного управления ОЭСР (Revised Corporate Governance Code based on the OECD principles). В частности, в соответствии с указанным документом должна раскрываться информация о пирамидальных структурах (Pyramid structures) и перекрестном владении акциями в структуре акционерного капитала компании, которые могут снизить возможности неконтролирующих акционеров влиять на корпоративную политику компании. Также должна раскрываться информация о соглашениях между акционерами и группами акционеров, которые направлены на формирование большинства при голосовании на собраниях акционерах, а также об акционерах, владеющих значительными пакетами акций компании, и др.

Д. Информация о дивидендной политике компании.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется раскрывать в Положении о дивидендной политике порядок определения части прибыли, направляемой на выплату дивидендов, условия выплаты дивидендов, их минимальный размер по акциям разных

категорий (типов), критерии, которыми руководствуется совет директоров при принятии решений о выплате дивидендов, определении размера дивидендов, порядок выплаты дивидендов (в том числе сроки, место и форма их выплаты). В европейских кодексах корпоративного управления также содержатся аналогичные рекомендации. Так, в соответствии с Securities Market Common's Recommendations (Portugal) компания должна публично раскрывать информацию о дивидендной политике, обычно проводимой компанией.

Практически наличие в компании положения о дивидендной политике, устанавливающего механизм определения размера дивидендов и их выплаты, является важным фактором для повышения инвестиционной привлекательности компаний. На большую степень значимости наличия положения о дивидендной политике в компании указало 73% респондентов исследования «Готовность российских компаний к внедрению рекомендаций Кодекса корпоративного поведения», проведенного Российским институтом директоров и Ассоциацией менеджеров при поддержке ФКЦБ (см. *(Костиков, 2003)*).

Тем не менее в российских компаниях, как правило, отсутствуют Положения о дивидендной политике, в связи с чем в настоящее время более целесообразно рекомендовать компаниям закреплять указанную информацию в уставе общества.

Е. Информация о потенциальных инвесторах, а также о размещении обществом ценных бумаг.

Кодексом корпоративного поведения рекомендуется раскрывать информацию о размещаемых ценных бумагах, а именно информацию о мотивах размещения акций, о лицах, которые собираются приобрести размещаемые акции, в том числе крупные пакеты акций, а также информацию о том, будут ли высшие должностные лица общества участвовать в приобретении размещенных акций общества. Указанная информация является несомненно важной для акционеров. Тем не менее в случае размещения акций посредством открытой подписки общество может и не обладать информацией о лицах, которые намереваются приобрести размещаемые акции. Кроме того, достаточно часто покупатели крупного пакета акций общества, же-

лая сохранять конфиденциальность информации о своем владении акциями, приобретают их через учрежденные ими трасты, в связи с чем достаточно затруднительно «вычислить» указанных лиц. Таким образом, указанная рекомендация российского Кодекса корпоративного поведения на практике в большинстве случаев является невыполнимой. Следует также отметить, что в рассмотренных европейских кодексах отсутствуют рекомендации относительно раскрытия аналогичной информации.

Ж. Информация о членах совета директоров и исполнительных органов общества.

В европейских кодексах корпоративного управления существенное внимание уделяется раскрытию информации о членах совета директоров и исполнительных органов общества.

Так, в соответствии с Рекомендациями федерации компаний (Бельгия) (Recommendations of Federation of Companies, Belgium) во время выборов членов совета директоров должна быть раскрыта информация о сроке, на который избираются директора, об их обязанностях, размере и способах вознаграждения.

В соответствии с Dual Code of the BXS/CBF (Бельгия) компания должна раскрывать информацию о директорах, де-факто представляющих контролирующих акционеров, о директорах, ответственных за текущее управление компанией, а также о директорах, которые считаются независимыми от контролирующего акционера и менеджмента компании. Также должна раскрываться информация о выполнении директорами функций, которые не относятся к их основному занятию, и информация о работе, выполняемой такими директорами вне компании; информация о правилах избрания директоров и пролонгации их полномочий и др.

Следует отметить, что раскрытие указанной выше информации способствует повышению прозрачности компании, а также позволяет акционерам понять расстановку сил в совете директоров компании и оценить эффективность его работы. По нашему мнению, аналогичные рекомендации целесообразно закрепить в российском Кодексе корпоративного поведения, поскольку, как правило, акционеры и сторонние инвесторы не обладают информацией о расстановке сил в совете ди-

ректоров российских компаний, что, несомненно, сказывается на повышении информационной прозрачности компании.

Что же касается российского Кодекса корпоративного поведения, то в соответствии с его положениями также рекомендуется раскрывать информацию о членах совета директоров, генеральном директоре (управляющей организации, управляющем) и о членах правления, а также об иных должностных лицах общества (в том числе краткие биографические сведения, информация о размерах вознаграждения и критериях определения данного вознаграждения, данные о владении акциями общества), а также информацию о сделках между указанными выше лицами и обществом и об изменении состава совета директоров. Кроме того, рекомендуется в годовом отчете в отношении каждого члена совета директоров указывать его возраст, профессию, основное место работы, гражданство, а также иные должности, которые он занимает, информацию о том, когда он впервые был назначен на должность члена совета директоров, и нынешний срок его назначения. Также рекомендуется раскрывать информацию о предъявлении исков к членам совета директоров, членам правления и генеральному директору общества.

Следует отметить, что в соответствии с Положением «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» в годовом отчете должны содержаться сведения о членах совета директоров общества, а также о единоличном исполнительном органе общества (управляющей организации, управляющем) и о членах правления (в том числе их краткие биографические данные и владение акциями общества в течение отчетного года). То, что в Положении не содержится исчерпывающий перечень сведений о членах совета директоров, на практике приводит к тому, что в годовых отчетах раскрываются исключительно биографические данные членов совета директоров общества и членов исполнительных органов общества и сведения об их владении акциями общества. В связи с изложенным выше целесообразно с учетом рекомендаций Кодекса корпоративного поведения закрепить в Положении «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» исчерпы-

вающий перечень сведений о членах совета директоров и исполнительных органов общества, подлежащих раскрытию в годовом отчете общества.

Также российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется, помимо информации о членах совета директоров, генеральном директоре (управляющей организации, управляющем) и членах правления, раскрывать аналогичную информацию об иных должностных лицах общества, в том числе о секретаре общества, заместителях генерального директора и главном бухгалтере общества. Следует отметить, что, как правило, на практике информация о заместителях генерального директора раскрывается российскими компаниями, поскольку они достаточно часто являются членами правления. Что же касается раскрытия информации о главном бухгалтере компании, то, по нашему мнению, целесообразно закрепить требование о раскрытии соответствующей информации в законодательном порядке, поскольку главный бухгалтер является материально ответственным лицом и несет ответственность за достоверность финансовой отчетности компании и др.

### 3. Финансовая информация о деятельности общества.

Как справедливо отмечено в российском Кодексе корпоративного поведения, как для акционера, так и для потенциального инвестора наиболее важной является финансовая информация о деятельности общества. Поэтому Кодексом корпоративного поведения рекомендовано предоставлять более подробную по сравнению с предусмотренной законодательством информацию о финансовом состоянии общества. К примеру, рекомендуется раскрывать не только размер чистой прибыли общества в целом, но и размер чистой прибыли по основному виду деятельности, размер чистой прибыли в расчете на акцию и размер чистой прибыли по основному виду деятельности в расчете на акцию. Также рекомендуется раскрывать такие показатели, как отношение заемного капитала к собственному; оценка изменений в составе и структуре активов за последние три года; оценка текущей и перспективной ликвидности активов; процентное соотношение доходов, полученных от экспортных сделок, и общей суммы доходов от всех сделок общества за год.

Раскрытие указанной выше информации позволит акционерам более полно ознакомиться с финансовой деятельностью общества. В связи с этим, по нашему мнению, необходимо рассмотреть вопрос о закреплении данных рекомендаций Кодекса корпоративного поведения в законодательном порядке.

Следует также отметить, что многие российские компании в последнее время уже перешли или собираются переходить на составление финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (IAS) или в соответствии с US GAAP, а также раскрывать указанную отчетность, что является несомненно положительным аспектом и способствует повышению прозрачности российских компаний.

В европейских кодексах корпоративного управления также существенное внимание уделяется раскрытию финансовой информации о деятельности общества и порядку публикации такой информации.

Так, Vienot II Report предусмотрено, что компании, имеющие листинг, должны придерживаться следующего порядка опубликования финансовой отчетности. А именно, в случае если компания публикует предварительный годовой финансовый отчет (*estimated or provisional annual accounts*), он должен быть опубликован не позднее 1 месяца после завершения финансового года, а окончательный отчет – в течение 3 месяцев после окончания соответствующего финансового года. Если компания не публикует предварительный финансовый отчет, окончательный отчет должен быть опубликован в течение 2 месяцев после окончания финансового года; окончательные консолидированные отчеты компании (*final consolidated half-yearly accounts*) должны быть опубликованы не позднее двух с половиной месяцев после окончания первой половины финансового года в случае, если предварительные отчеты не были опубликованы ранее.

А в соответствии с German panel Rules регулярные финансовые отчеты (годовой и ежеквартальные) должны публиковаться вовремя. Ежеквартальные отчеты должны публиковаться не позднее 2 месяцев после окончания квартала и должны содержать отчет по сегмен-

там, а также размер прибыли, приходящейся на 1 акцию (results per share).

В Crome Commission Code (Germany)<sup>100</sup> закреплены аналогичные рекомендации, в соответствии с которыми консолидированная финансовая отчетность должна быть опубликована в течение 90 дней после окончания финансового года, а промежуточная отчетность должна публиковаться в течение 45 дней после окончания периода отчетности (reporting period).

И. Порядок раскрытия информации.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендовано раскрывать обществу очень большой объем информации. Для того чтобы оперативно раскрывать указанную информацию (особенно это касается крупных акционерных обществ), в обществе должен функционировать специальный орган, в функции которого будет входить исключительно раскрытие указанной информации. Думается, что соблюдение абсолютно всех рекомендаций Кодекса корпоративного поведения по раскрытию информации целесообразно для обществ, обладающих значительными финансовыми ресурсами, позволяющими содержать целый штат работников, в функции которых будет входить исключительно «отслеживание» различных фактов, влияющих на деятельность обществ и раскрытие их акционерам.

Как уже было отмечено выше, в соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения органом, ответственным за надлежащее раскрытие информации, должен быть секретарь общества. Это нехарактерно для большинства европейских кодексов корпоративного управления, в соответствии с которыми ответственность за надлежащее и своевременное раскрытие необходимой информации несут органы управления общества. Так, согласно Vienot Report (Франция) обязанность по обеспечению рынка ценных бумаг текущей информацией об обществе на регулярной основе несет председатель совета директоров. При этом обязанность по предоставлению ежегодной и полугодовой финансовой информации и информации об основных финансовых сделках несет совет директоров. В соот-

---

<sup>100</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

ветствии с German Panel Rules правление незамедлительно публикует информацию о новых фактах, возникающих в сфере деятельности компании, которые не раскрывались публично и могут повлиять на финансовое положение компании, ее основную стратегию ведения бизнеса, а также на цену акций компании, которые включены в листинг.

По нашему мнению, такое разделение полномочий по раскрытию информации между советом директоров и правлением более целесообразно, чем назначение специального органа, единолично отвечающего за раскрытие всей информации в компании. В связи с изложенным выше в будущем следует пересмотреть положения российского Кодекса корпоративного поведения относительно полномочий корпоративного секретаря по раскрытию информации.

#### К. Формы раскрытия информации.

Исчерпывающий перечень форм раскрытия информации приводится, как правило, в законодательстве, а в кодексах корпоративного управления содержатся дополнительные рекомендации о формах раскрытия информации.

Так, в российском Кодексе корпоративного поведения основное внимание уделяется рекомендациям по раскрытию дополнительной информации в форме проспекта эмиссии, ежеквартального и годового отчетов. Кодексом корпоративного поведения в годовой отчет рекомендуется включать информацию о положении общества в отрасли, достигнутые за год результаты, перспективы развития общества, основные факторы риска, обзор наиболее существенных сделок, совершенных обществом за год. При этом в Положении «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» уже содержатся аналогичные требования к годовому отчету общества, в связи с чем названные рекомендации Кодекса в отношении содержания годового отчета общества являются излишними.

Кроме того, российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется, чтобы годовой отчет был подписан генеральным директором общества, руководителями финансовой и бухгалтерской служб, членами совета директоров. Следует отметить, что соответ-

ствии с Положением «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» годовой отчет общества подписывается лицом, занимающим должность (осуществляющим функции) единоличного исполнительного органа общества, а также главным бухгалтером общества, причем годовой отчет должен предварительно утверждаться советом директоров общества. Из изложенного выше следует, что указанные рекомендации Кодекса относительно лиц, уполномоченных подписывать годовой отчет, являются излишними, поскольку аналогичные требования уже закреплены в законодательном порядке.

Рекомендации европейских кодексов по данному вопросу различны. Например, в Руководящих положениях Министерства торговли и промышленности Финляндии (Ministry of Trade and Industry Guidelines, Finland)<sup>101</sup> рекомендуется в годовом отчете раскрывать информацию об экономической эффективности деятельности компании, о возрастании добавленной стоимости компании, об основных рисках и системе управления рисками компании.

Очень подробные рекомендации относительно содержания годового отчета представлены в Объединенном кодексе корпоративного управления Объединенного Королевства (Combined code on corporate governance)<sup>102</sup>:

- информация о деятельности совета директоров компании, включая решения, которые должны быть приняты советом директоров, и вопросы, которые должны быть делегированы правлению компании;
- имена председателя, заместителя председателя совета директоров, исполнительного директора компании, главного независимого директора (senior independent director), генерального директора компании, а также членов комитета по назначениям, аудиту и вознаграждениям;
- количество заседаний совета директоров, а также комитетов совета директоров и их посещаемость каждым из директоров;

---

<sup>101</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

<sup>102</sup> Ibid.

- имена неисполнительных членов совета директоров, которые являются независимыми, с основаниями, по которым совет директоров считает их независимыми в случаях, когда это необходимо;
- оценка работы совета директоров и его комитетов и др.

Кроме того, годовой отчет должен содержать специальный раздел, описывающий работу совета директоров и комитетов совета директоров.

Также в указанном Кодексе содержатся рекомендации относительно информации, которая должна быть доступна по запросу или на сайте компании. В частности, должна быть доступна информация относительно компетенции комитета по номинациям, назначениям и аудиту совета директоров, порядка и условий назначения неисполнительных членов совета директоров, а в случае назначения консультантов по вознаграждениям – информация о связи указанных консультантов с компанией.

В Рекомендациях Федерации компаний Бельгии (Recommendations of Federation of Companies, Belgium)<sup>103</sup> особое внимание уделяется годовому отчету и годовой бухгалтерской отчетности, в которых должны быть изложены результаты компании за год, а также планы по развитию компании. При этом указанные факты должны быть изложены настолько понятно, насколько это возможно, и представлены в цифровой форме. Названная рекомендация является полезной с точки зрения понимания акционерами, не имеющими специального финансового образования, фактов, представленных в годовом отчете.

А в Рекомендациях Hellbuyck Commission (Hellbuyck Commission Recommendations, France)<sup>104</sup> компаниям предлагается опубликовать 2 ежегодных отчета: один – в полной форме, а другой – в сокращенной, предназначенной для акционеров компании, не обладающих специальными знаниями. При этом сокращенный отчет ре-

---

<sup>103</sup> См. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, 2002.

<sup>104</sup> Ibid.

комендуется рассылать всем акционерам, тогда как полный отчет – отправлять только по специальным запросам.

Многими европейскими кодексами корпоративного управления рекомендуется не только раскрывать информацию в форме ежегодного и ежеквартального отчетов, но также публиковать информацию о наиболее существенных событиях, затрагивающих деятельность компании. Например, в датском Кодексе рекомендуется совету директоров при подготовке годового отчета определять целесообразность публикации иной, не предусмотренной законодательством, информации о компании. Так, совет директоров может принять решение о раскрытии информации касательно влияния деятельности компании на окружающую среду, развитие и поддержку внутренних информационных ресурсов, этическую и социальную деятельность компании, а также политику в области здравоохранения и безопасности.

А в соответствии с IAIM Guidelines (Ireland) совет директоров должен ежегодно готовить и раскрывать отчет об эффективности системы внутреннего контроля. Указанный отчет должен содержать информацию об эффективности систем финансового и оперативного контроля, а также управления рисками. В Danish Shareholders Ass'n Guidelines (Denmark) особое внимание уделяется новостям о компании, так как в соответствии с указанными Руководящими принципами новости достаточно существенно влияют на цену акций компании, в связи с чем они должны незамедлительно раскрываться и опубликовываться.

Л. Язык, на котором раскрывается соответствующая информация.

Следует также отметить, что во многих европейских и международных кодексах корпоративного управления особое внимание уделяется языку, на котором должна раскрываться информация о деятельности компаний. Так, в соответствии с ICGN/Global Voting Principles компания, акции которой находятся в собственности акционеров в разных странах, должна обеспечить предоставление необходимых уведомлений и информации о повестках дня заседаний соответствующих органов всем акционерам хотя бы на одном международном языке. Кроме того, такие компании должны обеспечить пол-

ный перевод соответствующей информации с тем, чтобы ее значение и цели были абсолютно ясны.

В Рекомендациях Hellbuysk Commission (France) также специально оговаривается, что годовой отчет должен быть опубликован на французском и английском языках, а в датском Кодексе рекомендуется публиковать всю информацию о деятельности общества на датском и английском языках. В российском Кодексе корпоративного поведения отсутствуют рекомендации относительно языка, на котором следует осуществлять публикацию раскрываемой информации. При этом, поскольку многие российские компании получили листинг на зарубежных биржах и часть информации о своей деятельности раскрывают на двух языках: русском и английском, целесообразно рекомендовать в российском Кодексе корпоративного поведения российским компаниям, акции которых принадлежат иностранным акционерам или частично торгуются на иностранных биржах, публиковать основную информацию об их деятельности на русском и английском языках.

#### М. Предоставление информации акционерам.

Каждая компания должна предоставлять акционерам, включая потенциальных акционеров и иных заинтересованных лиц, информацию о компании. При этом от их отношения к компании зависит количество и качество информации, публикуемой и предоставляемой компанией. Открытость и прозрачность являются необходимыми условиями, гарантирующими, что акционеры компании и иные заинтересованные лица могут иметь продолжительные отношения с компанией.

В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения, как уже было отмечено выше, доступ акционеров к информации об обществе рекомендуется обеспечивать корпоративному секретарю. В соответствии с европейскими кодексами корпоративного управления ответственность за надлежащее раскрытие информации несут органы управления общества.

Во многих кодексах корпоративного управления также закреплён принцип равного отношения ко всем акционерам в вопросах раскрытия информации. Так, в соответствии с Cromme Commission

Code (Germany) отношение компании в вопросах раскрытия информации должно быть равным. При этом вся новая информация, раскрываемая финансовым аналитикам, незамедлительно должна быть доступна акционерам.

Н. Протоколы заседаний органов управления общества, подлежащие предоставлению акционерам.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендовано включать в протоколы заседаний совета директоров и правления помимо резолютивной части, подводящей общий итог соответствующих заседаний, результаты голосования каждого члена совета директоров и правления. К протоколам рекомендуется прилагать копии документов, которые были предоставлены к соответствующему заседанию, за исключением случаев, когда эти документы носят конфиденциальный характер.

Законодательством РФ не предусмотрены требования к содержанию протоколов заседаний совета директоров и правления общества. В связи с этим достаточно часто общества предоставляют акционерам исключительно резолютивные части протоколов, а также результаты голосования, из которых нельзя сделать вывод об эффективности работы соответствующего органа общества. По нашему мнению, целесообразно закрепить указанные выше рекомендации Кодекса к содержанию протоколов заседаний совета директоров и правления, подлежащих раскрытию акционерам, в законодательном порядке.

О. Ознакомление акционеров с информацией об обществе.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется обществу обеспечить акционерам возможность ознакомиться с документами, которые общество обязано им предоставить не только в месте нахождения исполнительного органа общества, но и в ином месте, указанном в уставе общества. Названную рекомендацию Кодекса следует оценивать положительно, поскольку на практике акционеры крупных акционерных обществ находятся в разных городах России и не у всех есть возможность ознакомиться с соответствующими документами в месте нахождения исполнительного органа общества. Что касается европейских кодексов корпоративного

управления, то, как правило, в них содержатся общие нормы относительно порядка ознакомления акционеров с соответствующей информацией.

Так, в соответствии с Принципами и рекомендациями Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (EASD Principles and Recommendations) раскрываемая информация должна быть доступна одинаково всем акционерам и по минимальной цене. А согласно Euroshareholders Guidelines, для того чтобы предоставить акционерам необходимую информацию, компания должна использовать как обычные, так и электронные средства связи. При этом, как следует из SCGOP Handbook and Guidelines (Netherlands), компании, чьи акции включены в листинг также за пределами Нидерландов, должны размещать информацию, которая должна раскрываться публично, на их сайтах в Интернете.

Также, как указано в Политике корпоративного управления (Руководящие принципы для повышения контроля и прозрачности для владельцев компаний, акции которых котируются на шведском рынке ценных бумаг), принятой Ассоциацией акционеров Швеции, в соответствии с законодательством и соглашением о листинге необходимая информация должна раскрываться с использованием средств массовой информации, а также электронной почты. Параллельно указанные компании должны использовать такие современные технологии, как, например, Интернет, для быстрого предоставления информации максимальному числу акционеров. В то же время в соответствии с указанным документом все компании, акции которых котируются на бирже, должны иметь собственные сайты в Интернете на шведском языке, информация на них должна быть доступна также и на английском языке. При этом сайты соответствующих компаний должно быть несложно найти с использованием поисковых систем. Также сайты должны содержать информацию прессы о компании, ее промежуточную и годовую отчетность, устав компании, сообщения акционерам о проведении общих собраний и о повестке дня общих собрания акционеров за последние три года.

П. Документы, предоставляемые акционерам при подготовке к общему собранию акционеров.

В российском Кодексе корпоративного поведения содержится перечень документов, рекомендованных к предоставлению акционерам при подготовке к общему собранию акционеров. Следует отметить, что в действующем законодательстве (в Федеральном законе «Об акционерных обществах» и Положении «О дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров») установлены обязательные требования по предоставлению акционерам аналогичной информации, за исключением сведений о кандидатах в аудиторы общества и о проекте договора, заключаемого с аудитором общества. В связи с изложенным выше указанные рекомендации Кодекса являются излишними, поскольку соответствующие требования уже содержатся в действующем законодательстве РФ.

Р. Информация, составляющая коммерческую или служебную тайну. Инсайдерская информация.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендовано совету директоров общества утвердить документ, содержащий перечень информации, составляющей коммерческую или служебную тайну, а также критерии отнесения информации к конфиденциальной и порядок доступа к ней.

Указанные рекомендации Кодекса корпоративного поведения относительно контроля за использованием инсайдерской информации, а также информации, составляющей коммерческую или служебную тайну, являются несомненно позитивными.

Тем не менее, как было указано выше, построение действительно эффективной системы контроля за использованием информации, составляющей коммерческую и служебную тайну, а также инсайдерской информации невозможно без принятия специальных законов, регулирующих использование указанной информации. Причем вышеизложенные рекомендации Кодекса корпоративного поведения, по нашему мнению, в будущем целесообразно включить в соответствующие нормативно-правовые акты.

Что касается рекомендаций европейских кодексов по данному вопросу, то они были приведены выше в разделах, посвященных совету директоров и исполнительным органам общества.

### **2.2.3.8. Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества**

Рекомендации кодексов корпоративного управления относительно структуры системы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью компании различны.

Так, в соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения в структуру системы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью российских компаний должны входить: контрольно-ревизионная служба, комитет по аудиту, ревизионная комиссия и аудитор. Отдельные полномочия по контролю за финансово-хозяйственной деятельностью общества осуществляет совет директоров компании и исполнительные органы общества<sup>105</sup>.

Что касается кодексов корпоративного управления отдельных компаний, то в соответствии с их положениями структура системы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью включает ревизионную комиссию и аудитора. В некоторых кодексах также указывается на необходимость создания комитета по аудиту.

В соответствии с большинством европейских кодексов основное место в структуре контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества занимает совет директоров. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного поведения, принятым в Италии, ответственность за систему внутреннего контроля компании несет совет директоров, который должен установить основные принципы функционирования системы, а также контролировать ее работу. При этом управляющие директора должны обеспечивать соблюдение основных принципов планирования, работы и контроля за системой внутреннего контроля, а также назначать одного или нескольких человек с целью обеспечения работы системы внутреннего контроля соответствующими ресурсами. Лица, назначенные с целью обеспечения работы системы внутреннего контроля, подотчетны исключительно управляющим директорам, а также комитету по внутреннему контролю и ревизионной комиссии. При этом в структуру системы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества реко-

---

<sup>105</sup> См. разделы, посвященные рекомендациям кодексов корпоративного управления относительно совета директоров и исполнительных органов общества.

мендуется включать: управляющих директоров, лиц, назначенных с целью обеспечения функционирования системы контроля, комитет по внутреннему контролю, а также ревизионную комиссию.

#### А. Контрольно-ревизионная служба.

Для осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества российским законодательством предусмотрено создание в обществе специального органа – ревизионной комиссии, а также привлечение аудитора.

Тем не менее, как следует из положений российского Кодекса корпоративного поведения, указанные органы не в состоянии осуществлять ежедневный внутренний контроль за порядком осуществления всех хозяйственных операций общества. В связи с этим для организации внутреннего контроля в обществе Кодексом рекомендуется создать контрольно-ревизионную службу – структурное подразделение общества, отвечающее за проведение ежедневного внутреннего контроля и независимое от исполнительных органов общества. Причем в целях обеспечения независимости сотрудников контрольно-ревизионной службы от исполнительных органов и осуществления должного контроля за их деятельностью договоры с руководителем контрольно-ревизионной службы от имени общества рекомендуется заключать членам совета директоров.

По нашему мнению, создание дополнительного органа, осуществляющего внутренний контроль за деятельностью общества, нецелесообразно, поскольку, как уже было отмечено выше, в соответствии с законодательством в обществах контроль осуществляет ревизионная комиссия (ревизор), а в некоторых обществах для этих целей также привлекается аудитор. Кроме того, во всех акционерных обществах действует бухгалтерская служба, а в крупных обществах – финансовые управления, призванные также, помимо всего прочего, осуществлять контроль за проведением финансовых операций общества.

Также на практике будет достаточно сложно обеспечить действительную независимость контрольно-ревизионной службы от исполнительных органов общества, поскольку целью указанной службы является проведение ежедневного контроля за финансово-

хозяйственной деятельностью общества, а руководство текущей деятельностью общества осуществляется исполнительными органами общества, а не советом директоров. В связи с этим заключение договора совета директоров с сотрудниками контрольно-ревизионной службы не является гарантией независимости указанной службы от исполнительных органов.

Из изложенного выше следует, что создание контрольно-ревизионной службы в обществе не является целесообразным, и даже в случае создания такой службы в своей деятельности она будет в большей степени зависеть от исполнительных органов общества, чем от совета директоров.

В рассмотренных европейских кодексах корпоративного управления, а также в кодексах корпоративного управления отдельных российских компаний рекомендации относительно создания контрольно-ревизионной службы отсутствуют.

Б. Комитет по аудиту.

Одна из ведущих функций в системе контроля за финансово-хозяйственной деятельностью отводится кодексами корпоративного управления специальному комитету, созданному при совете директоров, – комитету по аудиту. Остановимся на положениях кодексов, касающихся специфики создания и деятельности именно комитета по аудиту.

Как указано в российском Кодексе корпоративного поведения, для эффективного осуществления советом директоров непосредственного контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества, прежде всего за исполнением его финансово-хозяйственного плана совету директоров общества рекомендуется создать специальный комитет совета директоров, ответственный за данное направление, – комитет по аудиту. Некоторые вопросы создания комитетов в совете директоров были рассмотрены выше. С целью обеспечения должной объективности при осуществлении контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества в состав комитета по аудиту рекомендуется включать только независимых директоров. Указанная рекомендация Кодекса корпоративного поведения вполне соответствует мировой и европейской практике, поскольку многими ко-

дексами корпоративного управления стран Европы также рекомендуется включать в состав комитета по аудиту исключительно независимых директоров. Тем не менее на практике выполнить данную рекомендацию достаточно сложно, поскольку практика избрания в советы директоров российских компаний независимых директоров еще только зарождается, и, кроме того, даже в тех компаниях, где независимые директора избираются, их числа недостаточно для того, чтобы сформировать отдельный комитет.

Примечательно также и то, что, как показало исследование «Готовность российских компаний к внедрению рекомендаций Кодекса корпоративного поведения» (см. *Костиков, 2003*), по степени важности – с точки зрения повышения инвестиционной привлекательности компании – рекомендации о наличии в компании комитета по аудиту, контролирующего деятельность контрольно-ревизионной службы и оценивающего ее эффективность, минимально важны (положительную оценку указанным рекомендациям дало 42% респондентов, 14% дало нейтральную оценку и 17% – наименьшую).

Что касается европейских кодексов корпоративного управления, то в большинстве из них комитету по аудиту совета директоров отводится центральное место в системе контроля за финансово-хозяйственной деятельностью компаний. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного управления, принятым в Италии, совет директоров должен учредить в своем составе комитет по внутреннему контролю, к компетенции которого относится:

- оказание содействия совету директоров в создании, функционировании и контроле за системой внутреннего контроля;
- оценка совместно с менеджерами компании и внешним аудитором правильности применения стандартов отчетности, а в случае, если комитет действует в группе компаний, единообразие отчетности с точки зрения подготовки консолидированной отчетности;
- оценка программы по внутреннему контролю, подготовленной лицами, к компетенции которых относится внутренний контроль за финансово-хозяйственной деятельностью компании, и получение периодических отчетов;

- оценка предложений, внесенных аудиторскими компаниями по проведению аудита компании, программы работ по аудиту, разработанной аудитором, результатов аудита, выраженного в аудиторском отчете и предложениях аудитора, а также выполнение иных функций, возложенных на комитет советом директоров, особенно касающихся отношений с аудитором компании.

В состав комитета должны входить исключительно неисполнительные директора компании, большинство из которых является независимыми. При этом, несмотря на то, что комитет создается при совете директоров, как отмечено в итальянском Кодексе корпоративного управления, комитет по внутреннему контролю должен быть способен принимать автономные решения и независимые суждения по всем вопросам, касающимся деятельности управляющих директоров, целостности компании, а также по вопросам, связанным с деятельностью аудитора компании и результатов аудита. Также, в соответствии с Кодексом внутренними документами компании может допускаться участие в заседаниях комитета главы ревизионной комиссии либо ревизора общества, либо иного лица. В заседаниях комитета по внутреннему контролю также могут участвовать управляющие директора в случае, если их участие необходимо.

В Кодексе корпоративного управления Италии также установлено, что комитет по внутреннему контролю подотчетен совету директоров и должен предоставлять отчеты о своей деятельности и адекватности системы внутреннего контроля компании каждые 6 месяцев во время утверждения годовой и полугодовой отчетности. Следует отметить, что в российском Кодексе отсутствуют положения, регулирующие порядок отчетности комитета по аудиту. В связи с этим, по нашему мнению, с целью дальнейшего совершенствования рекомендаций Кодекса корпоративного поведения целесообразно внести в него изменения, установив порядок отчетности комитета по аудиту, как и других комитетов совета директоров, по аналогии с положениями Кодекса корпоративного управления, принятого в Италии.

В других европейских кодексах, как уже было отмечено выше, в разделе, посвященном комитетам совета директоров, комитету по

аудиту также уделяется особое внимание, при этом к его компетенции в соответствии с положениями кодексов относятся аналогичные вопросы. В соответствии с Кодексом наилучшей практики корпоративного управления Швейцарии (Swiss Code of best practice for corporate governance) в компетенцию комитета по аудиту входит предоставление независимого мнения относительно эффективности системы внешнего и внутреннего аудита, качества системы внутреннего контроля; осуществление проверки ежегодной финансовой отчетности, в том числе консолидированной отчетности и промежуточной отчетности; принятие решений о рекомендации совету директоров финансовой отчетности компании для утверждения общим собранием акционеров; оценка размера платы за услуги внешнего аудитора, а также проверка внешнего аудитора на предмет независимости и возможности возникновения конфликта интересов и др.

#### В. Ревизионная комиссия.

В структуру системы контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества в соответствии со многими кодексами корпоративного управления должны входить ревизионная комиссия или ревизор общества. При этом в различных кодексах корпоративного управления рассмотрены различные аспекты работы ревизионной комиссии.

В соответствии с российским законодательством основная роль в обеспечении контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества принадлежит ревизионной комиссии, к компетенции которой относятся проверка финансово-хозяйственной деятельности общества, проверка достоверности данных, содержащихся в годовом отчете общества, годовой бухгалтерской отчетности и другие функции, предусмотренные законодательством и внутренними документами соответствующей компании.

В российском Кодексе корпоративного поведения повышенное внимание уделяется организации деятельности ревизионной комиссии. Это связано с тем, что в российском законодательстве отсутствуют детальные положения, регулирующие данный вопрос. К примеру, как справедливо отмечено в Кодексе корпоративного поведения, законодательством не определен необходимый кворум для при-

нения решений на заседании ревизионной комиссии. Вместе с тем, чтобы решения принимались действительно коллегиально, рекомендуется, чтобы кворум для проведения заседаний ревизионной комиссии составлял не менее половины числа избранных членов ревизионной комиссии, принимающих участие в заседании. Указанное положение Кодекса корпоративного поведения целесообразно закрепить в действующем законодательстве.

Также Кодексом рекомендовано установить во внутренних документах общества, регулирующих деятельность ревизионной комиссии, положение, в соответствии с которым передача права голоса члена ревизионной комиссии иному лицу, в том числе другому члену ревизионной комиссии, не допускается. Данное положение также целесообразно закрепить в Федеральном законе «Об акционерных обществах» для того, чтобы избежать возможных злоупотреблений при принятии ревизионной комиссией решений и осуществлении контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества.

Кроме того, Кодексом корпоративного поведения рекомендуется с целью недопущения необоснованного затягивания проверок ревизионной комиссией определить во внутренних документах общества сроки их проведения. Указанная рекомендация Кодекса также является целесообразной, и ее следует закрепить в законодательном порядке.

Рекомендации относительно деятельности ревизионной комиссии содержатся не во всех европейских кодексах корпоративного управления.

Например, в отличие от российского Кодекса, в соответствии с Кодексом корпоративного управления, принятым в Италии, к основным функциям ревизионной комиссии относится предложение кандидатуры аудитора общества для утверждения общим собранием акционеров. Что касается порядка избрания ревизионной комиссии, то он аналогичен порядку, установленному российским законодательством: рекомендуется, чтобы ревизионная комиссия избиралась общим собранием акционеров с использованием прозрачной процедуры.

### Г. Аудитор общества.

Значительную роль в системе контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества играет аудитор общества. Порядок назначения внешнего аудитора, а также порядок его деятельности определяются действующим законодательством отдельных стран, а также стандартами аудиторской деятельности, в связи с чем, в кодексах корпоративного управления, как правило, изложены рекомендации относительно порядка проведения аудита и деятельности аудитора, отсутствующие в законодательстве и стандартах (в частности, это касается вопросов, связанных с порядком проверки независимости аудитора, установления его вознаграждения и др.).

Так, в российском Кодексе корпоративного поведения основное внимание уделяется порядку проведения аудиторских проверок. Также Кодексом рекомендуется, чтобы аудиторские организации (аудиторы) принимали участие в общих собраниях акционеров и отвечали на любые вопросы, заданные акционерами относительно представленных общему собранию акционеров аудиторских заключений.

Следует отметить, что в некоторых российских компаниях распространена практика участия аудитора в общих собраниях акционеров, хотя, как правило, если аудитор и присутствует на собрании, он не отвечает на вопросы акционеров. Тем не менее участие аудитора в общем собрании акционеров важно для акционеров, в связи с чем, по нашему мнению, целесообразно установить в законодательном порядке обязанность аудитора общества участвовать в общем собрании акционеров.

Что касается европейских кодексов корпоративного управления, то их рекомендации в отношении аудиторов и осуществления аудиторских проверок различны. Так, в Руководящих положениях по внутреннему контролю, принятых в Объединенном Королевстве (*Guidance on internal control (Trinbull Guidance)*)<sup>106</sup>, особое внимание уделено внутреннему аудиту. В соответствии с указанными Руководящими положениями необходимость во внутреннем аудите опреде-

---

<sup>106</sup> Утверждено в сентябре 1999 г.

ляется компанией самостоятельно, в зависимости от таких факторов, как размер и вид деятельности компании, количество работников, размер прибыли компании и др. Целями внутреннего аудита являются оценка системы контроля и управления рисками, а также содействие менеджменту и совету директоров компании в выполнении функций по контролю за финансово-хозяйственной деятельностью компании, входящих в их компетенцию.

В Правилах корпоративного управления для немецких компаний, акции которых котируются на бирже (Corporate Governance Rules for Quoted German Companies), значительное место уделяется критериям определения независимости аудитора. В частности, с целью обеспечения независимости аудитора при его избрании совет директоров должен обратить особое внимание на следующие факты:

- составлял ли доход аудитора за оказание аудиторских и консалтинговых услуг компании (или компаниям, в уставном капитале которых доля соответствующей компании составляет более 20%) за последние 5 лет более 30% общего размера его прибыли;
- назначался ли аудитор с целью подтверждения аудиторского заключения годовой отчетности компании или консолидированной отчетности группы соответствующих компаний более 6 раз в течение предыдущих 10 лет;
- на факты конфликта интересов у соответствующего аудитора.

Также в Правилах корпоративного управления установлен порядок утверждения отчетов аудитора. Так, все члены совета директоров должны получить отчет аудитора за срок, необходимый для их изучения до проведения соответствующего заседания совета директоров. Причем заседания совета директоров, связанные с аудитом, должны проводиться в присутствии аудиторов.

В Политике корпоративного управления (Руководящие принципы для повышения контроля и прозрачности для владельцев компаний, акции которых котируются на шведском рынке ценных бумаг) особое внимание обращается на роль аудитора при реализации компаниями системы поощрения менеджмента и работников. При этом Ассоциация акционеров Швеции считает, что аудитор должен проверять и оценивать схемы поощрения, а также условия выпуска со-

ответствующих ценных бумаг. Также аудитор должен предоставлять информацию о предполагаемом выпуске общему собранию акционеров. Кроме того, рекомендуется, чтобы условия выпуска соответствующих ценных бумаг были также проверены и изучены другим аудитором, помимо аудитора компании.

В российском Кодексе корпоративного поведения отсутствуют аналогичные рекомендации относительно привлечения аудитора к проверке схем поощрения менеджмента, хотя оценка аудитором соответствующих схем, несомненно, способствует более тщательному соблюдению прав акционеров. В связи с изложенным выше целесообразно включить аналогичные рекомендации в российский Кодекс корпоративного поведения.

#### Д. Контроль за совершением хозяйственных операций.

Российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется составлять финансово-хозяйственный план общества. При этом все операции общества должны совершаться в соответствии с этим планом. Вместе с тем, как указывается в Кодексе корпоративного поведения, в процессе осуществления финансово-хозяйственной деятельности может возникнуть необходимость совершения операций, выходящих за рамки, установленные финансово-хозяйственным планом общества, – нестандартных операций. Поэтому в финансово-хозяйственном плане общества рекомендуется однозначно определить, какие операции могут быть совершены в рамках определенного направления деятельности общества и какие средства предусмотрены для тех или иных направлений его деятельности. Операции, не предусмотренные финансово-хозяйственным планом, будут являться нестандартными, и их рекомендуется предварительно одобрять на заседаниях совета директоров. При этом, прежде чем утвердить совершение указанных операций, рекомендуется определить, почему совершение данной операции не было предусмотрено в финансово-хозяйственном плане, насколько необходимо ее совершение и возможно ли ее отложить. Все аргументы должны быть оценены лицами, не имеющими заинтересованности в совершении данной нестан-

дартной операции и не находящимися под влиянием исполнительных органов.

Следует отметить, что в крупных обществах, как правило, составляется специальный план финансово-хозяйственной деятельности общества и приблизительный бюджет общества на предстоящий финансовый год. Тем не менее в указанном плане и бюджете невозможно предусмотреть абсолютно все операции и сделки, которые потребуются совершить обществу в ближайший год. В то же время отнесение всех указанных операций и сделок к нестандартным и установление специального более сложного механизма их утверждения, по нашему мнению, способно фактически парализовать работу общества и излишне усложнить деятельность общества. В связи с этим применение указанных рекомендаций Кодекса, на наш взгляд, является нецелесообразным.

### **2.2.3.9. Урегулирование корпоративных конфликтов**

Глава, посвященная урегулированию корпоративных конфликтов, содержится только в российском Кодексе корпоративного поведения, в европейских кодексах она отсутствует. В указанной главе Кодекса установлены наиболее общие рекомендации относительно урегулирования корпоративных конфликтов. При этом, хотя данная глава и уникальна в своем роде, ее положения носят в основном декларативный характер, в них не устанавливается реальный механизм урегулирования корпоративных конфликтов. Как справедливо отметил представитель РАО «ЕЭС России» А.С. Колесников на Парламентских слушаниях, посвященных принятию Кодекса корпоративного поведения, «Кодекс корпоративного поведения не решает одну из главных проблем – как нивелировать конфликты между различными группами акционеров, в Кодексе лишь говорится о том, что те или иные органы управления могут быть посредниками в тех или иных конфликтах между акционерами, а как разобраться с конфликтами – ни слова» (см.: Стенограмма Парламентских слушаний Комитета по экономической политике и предпринимательству, прошедших 12 октября 2001 г.).

При этом, как показало исследование «Готовность российских компаний к внедрению рекомендаций Кодекса корпоративного по-

ведения» (см. (Костиков, 2003)), среди участников исследования по вопросам, связанным с рекомендациями Кодекса корпоративного поведения касательно урегулирования корпоративных конфликтов, наблюдалось четкое отсутствие выраженной позиции. Авторы исследования также отмечают некоторую неопределенность респондентов в ответах на соответствующие вопросы исследования – в большинстве ответов определяется, что данные рекомендации влияют на инвестиционную привлекательность компании лишь «в некоторой степени». По-видимому, руководители компаний еще не видят реальных механизмов внедрения в практику рекомендаций Кодекса в отношении урегулирования корпоративных конфликтов. Таким образом, как справедливо отмечают авторы указанного выше исследования, «рекомендации Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ по урегулированию корпоративных конфликтов пока еще не имеют подкрепления реальными механизмами использования этих рекомендаций в практической деятельности компаний. Поэтому целесообразно было бы рекомендовать Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг для скорейшего внедрения положений Кодекса корпоративного поведения сосредоточить усилия на разработке таких механизмов, методов и инструментов использования рекомендаций Кодекса в практической деятельности российских компаний».

### **2.3. Роль отчетной информации в процессах корпоративного управления**

Данный раздел посвящен изучению прозрачности компании как важного элемента структуры корпоративного управления, а также выявлению факторов, усиливающих либо снижающих уровень открытости фирмы.

Мера, или степень, прозрачности определяет уровень предоставления компанией достоверной информации о ее внутренней структуре и о результатах деятельности. Для аудиторской компании мера прозрачности означает, кроме того, и простоту проверок, и достоверность их результатов. Наличие прозрачности является необходимым элементом для эффективного функционирования компании. Во-первых, прозрачность, содействуя выявлению успешных и неуспешных

пешных проектов, способствует эффективному размещению капитала. Во-вторых, прозрачность снижает риски, которые могут возникнуть из-за оппортунистического поведения менеджмента, возможного в непрозрачных компаниях. В-третьих, устраняется информационная асимметрия (т.е. ситуация, когда не все инвесторы обладают достоверной информацией), которая приводит к снижению неблагоприятного отбора и риска ликвидности (*Bushman, Smith, 2001*).

Можно выделить два основных вида прозрачности компании. Первый вид – это внутренняя прозрачность, характеризующая степень открытости и достоверности информации, которая доступна менеджерам и директорам компании, представляющим интересы акционеров. Второй вид прозрачности компании, наиболее важный и наиболее интересный в контексте нашего исследования, – это степень открытости фирмы для внешнего мира, т.е. насколько компания раскрывает собственную информацию, насколько она готова поделиться с окружающим миром результатами своей работы. Здесь можно выделить информацию, раскрываемую миноритарным акционерам, потенциальным инвесторам, налоговым органам. Сюда же, в частности, относится различная финансовая отчетность компании по международным стандартам.

Выделение двух видов прозрачности позволяет лучше описывать структуру компании, а также поведение различных субъектов, имеющих собственные интересы, часто антагонистические. Такое выделение расширяет потенциал анализа – возможность рассмотрения стратегии и поведения трех важных игроков: менеджеров, совета директоров и акционеров.

Как уже отмечалось, прозрачность может быть выгодна одним группам и невыгодна другим группам компании. Так, для управленческого персонала с повышением прозрачности снижаются собственные выгоды (*private benefits*). Сюда входят и возможность пользоваться денежными средствами компании; не совсем «законные» действия, как увод капитала посредством трансфертных цен через подконтрольные менеджменту компании; использование информации о компании для продажи или покупки акций в наиболее выгодные моменты времени. Для крупных собственников низкая степень

прозрачности создает возможность ухода от налогов (особенно часто – в российских компаниях) и использования средств компании в собственных интересах, вложения средств в проекты, ущемляющие интересы миноритарных акционеров.

Наличие внутренней и внешней прозрачности, в конечном итоге, определяет эффективность работы компании. Какие же факторы способствуют повышению степени прозрачности компании, а какие снижают? Ответ на этот вопрос и является основной целью данной работы. Существует достаточно обширная литература, посвященная анализу прозрачности. Однако работы, которые были нам доступны, по большей части исследовали не совокупность причин, влияющих на степень прозрачности, а лишь воздействие на нее каких-либо отдельных сторон. Так, например, в статье (*Perotti, 2000*) затрагивается тема прозрачности в компании с точки зрения влияния на нее наличия сильных связей между компанией и банком. В работе (*Rindi, 2002*) рассматривается связь прозрачности с ликвидностью акций; в статье (*Li Jin, S. Myers, 2004*) рассматривается связь прозрачности с *R-squared* компаний.

В нашей работе при исследовании российских компаний рассматривается лишь внешняя прозрачность. Поскольку для России характерна высокая концентрация собственности, а менеджер и совет директоров обычно представляют интересы одного крупного акционера либо группы акционеров с общими интересами и крупным пакетом акций, то вопрос о степени внутренней прозрачности не имеет особого смысла. Анализ внутренней прозрачности наиболее важен для стран с *common law*.

Первая часть настоящего раздела является теоретической, вторая – эмпирической. В первой части ставится задача построения модели, которая позволяет выявить те особенности компании, которые способствуют либо препятствуют созданию прозрачности. На основе построенной модели формулируются основные гипотезы. В рамках общей модели рассматриваются две ее разновидности. Первая строится для стран с *common law*. Во второй модели основное внимание уделяется особенностям российских компаний. В эмпирической части работы рассматриваются возможные способы и пробле-

мы измерения прозрачности. Основное внимание уделяется дисперсии прогнозов аналитиков как одного из возможных способов измерения прозрачности.

### *2.3.1. Прозрачность компании*

Создание и внутренней, и внешней прозрачности – процесс не мгновенный, он требует больших затрат и огромных усилий. Основную роль в организации данного процесса играет менеджмент компании. Поэтому появление прозрачности в большой степени определяется тем, в какой степени в ней заинтересован управленческий персонал. Если менеджеры проигрывают от повышения степени прозрачности (например, из-за невозможности в дальнейшем пользоваться *private benefits*), они будут препятствовать этому процессу. Поэтому необходимым условием для появления прозрачности является заинтересованность управленческого персонала в ее создании. Каким образом это может быть достигнуто? Акционеры могут каким-либо способом, в том числе за счет увеличения стоимости принадлежащих им акций, поощрять менеджеров за их усилия в создании прозрачности. Таким образом, в появлении прозрачности могут быть заинтересованы как акционеры, так и менеджеры. Ниже мы рассмотрим, в каких компаниях возможно появление прозрачности в зависимости от интереса в ее возникновении для того или иного участника (прозрачность может быть достаточно быстро достигнута, если она одновременно выгодна как менеджеру, так и акционеру, в противном случае ее появление представляется проблематичным).

Для того чтобы построить модель, которая адекватно описывала бы поведение менеджера и акционера, разграничим компании *по типам собственника*, наиболее распространенным в российских компаниях<sup>107</sup>. *Первый тип* – это наличие у компании крупного внешнего собственника, в управленческий персонал которой могут входить менеджеры, представляющие акционера, а также «старые» менеджеры. Присутствие последних объясняется тем, что «новые»

---

<sup>107</sup> Более подробно об этом – в кн.: Предприятия России: корпоративное управление и рыночные сделки (2002). Институциональные проблемы российской экономики. Вып. I. М.: ВШЭ.

менеджеры могут не иметь достаточного опыта работы в этой компании; к тому же доход компании во многом определяется контактами с властями и долгосрочными партнерами, что также имеется у «старых» менеджеров. Существует риск оппортунистического поведения среди менеджеров, особенно «старых». Со временем оппортунистическое поведение появляется и у менеджеров – представителей собственника. В компаниях первого типа менеджеры не являются крупными собственниками либо вообще не владеют акциями.

*Второй тип* – наличие у менеджеров крупного пакета акций, возможно, даже контрольного. Акции могут принадлежать как одному лицу (например, генеральному директору компании), так и группе менеджеров. Остальные акции распределены между миноритарными внешними акционерами и рядовыми работниками.

*Третий тип* – пакет средних размеров, возможно, близкий к блокирующему, принадлежит менеджерам, остальные акции распределены между внешними акционерами и рядовыми работниками. Часто менеджмент использует акции работников в своих интересах. Третий тип чаще всего встречается в малоприбыльных секторах экономики, в компаниях с большим долгом. Поэтому здесь мало кто заинтересован в концентрации собственности, кроме того, менеджеры всячески препятствуют поглощению из-за высоких private benefits.

### 2.3.2. Построение модели

Прозрачность может оказаться выгодной как для акционера, так и для менеджера в случае, если их суммарная ожидаемая приведенная прибыль от появления прозрачности повышается. Тогда между акционерами и менеджерами может быть заключен некий контракт, по которому управляющему предоставляется определенное вознаграждение в том случае, если компания становится прозрачной. Вознаграждение должно быть таким, чтобы управляющий был заинтересован в создании прозрачности. Поэтому в модели рассмотрим суммарную ожидаемую прибыль и акционеров, и менеджеров и по ее величине определим, насколько благоприятны условия в компании для создания прозрачности.

Построим модель. Предположим для простоты, что менеджеры и акционеры нейтральны к риску. Пусть крупный внешний акционер обладает долей акций  $\alpha$ , а остальные диверсифицированы между миноритарными акционерами. Менеджеры либо не имеют акций, либо владеют незначительной долей. Далее предположим, что они получают некоторую зарплату, пропорциональную прибыли компании с коэффициентом  $w$  (фиксированная зарплата не оказывает существенного влияния на стимулы менеджера), если фирма имеет прибыль, и ничего не получают, если прибыли нет (в коэффициенте  $w$  могут также учитываться и акции менеджеров). Рассмотрим вначале ситуацию, когда интересы акционеров конгруэнтны, т.е. например, нет теневого сговора между некоторыми акционерами и управлением, в ущерб остальным.

Пусть у фирмы есть  $N + 1$  проект, первый из которых нейтрален, т.е. обладает нулевой ожидаемой прибылью и нулевыми private benefits (для менеджеров). Об остальных проектах менеджер в начальный момент времени ничего не знает, однако он допускает, что среди этих проектов могут быть как убыточные, так и прибыльные, и ожидаемая прибыль и ожидаемые private benefits от случайного выбора одного из этих проектов будут также нулевыми. Пусть управляющий прилагает в момент времени 1 некоторый ненаблюдаемый уровень усилий  $e$  ( $e$  характеризует работу управляющего) с ценой усилий  $e^2 / 2$ , в результате чего с вероятностью  $e$  менеджер получает дополнительную информацию о проектах (т.е. чем выше уровень усилий, тем с большей вероятностью менеджер добивается успеха). Эта информация позволяет ему иметь собственные суждения о том, какие проекты в ожиданиях наиболее прибыльны для компании, а какие – наиболее убыточны. Естественно, менеджер не может знать величину прибыли по каждому проекту, однако он может судить об ожидаемых прибылях. Пусть проект с наибольшей ожидаемой прибылью для компании имеет математическое ожидание прибыли  $E(\text{Прибыль}) = \Pi$ , а проект с наибольшими private benefits имеет математическое ожидание  $E(\text{private benefits}) = b$ . Понятно, что если менеджер каким-то образом выявил эти проекты среди остальных, то он выберет один из них, в противном случае ему при-

дется брать первый проект. При этом в зависимости от степени прозрачности компании о любом выбранном в итоге проекте внешний рынок получает некоторую информацию.

Стоит также отметить, что прибыль компании зависит не только от усилий менеджеров, но также от различных внешних факторов, особенностей компании, ее сферы деятельности. Таким образом, в компаниях может существовать прибыль, не зависящая от работы менеджера. В данной модели предполагается, что ожидаемая прибыль равна нулю, если менеджер не прилагает никаких усилий. В то же время легко показать, что данное предположение не искажает выводы более общей модели, поэтому мы им воспользуемся для большей наглядности и простоты.

Теперь посмотрим, что происходит в момент времени 2. Если менеджер к этому моменту времени ничего не узнал, то выигрыши у управляющего и акционеров нулевые. Если менеджер узнает способ получения прибыли, у него возникает желание воспользоваться своим положением и выбрать проект, дающий наибольшие ожидаемые выгоды для него самого, которые зависят от *private benefits*, от уровня внутренней и внешней прозрачности, а также от зарплаты и от возможного наказания за оппортунистическое поведение.

### 2.3.3. Описание понятия прозрачности в модели

Прежде чем рассматривать поведение менеджера, необходимо четким образом интерпретировать понятие прозрачности. Здесь определяются *две прозрачности: прозрачность внешняя* – как степень открытости между внешним миром и фирмой, *прозрачность внутренняя* – как степень открытости между советом директоров и менеджерами компании. Как уже было сказано, такая схема лучше описывает структуру компании.

В статье (*Li Jin, S. Myers, 2004*) прозрачность определяется наличием информации. А именно: информация делится на внутреннюю, которая закрыта для аутсайдеров, и на внешнюю, которая доступна для внешнего мира.

Прозрачность между советом директоров и менеджерами можно также определить как степень полноты информации о положении дел в компании, имеющейся у совета директоров. Однако такое оп-

ределение внутренней прозрачности имеет некоторые ограничения. Дело в том, что если мы рассматриваем фирму, в которой отсутствует противозаконная деятельность, то совет директоров имеет доступ ко всей внутренней информации, ко всем делам компании. Для него, в отличие от аутсайдеров, нет понятия «закрытая информация», а понятие «степень полноты информации» не имеет смысла. Отсутствие полной информации у совета директоров может возникать в том случае, если сам совет директоров не ведет непосредственную, каждодневную работу в компании, в отличие от менеджеров, и собирается лишь несколько раз в году. При таком положении дел директора имеют лишь ограниченное представление о том, что происходит в компании. Здесь стоит сделать оговорку, что в совете директоров всегда присутствуют менеджеры, которые, естественно, обладают полной информацией, поэтому, говоря об информированности совета директоров, следует иметь в виду информированность всех его членов, в том числе тех, кто не является менеджерами. Полнота информации, имеющаяся у совета директоров, зависит от того, как часто он собирается, сколько в нем членов, не являющихся менеджерами, существует ли в компании внутренний аудит, насколько он связан с советом директоров и т.д. В зависимости от особенностей компании либо совет директоров в состоянии обнаружить оппортунистическое поведение менеджера, либо при имеющейся у него информации сделать это достаточно сложно. Таким образом, существует некая вероятность обнаружения оппортунистического поведения. Поэтому, возможно, более уместно говорить о прозрачности как о вероятности обнаружения оппортунистического поведения.

Определяя прозрачность таким образом, можно выделить несколько способов ее измерения. Логично предположить, что число директоров, не являющихся менеджерами, положительно влияет на информированность совета директоров, а значит, и на вероятность обнаружения оппортунистического поведения. Поэтому число таких директоров может являться оценкой прозрачности. Таким же индикатором может являться и число заседаний совета директоров в году.

Однако эти показатели лишь с малой вероятностью могут позволить обнаружить оппортунистическое поведение, так как далеко не очевидно, что если у нас, к примеру, есть 10 внешних директоров, то кто-нибудь из них будет достаточно хорошо информирован и осведомлен о деятельности компании. Важным источником информации для совета директоров может служить комитет по аудиту, состоящий из независимых директоров, не являющихся менеджерами, а также контрольно-ревизионная служба, которая ответственна за ежедневную проверку финансово-хозяйственной деятельности общества. Наличие или отсутствие данных органов, которые действительно влияют на информированность совета директоров, может являться своеобразной оценкой степени прозрачности фирмы. Здесь стоит оговорить: некоторые директора, представляя ту или иную группу акционеров или сами являясь акционерами, могут действительно обладать дополнительной информацией, но в то же время в собственных интересах не разглашать ее, а действовать заодно с менеджерами. Тем не менее в большинстве случаев в совете директоров всегда присутствуют директора, не подконтрольные этой группе акционеров. Это могут быть независимые директора, представители миноритариев. Здесь возникает уже другая проблема: чем больше пакет акций у крупного акционера, тем меньше мест достанется оставшимся акционерам и тем меньше будет потенциальная внутренняя прозрачность, позволяющая отследить сговор между менеджером и крупным акционером. Данный эффект может усиливаться с уменьшением прав миноритарных акционеров (инвестора).

Рассмотрим теперь содержание понятия «внешняя прозрачность». Вновь обратимся к работе (*Li Jin, S. Myers, 2004*), в которой, как было сказано выше, прозрачность, определяется мерой раскрываемости информации. Данная трактовка привлекательна тем, что она соответствует тому пониманию, которое придается данному термину при его обычном употреблении. Основная проблема здесь заключается в том, как измерить меру раскрываемости информации. Для этого рассмотрим поведение управляющего.

Менеджер, действующий оппортунистически, будет искать различные способы и проекты, которые будут увеличивать его private

benefits (что, несомненно, в целом уменьшает ожидаемый доход компании), причем такие проекты, чтобы информация о его private benefits была закрытой. Максимизируя свою полезность, он будет стремиться к минимизации объема раскрываемой информации.

В работе (Li Jin, S. Myers, 2004) рассматривалась ситуация, когда есть  $N + 1$  проект с некоторыми ожидаемыми значениями дохода компании ( $\Pi$ ) и private benefits ( $b$ ) менеджера. Среди этих проектов есть те, в которых нет private benefits, есть те, в которых они настолько высоки, что получаемые от них private benefits невозможно скрыть от внешнего мира. Мы рассматриваем проекты, в которых private benefits могут быть скрыты. Если менеджер действует оппортунистически, то он выбирает проект с максимально ожидаемым private benefits (если таких несколько, то проект с максимально ожидаемым доходом компании). Понятно, что в целом существует отрицательная корреляция между private benefits и доходом компании. Поэтому прозрачность можно связать с более осязаемым показателем, нежели private benefits, – с доходом компании. На основании всего сказанного прозрачность можно определить следующим образом:

$$\eta = \frac{\max_{k_{\max}=1, \dots, n} \{E(\Pi_{k_{\max}})\}}{\max_{l=1, \dots, N} E(\Pi_l)}, \text{ где } (E(b_{k_{\max}}) = b_{\max}), \quad (1)$$

где  $\eta$  – оценка прозрачности компании;  $\Pi_{k_{\max}}$  – прибыль проекта, для которого ожидаемые private benefits максимальны;  $\Pi_l$  – проект  $l$ ;  $b_{\max}$  – максимальные private benefits;  $b_{k_{\max}}$  – private benefits проекта, у которого ожидаемые private benefits максимальны.

Естественно, что при реализации проекта с максимальным ожидаемым доходом возможность оппортунистического поведения менеджера маловероятна, поэтому в таком проекте private benefits будут нулевыми или близкими к нулю. Прозрачность, равная единице, следовательно, означает невозможность скрыть какие-либо private

benefits, что, в свою очередь, означает полную раскрываемость информации.

Хотя понятия прозрачности, определенные здесь и в работе (*Li Jin, S. Myers, 2004*), различаются, но и та, и другая интерпретация связаны с мерой раскрываемости информации, и их оценки получены довольно схожим образом. Если мы в качестве опосредованного показателя прозрачности рассматриваем математические ожидания доходов, то в работе (*Li Jin, S. Myers, 2004*) используются отношения дисперсии доходов. Математические ожидания доходов и дисперсии доходов в некоторой степени связаны между собой: больший доход предполагает и больший разброс в значениях, нежели меньший доход.

#### 2.3.4. Схемы поведения менеджеров и акционеров

Схема 1. Пусть менеджер действует оппортунистически. Тогда он выбирает проект с private benefits  $b_i$ ,  $E(b_i) = b_{\max}$  и прибылью компании, равной  $P_i$ . С вероятностью  $p$  оппортунистическое поведение менеджера обнаруживается директорами. Значение  $p$  зависит от того, какова внутренняя прозрачность компании: чем больше прозрачность, тем выше вероятность, и наоборот. Можно сказать, что эта вероятность характеризует внутреннюю прозрачность компании. Обнаружив оппортунистическое поведение менеджера, директора могут каким-то образом его наказать, применить к нему систему штрафов или просто уволить. В любом случае, пусть менеджер получает некоторое наказание в виде  $F$ . Понятно, что если менеджер выбирает проект, выгодный компании, прозрачность не приносит никакого «вреда» менеджеру. Схему полных возможных событий можно представить так, как показано на *рис. 1* ( $w$  – величина зарплаты менеджера).

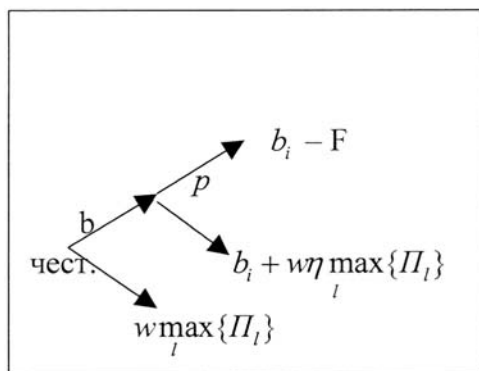
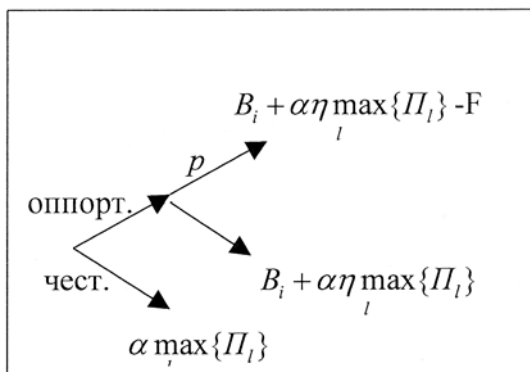


Рис. 1. Поведение менеджера

В силу конгруэнтности интересов крупных и мелких акционеров полученная прибыль компании делится между ними в соответствии с их долями в компании.

**Схема 2.** Конгруэнтность интересов между акционерами отсутствует. Это проявляется, например, в ситуации, когда крупный акционер является менеджером. У крупного акционера (которому принадлежит доля  $\alpha$  в компании) могут быть собственные интересы и собственные цели. Это означает, что он может направлять средства компании в проекты, которые не приносят прибыли в ближайшем будущем, а имеют долгосрочный характер, и в любые другие проекты, которые отвечают его интересам, ущемляя при этом интересы мелких акционеров. Действуя в собственных интересах, акционер получает некоторую выгоду  $B_i$ ,  $E(B_i) = B$ . Для мелких акционеров также может быть какая-то выгода от этих вложений или от этих проектов, однако эффект от них может быть заметно ниже (мелкие акционеры, например, в большей степени ориентированы на краткосрочную прибыль компании). Если акционер действует в своих интересах, то с вероятностью  $p(\alpha)$  совет директоров узнает о действиях акционера (вероятность обнаружения советом директоров по-

ведения менеджера-акционера, направленного на максимизацию собственной целевой функции, снижается за счет уменьшения числа неподконтрольных акционеру директоров). Акционер в данном случае получает некоторое наказание  $F$ . Схема выбора поведения приведена на *рис. 2*.



*Рис. 2.* Поведение акционера

Схема 3. И наконец, случай, когда интересы акционеров не конгруэнтны, и при этом менеджер не является крупным акционером. В данной ситуации возможен сговор между крупным собственником и менеджером компании. При этом сговор, если такой имеет место, должен осуществляться на взаимовыгодных условиях. Как и раньше, с вероятностью  $p$  «махинации» могут быть обнаружены, и акционер, и менеджер получают наказания  $F$ . Схема выбора и действий представлена на *рис. 3*.

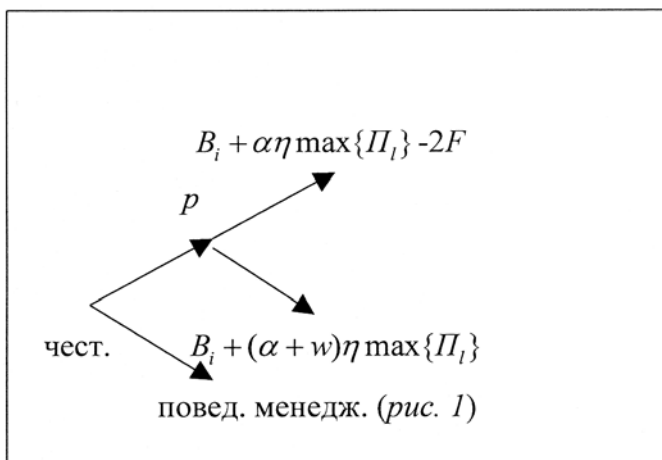


Рис. 3. Поведение менеджера и акционера

### 2.3.5. Стратегия менеджера

Рассмотрим первую схему поведения, где интересы акционеров конгруэнтны. В данной модели речь идет только о возможном оппортунистическом поведении менеджера, когда действия акционеров согласованы. При каких же условиях в компании возможно появление внутренней и внешней прозрачности. В момент времени 2 (после совершения усилий), в случае если менеджер выявляет перспективные проекты, для него существует выбор: действовать оппортунистически и тем самым выбирать проект с наибольшими private benefits, либо действовать честно, в соответствии с интересами акционеров. При оппортунистическом поведении ожидаемая прибыль менеджера:

$$b(\eta) + w\eta\Pi(1 - p) - pF. \tag{2}$$

В случае если менеджер действует не оппортунистически, его ожидаемая прибыль составит  $w\Pi$  ( $\Pi = \max\{E(\Pi_i)\}$ ). Следовательно, он будет действовать оппортунистически, если:

$$p < \frac{b(\eta) + w\eta\Pi - w\Pi}{w\eta\Pi + F}. \quad (3)$$

Понятно, что если это неравенство не выполняется, то менеджер будет выбирать проект с ожидаемой прибылью компании  $\Pi$  (с максимальной прибылью). В этом случае повышение прозрачности никак не отразится на ситуации, поэтому при таком положении компания может стать внутренне и внешне прозрачной.

Во внутренне прозрачной компании ( $p \approx 1$ ) менеджер никогда не будет действовать оппортунистически, так как в противном случае он всегда будет нести определенное наказание. Поэтому можно считать, что правая часть неравенства (3) всегда меньше единицы (в противном случае при  $p \approx 1$  в соответствии с формулой (3) менеджер действовал бы оппортунистически).

Рассмотрим случай, когда неравенство (3) выполняется, т.е. менеджер выбирает проект с наличием private benefits. Заметим, что вероятность этого события уменьшается с увеличением зарплаты, увеличением наказания и внешней прозрачности.

Пусть условие (3) выполняется. В момент времени 1 менеджер прилагает некоторые усилия с целью максимизации своей ожидаемой прибыли:

$$e(b(\eta) + w\eta\Pi(1 - p) - pF) - \frac{e^2}{2}, \quad (4)$$

где  $e$  – вероятность того, что он обнаружит потенциально перспективные проекты;  $\frac{e^2}{2}$  – издержки менеджера на усилия по обнаружению такого проекта.

В результате усилия управляющего составляют:

$$e^* = \min\{b(\eta) + w\eta\Pi(1-p) - pF, 1\}. \quad (5)$$

Определим условия, когда обе стороны могут быть заинтересованы в создании прозрачности. Для этого рассмотрим общую прибыль и акционеров, и менеджера. Средства на поощрение менеджера в случае появления прозрачности выделяются из средств компании, т.е., по существу, все акционеры передают на это часть своих доходов, пропорциональную доле их акций.

Совокупная ожидаемая прибыль акционеров и менеджера:

$$e(b(\eta) + \eta\Pi) - \frac{e^2}{2} - epF. \quad (6)$$

Первое слагаемое – это полная ожидаемая прибыль, второе слагаемое – это издержки управляющего на усилия по поиску проекта, третье – это наказания управляющего в случае его оппортунистического поведения, которое было обнаружено. После некоторого преобразования получим:

$$(b(\eta) + w\eta\Pi(1-p) - pF) \left( \eta\Pi + \frac{b(\eta) - w\eta\Pi(1-p) - pF}{2} \right) \quad (7)$$

Эту прибыль необходимо сравнить с прибылью прозрачной компании (когда менеджеру невыгодно вести себя оппортунистически). В прозрачной компании менеджер максимизирует свою ожидаемую прибыль:

$$ew\Pi - \frac{e^2}{2} \quad (8)$$

В результате усилия управляющего составляют:

$$e = \min\{w\Pi, 1\}. \quad (9)$$

А, значит, совокупная ожидаемая прибыль акционеров и управляющего равна:

$$e\Pi - \frac{e^2}{2} = \Pi^2 \left( w - \frac{w^2}{2} \right). \quad (10)$$

Следовательно, компания может стать прозрачной при выполнении условия:

$$\Pi^2 \left( w - \frac{w^2}{2} \right) \geq (b(\eta) + w\eta\Pi(1-p) - pF) \left( \eta\Pi + \frac{b(\eta) - w\eta\Pi(1-p) - pF}{2} \right). \quad (11)$$

Если раскрыть скобки, то несложно получить, что в зависимости от  $p$  выражение (7) принимает максимальное значение при  $p = 0$ .

$$\Pi^2 \left( w - \frac{w^2}{2} \right) \geq (b(\eta) + w\eta\Pi) \left( \eta\Pi + \frac{b(\eta) - w\eta\Pi}{2} \right), \quad (12)$$

то компания становится прозрачной. Найдем критическое значение зарплаты:

$$w^* = 1 - \sqrt{1 - \left( \frac{b(2\eta\Pi + b)}{\Pi^2(1 - \eta^2)} \right)} \quad (13)$$

Если  $w > w^*$ , то компании выгоднее стать прозрачной, если  $w < w^*$ , то возможны различные варианты, и необходим более детальный анализ.

Видно, что совокупная ожидаемая прибыль в случае оппортунистического поведения, описываемого формулой (7), уменьшается с возрастанием вероятности обнаружения советом директоров его злоупотреблений. Это означает, что в компаниях с разными уровнями внутренней прозрачности при прочих равных условиях вероятность повышения прозрачности (внутренней и внешней) выше у той, у которой изначально вероятность обнаружения оппортунистического поведения менеджера выше. Это значит, что чем больше открытости между менеджерами и советом директоров в компании, тем она более склонна к созданию полной внутренней прозрачности. Это и понятно: чем выше изначальная прозрачность внутри компании, тем рискованней для менеджера становится его оппортунистическое поведение и тем самым он в большей степени будет готов к открытому сотрудничеству, особенно, если это дополнительно поощряется. В последующем будем говорить о вероятности создания полной прозрачности, т.е. о вероятности того, что выражение (11) будет выполнено. При изменении какого-либо из показателей при прочих равных условиях могут изменяться (увеличиваться или уменьшаться) значения выражений (7) и (10), т.е. совокупные ожидаемые прибыли при низкой и высокой прозрачности. Это, в свою очередь, стимулирует или дестимулирует будущий рост уровня прозрачности в компании. Здесь важно не столько численное значение вероятности, сколько направление (уменьшение или увеличение) ее изменения.

Так, с увеличением зарплаты менеджера левая часть неравенства (11) возрастает сильнее, чем правая часть<sup>108</sup>, а это значит, что вероятность введения прозрачности в компании также возрастает (возрастает вероятность того, что неравенство (11) выполнено). Что вполне объяснимо, поскольку с ростом зарплаты официальная часть дохода менеджера возрастает по сравнению с неофициальной, и он больше склоняется к честному поведению.

При возрастании наказания  $F$  ожидаемая прибыль менеджера от оппортунистического поведения уменьшается (7). Это значит, что вероятность введения прозрачности с увеличением  $F$  возрастает, что также объясняется меньшей склонностью к оппортунистическому поведению менеджера.

Выражение (7) возрастает с увеличением  $b$ . Это значит, что вероятность введения внутренней прозрачности падает с возрастанием *private benefits* менеджера. Чем выше *private benefits* у менеджера в случае оппортунистического поведения, тем в меньшей степени ему выгодно появление прозрачности.

Таким образом, можно сформулировать следующее утверждение:

(1) В компании, где интересы одного крупного и многих мелких акционеров конгруэнтны, вероятность создания внутренней и внешней прозрачности повышается:

- с увеличением наказания менеджера за оппортунистическое поведение;
- с ростом официальной зарплаты менеджера;
- при более высоком начальном уровне внутренней прозрачности компании;
- с уменьшением *private benefits* менеджера.

### 2.3.6. Стратегия собственника

Теперь рассмотрим вторую схему поведения, когда крупные акционеры являются менеджерами. Данная ситуация похожа на предыдущую с тем отличием, что вместо зарплаты акционер получает

---

<sup>108</sup> Это верно при условии, что  $w < 0,5$ . Так как зарплата менеджера редко составляет половину всей прибыли компании, то это условие можно считать выполненным.

долно прибыли в компании. Аналогично предыдущему случаю ожидаемая совокупная прибыль (крупного собственника) в случае максимизации своей целевой функции будет:

$$(B + \alpha\eta\Pi - pF) \left( \eta\Pi + \frac{B - \alpha\eta\Pi - pF}{2} \right). \quad (14)$$

Ожидаемая прибыль в случае прозрачной структуры:

$$e\Pi - \frac{e^2}{2} = \Pi^2 \left( \alpha - \frac{\alpha^2}{2} \right). \quad (15)$$

Хорошо видно, что в данном случае выводы аналогичны выводам из предыдущего случая. В целом с увеличением доли крупного акционера вероятность появления внешней прозрачности в компании возрастает.

(2) В компании, где крупный акционер является менеджером, вероятность создания внешней прозрачности повышается:

- с возрастанием наказания;
- с увеличением внутренней прозрачности компании;
- с увеличением доли крупного акционера (при условии сильной зависимости внутренней прозрачности от доли крупного акционера);
- с уменьшением private benefits акционера.

### 2.3.7. Сговор менеджера и группы акционеров

Рассмотрим третью схему поведения, когда интересы акционеров не конгруэнтны и крупный акционер не является менеджером.

Посмотрим, какие условия крупный акционер должен создать менеджеру, чтобы последний согласился на сотрудничество. Будем считать, что акционер, владеющий большим пакетом акций, может использовать для поощрения не свои личные средства, а средства своей фирмы.

Предположим, что менеджер вступает в сговор с акционером. В данном случае усилия менеджера (по нахождению наиболее перспективного проекта) при сотрудничестве будут определяться максимизацией своей целевой функции:

$$ew\eta\Pi(1-p_2) - \frac{e^2}{2} - ep_2F$$

$$e = \min\{w\eta\Pi(1-p_2) - p_2F; 1\}$$
(16)

Акционер может выбрать такое поощрение менеджеру, чтобы собственная ожидаемая прибыль была максимальной. Ожидаемая прибыль акционера:

$$eB + e\alpha\eta\Pi(1-w) - ep_2F$$
(17)

Если подставить в выражение прибыли усилия менеджера и найти максимум, то получим, что он достигается в

$$w = \frac{(1-p)B - pF(1-p) + \alpha(\eta\Pi + pF)}{2\alpha(1-p)\eta\Pi}$$
(18)

Отсюда

$$e = \frac{(1-p)B - pF(1-p) + \alpha(\eta\Pi - pF)}{2\alpha}$$
(19)

Отсюда следует однозначный вывод: с ростом доли акций у крупного акционера усилия менеджера уменьшаются (так как в случае возможного изначального оппортунистического поведения  $B > pF$ ). Так как оптимальные усилия менеджера всегда меньше оптимальных усилий, дающих максимальную совокупную ожидае-

мую прибыль, то можно утверждать, что с ростом доли акций у крупного акционера вероятность создания прозрачности возрастает. Этот вывод достаточно очевиден с содержательной точки зрения: чем больше доля акций у крупного акционера, тем больше своих средств (за счет возрастания доли в компании) ему приходится отдавать в качестве поощрений менеджеру, и тем менее выгоден для него сговор. Анализ для остальных параметров производится по той же схеме, что и в предыдущих случаях, а выводы аналогичны приведенным выше. В частности, как видно из формулы (19), появление прозрачности возрастает с убыванием *private benefits*, с увеличением как наказания, так и внутренней прозрачности.

Так как отношение  $\frac{B}{P}$  может показывать в некоторой степени рентабельность вложений, увеличение *B* можно рассматривать как увеличение рентабельности от долгосрочных вложений. Вероятность создания внешней прозрачности в этом случае будет понижаться, и, наоборот, с уменьшением рентабельности долгосрочных вложений вероятность создания внешней прозрачности будет увеличиваться. Однако здесь стоит заметить, что при высокой рентабельности определенный эффект может оказывать рынок кредитов. В этом случае собственнику будет выгодно брать кредиты на рынке, вкладывать их в долгосрочные проекты и получать прибыль. Прозрачность в этом случае будет играть положительную роль, так как возможность взять большой выгодный кредит напрямую зависит от этого показателя. Поэтому с увеличением рентабельности от долгосрочных вложений тенденция уменьшения вероятности создания прозрачности может смениться на противоположную.

(3) В компании, где крупный акционер не является менеджером, но может иметь собственные интересы, не конгруэнтные с остальными акционерами, и действовать, руководствуясь своими целями, вероятность создания внешней прозрачности повышается:

- с увеличением доли крупного акционера;
- с увеличением наказания;
- с уменьшением *private benefits* акционера;
- с увеличением внутренней прозрачности компании.

### *2.3.8. Гипотезы и их применение*

Из утверждений (1)–(3) видно, что внутренняя и внешняя прозрачности положительно коррелируют между собой: чем выше внутренняя прозрачность, тем вероятнее появление внешней прозрачности в последующие моменты времени, при этом верно и обратное, что с появлением внешней прозрачности появляется и внутренняя прозрачность. На основании этого можно сформулировать гипотезу, более удобную для проверки, чем предыдущие утверждения:

**Н0:** *В компаниях существует положительная корреляция между внутренней и внешней прозрачностью.*

Несмотря на то что в теоретической части также выявлена отрицательная связь между появлением прозрачности и private benefits менеджера, а также мерой наказания в случае оппортунистического поведения, данные величины трудно проверяемы на практике.

Было обнаружено, что появление прозрачности положительно зависит от зарплаты менеджера. Этот вывод позволяет сформулировать следующую гипотезу:

**Н1:** *В компаниях существует положительная корреляция между уровнем прозрачности и зарплатой менеджеров.*

К сожалению, последнюю гипотезу достаточно сложно проверить, поскольку информацию о зарплатах менеджера предоставляют в основном прозрачные компании, в непрозрачных же эта информация обычно является закрытой. Из этой гипотезы, в частности, следует, что уровень зарплаты менеджера не только влияет на его стимулы к эффективной работе, но также воздействует на степень прозрачности фирмы.

**Н2:** *В компаниях уровень прозрачности положительно коррелирует с величиной доли крупного акционера (или группы) в компании.*

Какие выводы можно из этого сделать? Как уже было сказано, общепринятый высокий уровень прозрачности компаний способствует эффективному размещению капитала. Повышение прозрачности должно стимулироваться как федеральными, так и региональными органами власти. Государство должно по мере возможности способствовать концентрации крупных пакетов акций в руках одно-

го собственника в тех компаниях, которые еще имеют низкий уровень прозрачности. В частности, если государство владеет крупным пакетом акций и решает его реализовать, то продажи с последующим формированием крупного владельца должны иметь преимущество над продажей с итоговым распыленным владением. В первом случае компания с большей вероятностью станет прозрачной, нежели во втором. Такие предпочтения следует распространять только на непрозрачные компании, тогда как для прозрачных компаний это не имеет значения.

Здесь необходимо отметить, что хотя прозрачность является необходимым элементом успешной компании, однако для многих концентрированных компаний, в частности, находящихся в руках менеджеров, наличие высокой прозрачности повышает вероятность возможного внешнего захвата (особенно это касается компаний, не имеющих крупных внешних инвесторов и не обладающих крупным капиталом для отпора). Достаточно часто именно поэтому, несмотря на то, что процесс создания прозрачности может оказаться потенциально выгодным, компании опасаются это делать. В этом случае функция государства должна состоять в защите и поддержке компаний, находящихся на стадии появления прозрачности.

Можно выделить множество других факторов, препятствующих или способствующих появлению прозрачности. Одним из них является возможность дополнительного финансирования. Для многих компаний этот фактор может стать решающим для создания прозрачности. Возможность привлечения дополнительного финансирования, как одна из побудительных причин для появления прозрачности фирмы, будет нами рассматриваться ниже, в модели, учитывающей особенности российских компаний.

### *2.3.9. Построение модели для российских компаний*

Хотя построенная нами модель, в которой степень прозрачности зависит от взаимоотношений менеджера с советом директоров, при определенных предпосылках подходит для России, тем не менее она пригодна скорее для стран с *common law*. В России же, где существует высокая концентрация собственности, проблема данных взаимоотношений менее важна, поскольку и менеджер, и совет директо-

ров обычно представляют интересы одного крупного акционера либо группы акционеров с общими интересами и крупным пакетом акций.

Нашей задачей является анализ влияния различных факторов на прозрачность в российских компаниях. Построим модель, в которой в большей степени будет отражена российская специфика, а затем проверим, согласуются или не согласуются результаты предложенной модели с выдвинутыми ранее гипотезами.

Так как эмпирическим путем, как уже было сказано, можно проверить лишь последнюю гипотезу, мы построим модель, рассматривающую лишь взаимосвязь между прозрачностью и структурой собственности компании.

Важной особенностью российских компаний является высокая концентрация собственности. Данная особенность позволяет предполагать, что все решения принимаются одним акционером (или группой акционеров), который владеет основными активами. Естественно, при этом степень прозрачности компании определяется данным акционером. Следовательно, ключевым моментом исследования влияния на прозрачность различных факторов является поведение акционера и анализ условий, при которых ему выгодно (не выгодно) прозрачность. В России, при высокой концентрации собственности, когда крупные акционеры могут одновременно и управлять компанией, основная причина создания прозрачности – это привлечение инвестиций и соответственно инвесторов. Поскольку инвесторы не будут вкладывать средства в компании, о которых мало что известно, фирмам приходится повышать уровень прозрачности. Если, например, собственник считает свою компанию перспективной, способной выйти на новые рынки и успешно конкурировать там при условии привлечения инвестиции, то, естественно, ему необходимо сделать свою компанию открытой, чтобы потенциальные инвесторы увидели перспективность данной компании, ее надежность. Однако, когда компания бесперспективна и ее реальные активы и проекты менее эффективны, нежели это считается внешними инвесторами, создание открытости компании может быть даже невыгодным для собственника. Короче говоря, принимая решение об

определенном уровне прозрачности, собственник должен реально оценивать положение и перспективы компании. В нашей модели предполагается, что менеджер (собственник) обладает полной информацией относительно своей компании и своих проектов. Конечно, данное предположение условно и в некоторой степени может исказить результат, однако ключевые моменты остаются прежними.

Выбранные модели приватизации в России способствовали тому, что крупные пакеты акций компании сосредоточивались в руках менеджеров этой компании. На этапе массовой приватизации никакие рыночные факторы при получении собственности не принимались в расчет, да и не могли приниматься, поскольку сколь-нибудь развитого фондового рынка просто не существовало. Захват собственности определялся лишь возможностью это сделать либо опасениями враждебного внешнего поглощения. Вопросы оптимизации своего портфеля не ставились, величина пакета не рассматривалась с позиции будущих доходов компании. Сформировавшуюся в итоге приватизации структуру собственности при исследовании задачи максимизации прибыли акционерами можно считать величиной внешней (экзогенной).

В дальнейшем, по мере развития фондового рынка, улучшения законодательства (в том числе закрепления прав акционеров и препятствия незаконному поглощению) собственник уже мог рассматривать стратегию развития бизнеса, оптимизировать свой портфель исходя из рыночных принципов, покупая или продавая акции компаний. Законодательство стало лучше защищать компанию от незаконного поглощения, что дало возможность собственнику повышать открытость своей компании (раньше одной из причин, сдерживающих появление прозрачности, была боязнь поглощения (захвата) компании, поэтому многие акционеры, менеджеры предпочитали всеми способами делать компанию закрытой, непрозрачной, чтобы максимально ослабить интерес и угрозу поглощения, либо усложнить этот процесс). На данном этапе собственник, преследуя свои интересы, решает, продавать свой бизнес или нет (либо продавать только часть); создавать или не создавать механизмы открытости компании (данный вопрос, как уже отмечалось, основывается отчас-

ти на предпочтениях акционера, а также на возможности и перспективности дальнейшего развития и расширения данной компании). Соответствующая стратегия поведения собственника и будет решаться в данной модели.

На начальном этапе ( $t = -1$ ) в модели существует экзогенный параметр структуры собственности с ярко выраженной концентрированностью собственности. В компании есть крупный акционер (либо группа акционеров с общими интересами), который имеет всю полноту власти, т.е. все решения принимаются исходя из его интересов. Также в компании могут присутствовать мелкие акционеры (а также акционеры из трудового коллектива, правда, зачастую их голос передается менеджером, т.е. самому собственнику), которые не принимают активного участия в управлении и ограничены в представлении своих интересов в компании. Для простоты и наглядности будем считать, что в начальный момент весь пакет акций сконцентрирован в руках одного собственника (более общее допущение не изменит в целом структуру анализа).

На следующем этапе ( $t = 0$ ), когда уже в некоторой степени развиты рыночные механизмы, акционер может обладать уже другой долей акций компании ( $\alpha$ ) (свою долю акций он может продать (или купить) на рынке за определенную цену  $\Delta$ ), однако будем считать, что управление компании все еще находится в его руках. На данном этапе компания (а именно собственник) решает вопрос: делать компанию прозрачной или нет? Ответ на данный вопрос определяется в зависимости от структуры компании и интересов собственника. Предполагается, что в данный момент времени собственник хорошо знает свою компанию и может с определенной степенью точности утверждать, насколько она конкурентоспособна, насколько перспективны ее проекты, а также потенциал ее дальнейшего развития. Таким образом, он владеет дополнительной информацией относительно своей компании, которой не обладают внешние инвесторы, т.е. информация является асимметричной.

Решение акционера о том, продавать данную компанию или сделать компанию открытой, зависит от перспективности самой компании. Если, например, акционер открывает информацию о неперспек-

тивной компании, то это решение приведет, скорее всего, к нежеланию внешних инвесторов вкладывать в компанию свои средства. Кроме того, могут существовать личные интересы собственника в отношении компании и ее развития. Все это вместе можно охарактеризовать одним параметром – степень перспективности проекта (компании) – и обозначить этот показатель  $\theta$ . Если компания создаст высокую прозрачность, то она может реализовать свои возможности  $\theta$ , если же нет, то реализовать свои перспективные возможности она не в состоянии. Для простоты предположим, что компании бывают двух видов: с высокой перспективностью (или возможностью высокого дохода) ( $\theta_H$ ) и с низкой ( $\theta_L$ ). Предположим далее, что существует только два состояния компании: прозрачная ( $\eta = 1$ ) и непрозрачная ( $\eta = 0$ ). В случае если собственник не делает компанию прозрачной, то, фактически ограничивая ее возможности, он оставляет ее в состоянии неперспективной компании. Пусть издержки создания прозрачности составляют  $C$  (в эти издержки могут входить не только издержки по созданию прозрачности, но и издержки, как следствие раскрытия информации).

В случае непрозрачной компании любые действия акционера остаются закрытыми и не наблюдаются внешней стороной. Поэтому для собственника существует преимущество иметь непрозрачную компанию: он может действовать в собственных интересах, которые могут ущемлять интересы миноритариев, при этом оставаясь безнаказанным. В случае прозрачной компании любые действия, которые противоречат интересам миноритариев, могут быть легко выявлены и пресечены. Таким образом, представляется разумным предположение о том, что в случае непрозрачной компании акционер будет управлять компанией исключительно в своих интересах (и получать от этого ожидаемую выгоду  $B$ ), тогда как в случае прозрачной компании – в интересах всех акционеров.

Здесь стоит заметить, что личная выгода мало зависит от доли акций крупного собственника, так как обусловлена лишь тем, что он управляет компанией. Тогда как доход, получаемый от прибыли компании, распределяемой между всеми акционерами, напрямую

зависит от доли его акций (такое описание несколько похоже на то, что рассматривалось ранее).

Перспективная прозрачная компания, привлекая инвесторов, имеет высокодоходный проект с доходностью

$$R_H : N(\theta_H, \sigma^2).$$

Данная доходность может быть использована исключительно в интересах всей компании, так как компания является прозрачной. Для простоты предположим, что ожидаемые доходности неперспективной или перспективной непрозрачной компании одинаковы и выражаются

$$R_L : N(\theta_L, \sigma^2).$$

Схему возможной стратегии собственника можно представить следующим образом (рис. 4).

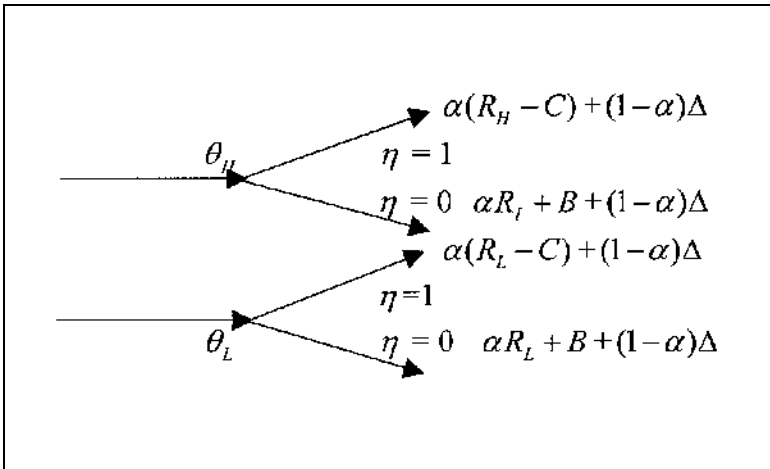


Рис. 4. Схема возможной стратегии собственника

В случае, когда компания неперспективная, акционеру нет смысла создавать прозрачность, так как от этого он терпит только убытки. Таким образом, создание прозрачности является сигналом того, что компания перспективная.

Предположим, что предпочтения собственника (предпринимателя) описываются следующей функцией полезности (предприниматель не склонен рисковать):

$$U(w) = -e^{-\rho w}$$

Задачей собственника является максимизация своего благосостояния. Здесь возможны две ситуации. Первая возникает, если считать, что доля крупного акционера  $\alpha$  не является величиной экзогенной, т.е. предполагается, что он может продавать (покупать) свои акции в расчете на максимизацию своего благосостояния. Так как задачей является выявление связи между прозрачностью и долей крупного акционера, то в данном случае говорить о том, что размер пакета акций у крупного акционера влияет на повышение прозрачности в будущем, нельзя, так как и доля акций, и решение о прозрачности определяются исходя из задачи максимизации своего благосостояния, и говорить здесь уместно лишь о корреляции этих двух величин (положительной, отрицательной или нулевой). Вторая ситуация возникает, когда доля крупного акционера  $\alpha$  считается величиной экзогенной, т.е. предполагается, что продать (купить) акции достаточно сложно или делать это совершенно невыгодно. В таком случае, поскольку  $\alpha$  является величиной экзогенной, говорить о причинно-следственной связи уже более уместно.

Разберем сначала первый случай.

Предположим, что в случае перспективного проекта создание прозрачности в целом для компании окупается высокодоходным проектом, т.е. возможность привлечения инвестиций очень заманчива:

$$\theta_H - \theta_L > C + B. \quad (20)$$

Последовательность действий представлена в следующей таблице:

$t = -1$	$t = 0$ (асимметричная инф.)	$t = 1$
Полная концентрация активов у собственника	Собственник обладает долей $\alpha$ , знает о перспективности компании, выносит решение о прозрачности, реализация проекта	Завершение проекта, реализация прибыли

Поскольку задача акционера состоит в максимизации своего благосостояния, которое в данной модели зависит от доли его акций, а также от решения о создании или несоздании прозрачности, то он выбирает для себя оптимальное сочетание этих величин.

В случае перспективной компании, если собственник создает прозрачность, то он получает ожидаемую полезность:

$$EU(w) = U((1 - \alpha)\Delta + \alpha\theta_H - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} - \alpha C). \quad (21)$$

В случае перспективной компании, если собственник не создает прозрачность, то он получает ожидаемую полезность:

$$EU(w) = U((1 - \alpha)\Delta + \alpha\theta_L - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} + B). \quad (22)$$

В случае, когда собственник решает создать прозрачность, он выбирает оптимальную долю своего пакета акций:

$$\alpha^H = \frac{\theta_H - C - \Delta}{\rho\sigma^2}. \quad (23)$$

В случае, когда собственник решает не создавать прозрачность, он выбирает оптимальную долю своего пакета акций:

$$\alpha^L = \frac{\theta_L - \Delta}{\rho\sigma^2}. \quad (24)$$

Условие, при котором ожидаемое благосостояние будет больше в прозрачной компании:

$$(\theta_H - C - \Delta)^2 > (\theta_L - \Delta)^2 + 2\rho\sigma^2 B. \quad (25)$$

Как видно, чем более перспективная компания (чем выше  $\theta_H$ ), тем больше шансов компании стать прозрачной.

Таким образом, если данное условие выполнено, то собственник создает прозрачность и доля его акций –  $\alpha^H$ , если же он не создает прозрачность, то доля его акций –  $\alpha^L$  (видно, что  $\alpha^H > \alpha^L$ ).

Теперь в случае, когда компания неперспективная, ясно, что она остается непрозрачной и ожидаемая полезность собственника составляет:

$$EU(w) = U((1 - \alpha)\Delta + \alpha\theta_L - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} + B). \quad (26)$$

Ожидаемая полезность в зависимости от доли крупного акционера на втором этапе максимальна при

$$\alpha^L = \frac{\theta_L - \Delta}{\rho\sigma^2} \quad (27)$$

(предположим, что величина  $\theta_L - \Delta$  является положительной (т.е. внешние потенциальные акционеры считают, что компания может быть еще менее перспективной), и при этом собственник оставляет за собой право управлять компанией; более общее рассмотрение ситуации здесь возможно, однако оно не повлияет на итоговый результат, и ключевые моменты останутся теми же (далее ситуация рассматривается несколько подробнее)).

В итоге получается, что в компаниях, в которых появляется прозрачность, доля пакета крупного акционера выше, чем в компаниях, которые остаются закрытыми. Таким образом, существует положительная связь между прозрачностью в момент ее появления и долей крупного акционера. В целом видно, что данная положительная связь (обнаруженная при исследовании) согласуется со схемой: высокая доля крупного акционера должна существовать преимущественно в перспективной компании, которой выгодно быть прозрачной.

В случае развитого рынка с наличием крупных игроков (инвесторов), которые нейтральны к риску, у собственников возникает возможность переложить издержки, связанные с риском, на инвесторов. Тогда ожидаемая полезность собственника в перспективной компании будет:

$$EU(w) = U((1 - \alpha)\Delta + \alpha\theta_H - \alpha C) \quad (28)$$

(после создания прозрачности собственник может продать свой пакет за реальную стоимость).

При этом собственнику выгодно оставлять свою долю максимальной перед появлением прозрачности, т.е. равной 1. Тогда при выполнении условия (20) для перспективной компании собственнику в любом случае выгодно создавать прозрачность.

Таким образом, в данной модели продажи будут осуществлять только неперспективные компании (причем предположим, что внешние игроки знают, что компаний всего два типа), тогда можно считать, что стоимость непрозрачной компании будет отождествляться с  $\Delta = \theta_L$ . В этом случае собственнику имеет смысл оставлять у себя акции только для сохранения контроля над компанией. Ожидаемая полезность в данном случае будет:

$$EU(w) = U(\theta_L - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} + B) \quad (29)$$

При этом  $\alpha^* < 1$ . В итоге получается тот же вывод: в прозрачной компании доля акций крупного акционера наибольшая, тогда как в непрозрачной – ниже.

Теперь рассмотрим вторую ситуацию, когда долю крупного акционера можно считать экзогенной. В случае перспективной компании, если собственник создает прозрачность, он получает ожидаемую полезность:

$$EU(w) = U(\alpha\theta_H - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} - \alpha C) \quad (30)$$

В случае перспективной компании, если собственник не создает прозрачность, он получает ожидаемую полезность:

$$EU(w) = U(\alpha\theta_L - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} + B) \quad (31)$$

В этом случае необходимо сравнивать уравнения (30) и (31) для выяснения, будет компания прозрачной или нет. С увеличением доли крупного акционера при выполнении условия (20) выражение

(30) будет возрастать сильнее, чем выражение (31). Так как прозрачность компании зависит от сравнения (30) и (31), то прозрачность будет определяться как

$$\eta = \begin{cases} 1, & \alpha(\theta_H - \theta_L - C) \geq B \\ 0, & \alpha(\theta_H - \theta_L - C) < B \end{cases}. \quad (32)$$

Отсюда видно, что прозрачность положительно зависит от доли крупного акционера, поскольку с увеличением доли крупного акционера доход собственника от прибыли компании в случае прозрачности растет быстрее, нежели в случае неперспективной компании. Таким образом, в какой-то момент доход от создания прозрачности превышает доход от предпочтения личных интересов в управлении компанией, тем самым заставляя собственника создавать прозрачность.

Мы рассмотрели модель, изучающую появление прозрачности применительно к российским условиям. Полученные результаты соответствуют ранее сформулированной гипотезе о положительной связи между степенью открытости компании и наличием крупного акционера (собственника). Рассмотренная нами ранее модель, изучающая взаимоотношения менеджера с советом директоров, более пригодна для западных стран с развитыми рыночными отношениями. Возможно, в будущем такая модель может быть использована и для России. Однако в настоящее время в России, на наш взгляд, предпочтительнее модель, приведенная в данной части работы.

### *2.3.10. Эмпирические исследования*

В данной части работы будут изложены возможные подходы к проблеме обнаружения и количественного определения показателя прозрачности.

Выделим три направления оценки опосредованного показателя прозрачности: анализ поведения акций на финансовом рынке, измерение прозрачности посредством отчетностей, квартальных публи-

каций, интервью, презентаций и т.д., а также с помощью аналитического прогнозирования.

*Аналитические прогнозы.* Финансовые аналитики собирают информацию из публичных и частных источников, анализируют поведение фирмы и на этом основании делают прогнозы относительно дальнейшего состояния компании, а также дают рекомендации (покупать, продавать или держать акции). Таким образом, прогнозы аналитиков содержат в себе всю доступную информацию относительно исследуемой компании и тем самым могут быть связаны с прозрачностью (как мерой объема полезной информации, предоставляемого компанией внешнему рынку). Речь идет о дисперсии прогнозов аналитиков. Положительная связь между прозрачностью и дисперсией исследуется, например, в работах (*Lang Mark H., Russell J. Lundholm, 1996; Chang James J., Tarun Khanna, Krishna Palepu, 2000*), а некоторые приближенные оценки прозрачности в работе (*Li Jin, S. Myers, 2004*), где проводились исследования дисперсии прогнозов прибыли компании. Для России такие данные существуют (например, они предоставляются компаниями «Ренессанс Капитал», «Русские инвесторы», «АТОН»), однако количество таких прогнозов невелико. Существует несколько другой подход к решению данной проблемы. Имеет смысл сосредоточиться на прогнозах аналитиков относительно стоимости акций. Прогнозы стоимости акций в определенном приближении также можно рассматривать в качестве аппроксимации показателя прозрачности (прогноз стоимости акции отражает прогнозируемую прибыль компании и аккумулирует всю информацию и все аналитические сведения, имеющиеся на рынке). Рассмотрение прогнозов стоимости акций в качестве показателя прозрачности имеет свои преимущества: такие прогнозы появляются на рынке более регулярно, нежели прогнозы по прибыли, а следовательно, содержат в себе больше информации.

Оказалось, что достаточно много аналитических компаний дают рекомендации, а также прогнозы роста или падения акций, например: «Тройка Диалог», «Русские инвесторы», «Перспектив ИК», «Ренессанс Капитал», «АВК-Аналитика», Альфа-Банк и др. (всего нами было обнаружено 27 аналитических компаний). К сожалению,

большинство из них предоставляют информацию не по всему спектру компаний, а лишь по наиболее крупным. Тем не менее среднее количество аналитических прогнозов для компаний, по которым имеется информация об их структуре собственности, около 9. Этого достаточно для расчета дисперсии. Следует сделать следующее преобразование (чтобы стоимость акций не влияла на оценку прозрачности):

$$PROXY = \frac{\hat{\sigma}}{\hat{\mu}}$$

где  $\hat{\sigma}$  – оценка стандартного отклонения,  $\hat{\mu}$  – средний прогноз, используемый для нивелирования гетерогенности из-за различия в стоимости между фирмами.

*Отчетность компании.* Способ измерения прозрачности компании путем исследования ее бухгалтерской отчетности достаточно распространен. В России публикуется рейтинг прозрачности Standard&Poor's, измеренный таким способом. Он основывается на годовой отчетности компании. Однако существуют и другие методики. Так, в статье (Botosan Christine A., Marlene Plumlee, 2000) достаточно подробно описывается методика определения прозрачности с использованием не только годовой отчетности, но также квартальных публикаций, различных интервью, презентаций и т.д. с использованием определенного веса для каждого. Данная методика подсчета имеет свои недостатки. Во-первых, оценка ставится в зависимости от наличия или отсутствия определенного пункта в отчетности. Такая методика подсчета достаточно субъективна. Во-вторых, как верно замечается в статье (Patel Sandeep A., George Dallas S., 2002), такое ранжирование не учитывает качества предоставляемой информации. Это может приводить к тому, что оценка прозрачности может быть и максимальной, а информация, содержащаяся в отчетах, – малозначительной и несущественной. Менеджеры могут подбирать информацию так, что важная информация не раскрывается, а оценка прозрачности остается высокой. Тем не менее, несмотря

на эти существенные недостатки, возможно рассмотрение данного показателя в качестве оценки прозрачности.

Для получения такого показателя лучше всего воспользоваться исследованиями Standard&Poor's: выделить из его методики подсчета те данные, которые в наибольшей степени соответствуют нашему пониманию прозрачности. Критерии, по которым исследуется информационная открытость следующие:

1) информация об акционерном капитале (описание структуры собственности);

2) права акционеров;

3) финансовая информация;

4) операционная информация (показатели эффективности, инвестиционные планы);

5) информация о руководстве и членах совета директоров, вознаграждение высшего руководства и членов совета директоров.

Для наших целей наиболее информативными являются 4-й и 5-й пункты исследования Standard&Poor's.

*Поведение акций.* В работе (Li Jin, S. Myers, 2004) показано, что прозрачность компании отрицательно коррелирует с  $R\text{-squared}$  (квадрат корреляции поведения акций компании и поведения индекса общего портфеля). Кроме возможной оценки прозрачности, посредством данного показателя возможно исследование реакции рынка на различные публикации и финансовые отчетности. К сожалению, такие способы расчета далеко не идеальны. Кроме того, они предполагают, что рынок должен быть эффективным, чего нельзя утверждать в отношении российского фондового рынка. Поэтому такие методы определения прозрачности нежелательны.

По нашему мнению, наиболее подходящим показателем оценки прозрачности для российских компаний является показатель дисперсии прогнозов аналитиков.

### 2.3.11. Проверка гипотезы

Ниже будут рассмотрены основные регрессионные модели, с помощью которых будет проверяться следующая гипотеза:

***H2:*** В компаниях **прозрачность** положительно коррелирует с величиной доли наиболее крупного акционера (или группы акционеров) в компании.

Так как наиболее предпочтительной аппроксимацией прозрачности является дисперсия прогнозов аналитиков, необходимо выявить, от каких показателей эта дисперсия может зависеть, а также обсудить, существует ли связь между этими показателями и самой прозрачностью.

Прежде всего, необходимо выделить основные сектора экономики (нефтегазовая отрасль, электроэнергетика, телекоммуникации, машиностроение и т.д.), к которым относятся компании из исследуемой аналитиками выборки. Для каждой из этих отраслей прогнозы могут иметь свои особенности. Для одной отрасли поведение курса акций компании, а также ее ожидаемые доходы могут целиком определяться внешним рынком и внешней информацией (например, в нефтегазовой отрасли одним из основных индикаторов привлекательности компании являются мировые цены на нефть). Для другой – наоборот, курс акций, а также будущая прибыль компании целиком зависят от эффективности ее деятельности, перспективности проектов и стратегий и, может, в меньшей степени от общемировых новостей. Поскольку прозрачность определялась как доля раскрываемой фирмой информации, она не зависит от внешней информации, тогда как на прогнозы аналитиков такая информация оказывает влияние. Поэтому необходимо определить, к какой отрасли данная компания относится. В дальнейшем в регрессиях принадлежность к той или иной отрасли будет учитываться.

Также дисперсия прогнозов может быть связана с размером рассматриваемой компании. Причина заключается в том, что прогнозы аналитиков в основном предназначаются инвесторам. Чем больше инвесторов и чем больше у этих инвесторов размер пакета акций компании (в том числе в денежном выражении), тем больший интерес к ней со стороны этих же инвесторов. Следовательно, тем больший спрос на рынке к прогнозам, касающимся данной компании. Это, в свою очередь, приводит к увеличению внимания к акциям со стороны аналитиков, что влияет на точность прогнозов, а значит, и

на дисперсию. В частности, в работе (*Brown, Richardson, Schwager, 1987*) показана связь между точностью прогнозов и размером фирмы. Однако стоит вопрос: существует ли связь между размером фирмы и прозрачностью? В ряде работ путем эмпирической проверки было показано, что явной связи между данными показателями не наблюдается, поэтому будем считать, что данная связь незначительна.

Полученные оценки дисперсии могут также зависеть от числа аналитиков, исследующих данную компанию. Это может обуславливаться тем, что в зависимости от числа аналитиков, участвующих в прогнозировании цен на акции конкретной компании, исследователи могут по-разному реагировать на консенсус-прогноз. Такое поведение, когда аналитик высказывает прогнозы, почти совпадающие с общим прогнозом, при большом числе аналитиков рассматривается, например, в статье (*Trueman Brett, 1994*). Это, в свою очередь, может влиять на дисперсию и совершенно не зависеть от прозрачности компании. Поэтому стоит также учитывать влияние на дисперсию прогнозов и числа аналитиков.

В то же время, возможно, встает вопрос учета так называемых «ошибок измерений» (например, ошибки, связанные с тем, что прогнозы делаются не в один момент времени, отсюда разные прогнозы могут содержать разную информацию). Такие ошибки по своей природе будут давать существенные отклонения в дисперсии, так как имеют большие значения. Ошибки такого рода можно «отлавливать», включая в качестве регрессоров, например, KURTOSIS (момент четвертого порядка). Однако этого не стоит делать по той причине, что прогнозы, лежащие далеко от консенсуса, могут быть правдоподобными. Здесь стоит отметить работу (*Butler Kirt C., 1991*), в которой показано, что прогнозы «пессимистов» по отношению к среднему консенсусу могут быть более точными, чем оптимистические прогнозы. Тем самым учет KURTOSIS в такой ситуации привел бы к ухудшению оценки прозрачности, так как исключал бы данные, содержащие ценную информацию. Поэтому включать KURTOSIS в правую часть не стоит. При этом неинформативные точки придется относить к ошибкам измерения.

Выше был предложен начальный способ проверки гипотезы. В данной части будут предоставлены первые эмпирические результаты. Задача на данном этапе – выявить, какие из рассмотренных выше переменных следует включать в итоговую регрессию, а какие исключать. Начальная регрессия выглядит следующим образом:

$$DISF_i = \alpha + \sum_{j=1}^{k-1} \beta_j D_j + \delta \ln(FIRM_i) + \gamma N_i + \varphi SHFR_i + \varepsilon_i, \quad (33)$$

где  $\tilde{p}_i$  – прогноз  $i$ -го аналитика;  $D_j$  – думми-переменная, равная 1, если компания относится к  $j$ -й отрасли, и нулю – в противном случае;  $k$  – общее число отраслей;  $FIRM$  – капитализация компании (на июнь 2004 г.);  $N$  – число аналитиков, участвующих в прогнозе;  $SHFR$  – доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера.

Прогнозы аналитиков брались для каждой компании на середину месяца (15 июня 2004 г.). В среднем на каждую компанию приходилось 7 прогнозов аналитиков. Прогнозы осуществлялись следующими компаниями: Brunswick UBS, UFG, Альфа-Банк, «АТОН ИГ», Банк «ЗЕНИТ», ГУТА-банк ИГ, МДМ-банк, «Проспект ИК», «Ренессанс Капитал», «Тройка Диалог», «УРАЛСИБ ФК», «ЦентрИнвестСекьюритис ИК».

Дисперсия прогнозов (а точнее, нормированная дисперсия) рассчитывалась по следующей формуле:

$$DISF = \frac{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (\tilde{p}_i - \bar{p})^2}{\bar{p}}. \quad (34)$$

$$\bar{p} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N \tilde{p}_i$$

Расчет производился для 39 компаний, входящих в 6 секторов экономики: нефтегазовая отрасль, энергетика, телекоммуникации, металлургия, машиностроение и потребительский сектор.

Дисперсия прогнозов аналитиков рассматривалась только для одного месяца (июнь 2004 г.). Капитализация компаний бралась также для июня 2004 г. В качестве объясняющей переменной использовался логарифм капитализации, так как капитализация компаний различается на несколько порядков и для учета различий между всеми компаниями логарифмический подход более предпочтителен.

Информация о структуре собственности (наиболее крупный акционер, миноритарные акционеры и т.д.) бралась из HandBook (январь–июль 2004 г. Renaissance Capital).

На основании собранных данных получают следующие коэффициенты (Приложение 3, табл. ПЗ-1). Хотя первый результат основывается всего лишь на данных одного месяца, полученные результаты достаточно неплохие. Коэффициент при доле акций наиболее крупного акционера оказался значимым на 1%-м уровне значимости. Отрицательный коэффициент означает, что с повышением доли акций у крупного акционера уменьшается дисперсия прогнозов, а следовательно, возрастает прозрачность. Что касается других коэффициентов, то, к сожалению, большинство из них оказались незначимыми. Несмотря на незначимость *dummy*-переменных, их не следует удалять, так как они характеризуют разные отрасли, в которых по-разному ведется оценка прогнозов.

Кроме данной регрессии были также рассмотрены регрессии с использованием вместо доли акций у одного крупного акционера доли акций, находящихся в руках крупных акционеров (>10%).

Первая регрессия выглядит следующим образом:

$$DISF_i = \alpha + \sum_{j=1}^{k-1} \beta_j D_j + \delta \ln(FIRM_i) + \gamma N_i + \varphi SHFRM_i + \varepsilon_i, \quad (35)$$

где *SHFRM* – общая доля крупных акционеров.

Результаты оценки показаны в Приложении 3, *табл. ПЗ-2*. Коэффициент при доле акций, находящихся у крупных акционеров, в данной регрессии оказался незначимым. При этом *F*-статистика оказалась незначимой на 10%-м уровне, что говорит о том, что нет значимой разницы между данными объясняющими переменными и простой константой.

Первые эмпирические результаты, полученные на данных одного месяца, показывают, что существует положительная связь между прозрачностью и долей акций, принадлежащей на наиболее крупному акционеру. Тем не менее большинство других переменных оказалось незначимыми, что говорит о том, что данные переменные недостаточно хорошо представляют внешнюю информацию, которая не имеет отношения к прозрачности, но при этом влияет на дисперсию. Для более точного определения зависимости прозрачности от доли крупного акционера необходимо рассмотреть дополнительные объясняющие переменные, которые могли бы быть хорошими показателями, объясняющими дисперсию прогнозов, но не связанными с прозрачностью. Кроме того, вышеприведенные оценки показывают, что имеет смысл сосредоточиться на доле наиболее крупного акционера, нежели на доле всех крупных акционеров, так как последний показатель оказался незначим (даже на 15%-м уровне значимости).

Предполагается, что дисперсия прогнозов будущих цен на акции может зависеть от волатильности этих цен. Логично предположить, что с увеличением волатильности дисперсия прогнозов также возрастает. Считается, что волатильность слабо зависит от прозрачности компании. Это позволяет нам включать ее в правую часть регрессии, не опасаясь того, что показатель прозрачности будет искажен данной переменной.

Также стоит включить в качестве объясняющей переменной ликвидность акций. Цены ликвидных бумаг лучше отражают текущую информацию на рынке, при этом прогнозы по ним могут существенно определяться текущей ценой.

Опишем более подробно расчет каждой из используемых переменных. Для расчета волатильности акций использовались данные за весь 2003 г. Причина использования годовых данных заключается

в том, что использование месячных данных для многих компаний может дать лишь приблизительные, а следовательно, искаженные, данные по той причине, что сделки по акциям данных компаний осуществляются достаточно редко (довольно часто происходит, что за месяц осуществляется всего 2–4 сделки). В качестве показателя волатильности будет использоваться стандартное отклонение доходности акции. Метод оценки волатильности будет основываться на методе простой скользящей средней. Доходность будет измеряться с помощью данных о еженедельных котировках акций в течение года.

На основании этого формула оценки волатильности будет выглядеть следующим образом:

$$VOL = \sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (r_i - \bar{r})^2}, \quad (36)$$

$$r_i = \frac{P_i - P_{i-1}}{P_{i-1}}, \quad \bar{r} = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N r_i$$

где  $N$  – число наблюдений ( $N = 52$ ).

В качестве ликвидности было выбрано несколько показателей. Первый показатель основывается на объеме торгов по данному типу акций. Расчет данного показателя производился для одного месяца, предшествующего месяцу, в котором проводились прогнозы (т.е. данные за май 2004 г.). Сам *proxu* ликвидности рассчитывался как логарифм объема торгов, так как величина объема торгов разными акциями может различаться на несколько порядков, следовательно, для учета различий между акциями такой подход более предпочтителен.

Кроме ликвидности, выражающейся в объеме торгов, был выделен другой *proxu* ликвидности – спред. Данный показатель был подсчитан, исходя из данных торгов месяцем ранее (т.е. май 2004 г.). Для каждой компании бралось усредненное значение спреда за весь месяц. Спред рассчитывался двумя способами: первый – как раз-

ность между значениями наилучшей цены продажи и наилучшей цены покупки; второй – как разность между продажей и покупкой на начало дневных торгов. Первый *proxu* брался как в логарифмическом виде, так и в обычном. Вторым – только в обычном (среди его значений были и отрицательные, например акции «Газпрома»).

Общий вид расчетов ликвидности с помощью спреда следующий:

$$LIQS = \frac{1}{n} \sum_i (B_i - A_i), \quad (37)$$

где  $n$  – число дней в месяце;  $B$  – продажа;  $A$  – покупка.

В итоге проверка прогнозов осуществлялась с помощью следующего уравнения:

$$DISF_i = \alpha + \sum_{j=1}^{k-1} \beta_j D_j + \lambda LIQ_i + \theta VOL_i + \\ + \delta \ln(FIRM_i) + \gamma N_i + \varphi SHFR_i + \varepsilon_i, \quad (38)$$

где  $DISF$  – дисперсия прогнозов аналитиков;  $D_j$  – dummy-переменная, отвечающая  $j$ -й отрасли;  $k$  – число отраслей;  $FIRM$  – капитализация компании;  $N$  – число аналитиков, участвующих в прогнозе;  $SHFR$  – доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера. Расчет производился для 37 компаний, входящих в 6 секторов экономики: нефтегазовая отрасль, энергетика, телекоммуникации, металлургия, машиностроение и потребительский сектор.

В качестве показателя ликвидности сначала возьмем логарифм объема торгов. На основании собранных данных получаются следующие коэффициенты (Приложение 3, табл. ПЗ-4). Достаточно много коэффициентов (в том числе показатель ликвидности акций) оказались незначимыми (хотя коэффициент при доле крупного акционера оказался значимым). Довольно удивительно то, что коэффициент при волатильности оказался отрицательно значимым. Из-

начально предполагалось, что дисперсия прогнозов и волатильность положительно коррелируют друг с другом, в итоге же оказалось наоборот. Это можно объяснить либо тем, что прозрачность, с одной стороны, уменьшает дисперсию аналитиков, а с другой – увеличивает поток информации на рынке, а следовательно, реакцию рынка, выраженную в определенной волатильности, отсюда и отрицательный знак, либо через определенное влияние волатильности на поведение аналитиков. Первое объяснение кажется довольно странным, если считать, что волатильность слабо определяется прозрачностью. Если оно все же окажется верным, то встает вопрос об уместности использования волатильности в правой части. Однозначно сказать, что влияет на данную зависимость, наверное, сложно, поэтому мы не будем заранее исключать волатильность как ценную объясняющую переменную, однако чуть позже покажем, что без нее результат исследования кардинально не меняется.

Так как коэффициент при ликвидности оказался незначимым, попробуем в качестве ликвидности использовать другие показатели. В случае использования простого спреда (спред1) регрессия получается следующей (Приложение 3, *табл. ПЗ-5*) Коэффициент при спреде остается незначимым. В случае спреда с использованием данных начала торгов регрессия получается следующей (см. Приложение 3, *табл. ПЗ-6*). Коэффициент при спреде остается по-прежнему незначимым. Для случая логарифма спреда – см. Приложение 3, *табл. ПЗ-7*). Посмотрим на общую таблицу корреляций переменных (*табл. 2.1*).

Несмотря на то что было проверено несколько оценок показателя прозрачности, ни один из них не оказался значимым. Это может объясняться тем, что объясняющие переменные сильно коррелированы. Попробуем избавиться от мультиколлинеарности. Среди спредов наибольшее внимание стоит уделить последнему – логарифму спреда. Во-первых, регрессия при нем показала наибольший  $Adj. R^2$ . А, во-вторых, он более предпочтителен, так как позволяет различать относительно ликвидные компании (так, например, ликвидность по спреду для РАО «ЕЭС» получилась около 0.008, для «ЦентрТелекома» – 0.028, а для «Ленэнерго» – 0.24. Понятно, что при таких широ-

ких значениях при обычном подсчете разница между ликвидностью «ЦентрТелекома» и РАО«ЕЭС» будет «съедаться», хотя совершенно ясно, что ликвидность у РАО«ЕЭС» значительно больше, чем у того же «ЦентрТелекома». В этом плане логарифмическая шкала позволяет существенно различать эти две компании. Логарифм спреда сильно коллинеарен с другими переменными ( $VIF = 4.7$ ). К сожалению, данная регрессия также не показала значимость коэффициента при ликвидности акций. Поэтому на основании рассмотренных регрессий в дальнейшем данный коэффициент учитываться не будет.

Таблица 2.1

Таблица корреляций

	Спред2	Спред1	ln(Спред)	ln(Объем)	Volatility	капитал	max1	N
Спред2	1.000							
<b>Спред1</b>	0.977	1.000						
<b>ln(Спред)</b>	0.813	0.839	1.000					
<b>ln(Объем)</b>	-0.671	-0.708	-0.881	1.000				
<b>Volatility</b>	0.389	0.330	0.126	-0.003	1.000			
<b>капитал</b>	-0.631	-0.680	-0.827	0.862	0.050	1.000		
<b>max1</b>	0.222	0.221	0.268	-0.249	0.217	-0.084	1.000	
<b>N</b>	-0.526	-0.587	-0.602	0.624	-0.278	0.541	-0.280	1.000

Без него регрессия будет выглядеть следующим образом (см. Приложение 3, табл. ПЗ-8).

Так как ошибка дисперсии зависит от числа наблюдений, то желательно проверить регрессию на гетероскедастичность. Исследование регрессии на гетероскедастичность рассматривается в приложении (см. Приложение 1).

Кроме рассмотренных показателей, таких как волатильность цен на акции, ликвидность, капитализация компании, далее будет произведена попытка исследования дополнительных переменных, которые могли бы оказывать влияние на дисперсию прогнозов аналитиков.

Прогнозы аналитиков основываются на имеющейся информации. Немаловажным источником данной информации служат финансовая

отчетность компании и, в частности, такие показатели, как выручка, прибыль, издержки производства и т.д. Разные аналитические агентства по-разному могут оценивать такого рода данные для расчета прогнозов. Вполне уместно считать, что в компании со стабильными показателями, не меняющимися со временем, результаты прогнозов аналитиков будут достаточно близкими, тогда как в компании с высокими «колебаниями» различных ключевых показателей прогнозы могут также достаточно сильно различаться. Следовательно, имеет смысл предположить, что дисперсия различных показателей компании (прибыли, например) может положительно влиять на дисперсию прогнозов аналитиков. Можно также считать, что дисперсия прибыли компании (посчитанной на основании годовых или квартальных данных) не определяется непосредственно прозрачностью компании. Следовательно, включение данного показателя в качестве объясняющей переменной не будет создавать сложностей с выявлением непосредственно прозрачности из дисперсии прогнозов.

Для расчета этих показателей были рассмотрены квартальные отчетности с 2000 по 2004 г. В расчет принимались следующие основные финансовые показатели: выручка (выручка от продажи товаров, работ, услуг); балансовая прибыль (прибыль до налогообложения); чистая прибыль (прибыль после налогообложения). Основные показатели брались по данным неконсолидированной бухгалтерской отчетности эмитента.

Так как кроме годовых данных основной упор был сделан на квартальных для более тщательного охвата имеющихся данных, а также для большего числа наблюдений, имеет смысл провести коррекцию сезонной составляющей квартальных данных. Для выделения сезонной составляющей стандартными методами необходимо иметь наблюдения как минимум за 4 года (именно поэтому рассматривается достаточно большой промежуток: 2000–2004 гг.). Учет сезонной составляющей был произведен с помощью методики Х-11 (аддитивный метод) (difference from moving average). Основное преимущество данной методики по сравнению с методом скользящего среднего заключается в возможности изменения сезонных факторов от года к году.

Итоговая волатильность показателей считалась с учетом коррекции на сезонную составляющую. Также производился расчет без учета коррекции на сезонную составляющую. Формула расчета для волатильности выручки, балансовой и чистой прибыли одинаковая:

$$\begin{aligned}
 E\_VOL &= \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (E_i - \bar{E})^2}}{\bar{E}}, \bar{E} = \sum_{i=1}^N E_i \\
 EBT\_VOL &= \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (EBT_i - \overline{EBT})^2}}{\overline{EBT}}, \overline{EBT} = \sum_{i=1}^N EBT_i, \\
 NP\_VOL &= \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (NP_i - \overline{NP})^2}}{\overline{NP}}, \overline{NP} = \sum_{i=1}^N NP_i
 \end{aligned} \tag{39}$$

где соответственно  $E$ ,  $EBT$ ,  $NP$  – выручка, балансовая прибыль и чистая прибыль.

Для каждого из трех показателей была посчитана волатильность данных, скорректированных на сезонную составляющую, с использованием всех кварталов – начиная с I квартала 2000 г. и кончая II кварталом 2004 г. Также в исследование включалась волатильность без корректировки на сезонную составляющую с использованием всех кварталов – начиная с I квартала 2000 г. и кончая IV кварталом 2003 г. Был произведен расчет волатильности годовых показателей с использованием 4 лет: 2000–2003 гг. А также была рассмотрена волатильность показателей квартальных данных за ближайший год, предшествующий наблюдаемому, т.е. за весь 2003 г.

Исследование каждой из вышеописанных разновидностей расчета волатильности по каждому финансовому показателю обосновано. Использование волатильности без корректировки на сезонную составляющую имеет смысл для изучения следующего вопроса: на-

сколько аналитики учитывают сезонную составляющую квартальных финансовых показателей. Расчет волатильности по годичным данным также имеет смысл, так как в таких данных отсутствуют сезонные колебания. Попадаются компании, в которых отчетливо видно, что, несмотря на ровные годичные данные, квартальные данные могут сильно колебаться, причем эти колебания не носят исключительно сезонного характера: например, в III квартале определенного года прибыль может быть сильно занижена, тогда как в IV – сильно завышена, при этом такое явление не проявляется из года в год (что можно было бы выявить сезонной составляющей), а встречается только в одном году. Что касается расчета волатильности за последний год, то он также имеет преимущества, так как иллюстрирует текущие особенности рынка (волатильность в данном периоде имеет большую ценность, чем волатильность, посчитанная несколько лет назад). К сожалению, последние два показателя обладают меньшей точностью, так как рассчитываются на основании всего лишь четырех точек.

Стоит также отметить, что некоторые компании имеют достаточно небольшую прибыль при высокой волатильности квартальной прибыли. Так как по формуле показатель волатильности возрастает с уменьшением прибыли, при низкой прибыли этот показатель может быть сколь угодно большим. Это, естественно, может давать большие искажения. Однако стоит заметить, что в компаниях, в которых суммарная прибыль близка к нулю (где волатильность прибыли будет ожидаться высокой), также слабо предсказуема дальнейшая стоимость акций, поэтому дисперсия прогнозов будет также ожидаться высокой. Следовательно, несмотря на наличие больших искажений в показателях волатильности таких компаний, данные значения по порядку величины будут отражать реальную ситуацию. Для частичного нивелирования большого разброса значений предлагается также брать логарифм волатильности, т.е.

$$\ln(EBT\_VOL) = \ln \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (EBT_i - \overline{EBT})^2}}{|\overline{EBT}|}, \overline{EBT} = \sum_{i=1}^N EBT_i$$

$$\ln(NP\_VOL) = \ln \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (NP_i - \overline{NP})^2}}{|\overline{NP}|}, \overline{NP} = \sum_{i=1}^N NP_i \quad (40)$$

В паре случаев оказалось, что суммарная прибыль в компании за период являлась отрицательной. Ясно, что волатильность должна выражаться положительным числом. Поэтому, так как знаменатель сам по себе должен характеризовать среднюю прибыль в целом, предлагается взять среднее значение прибыли по модулю. Модуль средней прибыли будет показывать примерно ожидаемый диапазон прибыли в будущем и по порядку величины будет соответствовать предполагаемому нами значению волатильности (здесь опять же речь идет о значительной ошибке, так как в таких компаниях сама по себе прибыль близка к нулю, однако такой показатель по порядку величины будет характеризовать действительную высокую волатильность). К тому же такой подход не искажает общей методики расчета (которая в общем-то достаточно распространена). Также можно попробовать избавиться от проблемы высоких искажений в случае низкой прибыли путем деления не на среднюю прибыль, а на среднюю выручку. В результате формула будет выглядеть следующим образом:

$$EBT\_VOL = \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (EBT_i - \overline{EBT})^2}}{|\overline{E}|}, \overline{EBT} = \sum_{i=1}^N EBT_i$$

$$NP\_VOL = \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (NP_i - \overline{NP})^2}}{|\overline{E}|}, \overline{NP} = \sum_{i=1}^N NP_i$$
(41)

Однако такой подход имеет тот недостаток, что выручка сама по себе слабо связана с прибылью и намного меньше – с ценами на акции, чем прибыль, использование которой здесь было бы более уместно.

Кроме описанных выше показателей, основанных на финансовой отчетности, имеет смысл рассмотреть определенный круг внешних показателей. В вышеприведенных расчетах в качестве объясняющих переменных входили *dummy*-переменные, отвечающие за ту или иную отрасль. Одной из причин наличия данных переменных являлось то, что прогнозы могут в разной степени зависеть от внешней конъюнктуры рынка и от внутренней информации компании. Так как для оценки прозрачности нам необходимо выделять именно второй фактор, *dummy*-переменные, отвечающие за каждую отрасль, в некоторой степени нивелировали первую составляющую. Тем не менее *dummy*-переменные, к сожалению, по своей сути не отражают реальную структуру и специфику отрасли. Поэтому для более четкой интерпретации предпочтительным является замена *dummy*-переменных показателями, основанными на реальных экономических данных, отражающих внешнюю конъюнктуру рынка. К таким показателям можно отнести поведение цен на данный вид продукции, спрос (рост, спад) и т.д. В данной работе в качестве такой переменной берется волатильность цен. Показатель волатильности лишь в определенной степени отражает влияние рынка на прогнозы аналитиков, однако заранее определить степень влияния не представляется возможным. Поэтому мы приведем волатильность цен как с *dummy*-переменными, так и без них.

Итак, расчет волатильности цен осуществлялся по стандартной формуле:

$$P\_VOL = \frac{\sqrt{\frac{1}{N-1} \sum_{i=1}^N (P_i - \bar{P})^2}}{\bar{P}}, \bar{P} = \sum_{i=1}^N P_i. \quad (42)$$

Соответственно, для каждой отрасли брались данные по следующим показателям: нефтегазовая (нефть марки Brent (к сожалению, данных по марке Urals не было найдено, однако динамика цен на нефть для разных марок сильно коррелирована)); телекоммуникации (средняя ежемесячная выручка от продажи услуг в расчете на одного абонента (ARPU) по МТС); МГТС – отдельно (тарифы на услуги связи); металлургия (для соответствующих компаний использовались данные по динамике цен по никелю и черным металлам); электроэнергетика (индекс цен по электроэнергии); автомобилестроение (цена легкового автомобиля марки ВАЗ); компании потребительского сектора (индекс цен продовольственных товаров)<sup>109</sup>.

Расчет производился двумя способами: первый – на квартальных данных 2002–2003 гг., а второй – на основе годовых данных за 2000–2003 гг.

С учетом всего сказанного выше общая регрессия выглядит следующим образом:

$$DISF_i = \alpha + \omega P\_VOL_i + \sigma E\_VOL_i + \theta VOL_i + \delta \ln(FIRM_i) + \gamma N_i + \varphi SHFR_i + \varepsilon_i, \quad (43)$$

где  $DISF$  – дисперсия прогнозов аналитиков;  $D_j$  – dummy-переменная, отвечающая  $j$ -й отрасли;  $k$  – число отраслей;  $FIRM$  – капитализация компании;  $N$  – число аналитиков, участвующих в

---

<sup>109</sup> Данные по динамике цен на нефть – <http://www.scrin.ru>; по выручке от продаж услуг МТС – <http://mts.ru>; по другим показателям – Росстат.

прогнозе; *SHFR* – доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера; *VOL* – волатильность цен на акции. Расчет производился для 36–38 (в зависимости от используемых объясняющих переменных) компаний, входящих в 6 секторов экономики: нефтегазовая отрасль, энергетика, телекоммуникации, металлургия, машиностроение и потребительский сектор. К сожалению, в случае использования показателей волатильности прибыли с корректировкой на сезонную составляющую число наблюдений уменьшается до 29, так как далеко не для всех компаний имеются квартальные данные для 4 идущих подряд лет.

Сначала рассмотрим регрессию, дополнительно включив в правую часть только волатильность прибыли. Это делается для того, чтобы из всего набора показателей (в итоге их оказалось более 12) выбрать наиболее подходящие для последующей работы только с ними. Рассмотрим 3 регрессии с использованием волатильности выручки, балансовой и чистой прибыли с корректировкой на сезонную составляющую.

$$DISF_i = \alpha + \sum_{j=1}^{k-1} \beta_j D_j + \sigma E\_VOL_i + \theta VOL_i + \delta \ln(FIRM_i) + \gamma N_i + \varphi SHFR_i + \varepsilon_i \quad (44)$$

Общая таблица корреляций для данных показателей следующая:

	Выручка	Б. приб (ст)	Б. приб (в)	Ч. приб (ст)	Ч. приб (в)
Выручка	1.000				
Б. приб (ст)	0.338	1.000			
Б. приб (в)	0.174	0.015	1.000		
Ч. приб (ст)	0.112	0.645	-0.007	1.000	
Ч. приб (в)	0.427	0.065	0.485	0.058	1.000

*Примечание.* (ст) – означает, что показатель посчитан с помощью формулы (39); (в) – с помощью формулы (41).

Как видно, существует сильная корреляция между балансовой и чистой прибылью, тогда как выручка с ними связана слабо. Результаты регрессий представлены в Приложении 3, *табл. ПЗ-9 – ПЗ-11*. Коэффициент при волатильности прибыли оказался незначим во всех трех регрессиях. При дальнейшей попытке рассмотрения других объясняющих переменных коэффициент продолжает оставаться незначимым. Коэффициент корреляции данных переменных с другими остается достаточно низким (максимальное значение – 42%), поэтому сильной мультиколлинеарности здесь не наблюдается. Кроме того, исследование других показателей с использованием логарифмов, а также формулы (41) не приводит к значимости соответствующих коэффициентов. На основании этого, а также дальнейшей проверки других показателей волатильности прибыли можно заключить, что показатели волатильности с корректировкой на сезонную составляющую являются неподходящими. Возможно, правда, что причиной незначимости является небольшое количество данных (29).

Теперь рассмотрим показатели волатильности без корректировки на сезонную составляющую. Для начала изучим общую волатильность, построенную на 16 кварталах, т.е. за 4 года (то, что рассматривалось с корректировкой на сезонную составляющую). Результаты приведены в Приложении 3, *табл. ПЗ-12 – ПЗ-14*. Хотя коэффициент по-прежнему незначим, тем не менее в отличие от предыдущих регрессий он имеет положительное значение, как и предполагалось.

Рассмотрим регрессии с использованием квартальной волатильности последнего года перед наблюдениями. Здесь при расчете волатильности балансовой и чистой прибыли рассматривался логарифм, так как существовал большой разброс значений. Результаты представлены в Приложении 3, *табл. ПЗ-15 – ПЗ-17*. Последние два результата показывают строгую положительную значимость коэффициента при волатильности прибыли (балансовой и чистой). Положительный знак при коэффициенте соответствует сделанным ранее предположениям. При этом, судя по *P-value*, а также по *Adj. R<sup>2</sup>*, волатильность чистой прибыли чуть лучше объясняет дисперсию

прогнозов. Наконец, попробуем рассмотреть данные регрессии с использованием годичной волатильности прибыли (выручки). Результаты представлены в Приложении 3, *табл. ПЗ-18 – ПЗ-20*. Коэффициенты при волатильности оказались незначимы, при этом оценка в целом ухудшилась.

На основании полученных итоговых результатов можно с уверенностью сказать, что наиболее оптимальными показателями волатильности могут служить волатильность квартальных данных балансовой прибыли, а также чистой прибыли (причем последний показатель предпочтительней) для года, предшествующего году, на котором проводятся исследования. Причина незначимости остальных показателей и значимость показателей последнего года могут объясняться тем, что наиболее актуальными для аналитиков являются последние данные, тогда как данные более ранних лет для них не являются приоритетными. Кроме того, ближайший период, как уже говорилось, охватывает актуальные события, тогда как анализ нескольких прошлых лет автоматически включает устаревшие события, тренды, которые, возможно, больше не принимаются во внимание аналитиками.

Теперь, зная, какие показатели влияют на прозрачность, можно рассмотреть полную регрессию (ур-ние 43) для выявления возможной значимости волатильности цен на продукцию. Как уже говорилось, волатильность цен будет рассмотрена как с *dummy*-переменными, так и без них (волатильность цен может не полностью исключать влияние отраслевых факторов). В качестве волатильности прибыли рассматривается квартальная волатильность чистой прибыли за 2003 г. (Приложение 3, *табл. ПЗ-21*). Коэффициент получается незначимым. То же самое получается при исключении *dummy*-переменных (Приложение 3, *табл. ПЗ-22*). Однако если рассмотреть волатильность цен годовых данных, то получаются неплохие результаты. С учетом *dummy*-переменных (Приложение 3, *табл. ПЗ-23*) коэффициент получается незначимым. При исключении же *dummy*-переменных (*табл. 2.2*) абсолютно все коэффициенты оказываются значимыми на 10%-м уровне значимости. *F*-статистика показывает (*P-value* = 0.558), что *dummy*-переменные

можно не включать в регрессию. Отсюда можно заключить, что волатильность годовых данных цен на товары подходит лучше всего в качестве объясняющей переменной.

Таблица 2.2

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004 г.	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	P-value
Константа	0.063	0.701
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003 г.)	0.027	0.001
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003 гг.)	0.523	0.002
Волатильность акций	–1.340	0.072
Логарифм капитализации компании	0.015	0.089
<b>Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, %</b>	–0.002	0.007
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	–0.010	0.082
<b><math>R^2</math></b>	<b>0.612</b>	
<b><math>Adj. R^2</math></b>	<b>0.531</b>	
<b>P-value F-статистики</b>	<b>0,000</b>	

При рассмотрении волатильности квартальной балансовой прибыли результат получается также неплохим (Приложение 3, табл. ПЗ-24). Несмотря на то что многие коэффициенты оказались незначимы,  $Adj. R^2$  оказался более высоким. После исключения всех незначимых переменных получим результаты, представленные в Приложении 3, табл. ПЗ-25.

В данной части работы делался упор на определение параметров, от которых может зависеть дисперсия прогнозов. Был рассмотрен достаточно большой массив таких показателей, и в этом массиве были обнаружены те показатели, влияние которых было подтверждено эмпирическими исследованиями. Было подтверждено наше

первоначальное предположение о влиянии именно этих показателей на дисперсию прогнозов аналитиков.

### 2.3.12. Численная оценка прозрачности

Ранее были построены регрессии, показывающие зависимость дисперсии прогнозов аналитиков от различного рода показателей.

Так как показатель дисперсии прогнозов аналитиков может содержать информацию, касающуюся не только прозрачности компании, необходимо было найти факторы, от которых зависит данный показатель и которые не связаны с прозрачностью. В качестве *proxy* таких факторов были найдены следующие переменные: волатильность квартальной балансовой прибыли за 2003 г., волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003 гг.), волатильность акций (месячные данные), логарифм капитализации компании, число аналитиков, участвующих в прогнозе. Тот факт, что  $R^2$ , а также  $Adj. R^2$  составляют соответственно около 60 и 50%, указывает на то, что данные показатели делают существенный вклад в объяснение дисперсии прогнозов (без учета доли крупного акционера  $R^2$  остаются примерно такой же величины). На основании этого можно с достаточной большой уверенностью говорить о том, что данные показатели составляют основную часть факторов, влияющих на дисперсию прогнозов, не связанных с прозрачностью.

Встает вопрос: как с помощью существующих данных и имеющихся регрессий выявить лучший показатель, характеризующий прозрачность? Предполагая, что мы выявили основные факторы, не связанные с прозрачностью, но влияющие на дисперсию прогнозов, необходимо убрать их составляющую, тем самым оставляя в дисперсии оценку прозрачности. Естественно, мы не можем избавиться от ошибки измерений, поэтому данный показатель может служить оценкой прозрачности лишь с некоторыми допущениями.

Обсудим, каким образом следует убирать составляющие вышеупомянутых факторов. Для этого стоит обратиться к построенным регрессиям. Можно исключить из дисперсии прогнозов соответствующие переменные, умноженные на соответствующие коэффициенты, полученные с помощью линейных регрессий. Однако такой способ возможен только при правильной спецификации описанной

модели, а также при условии, что ошибки независимы и одинаково распределены. Прежде всего, остановимся на спецификации модели, т.е. на ее представлении и виде. Использовалась линейная спецификация модели. В реальности зависимость дисперсии прогнозов от различных факторов может быть не линейной, а, например квадратичной или логарифмической. Естественно, в идеале невозможно будет проверить то, какая спецификация наиболее подходящая. Поэтому более приемлемым вариантом является исследование именно линейной зависимости – как более явно отображающей влияние различных факторов на дисперсию прогнозов. Тем не менее для того, чтобы данный вопрос не вызывал каких-то сомнений, будет построена данная регрессия в нелинейном виде и будет показано, что итоговый показатель, характеризующий прозрачность, выявленный после исключения составляющих других факторов из дисперсии, будет достаточно близок к показателям, выявленным линейным способом. То есть изменение спецификации не будет значительным образом исказить результат. Также необходимо заметить, что факторы, влияющие на дисперсию, не должны коррелировать с прозрачностью, – только в этом случае оценки прозрачности будут несмещенными. К сожалению, эмпирическим путем проверить это невозможно, однако в целом, как уже говорилось ранее, в качестве объясняющих факторов использовались переменные, напрямую не связанные с прозрачностью.

Также важным элементом является то, что ошибки должны быть одинаково распределены. С теоретической точки зрения ошибки коррелируют с числом прогнозов, причем обратно пропорционально квадратному корню от этого числа. Данное предположение было подтверждено эмпирически (см. Приложение 1), поэтому можно учесть данную гетероскедастичность, отнормировав каждую из переменных (при рассмотрении последних регрессий тест White показал наличие гетероскедастичности с  $P\text{-value} = 0.06$ , причем значимым оказалось влияние именно числа прогнозов). Однако здесь также возникает проблема: то, что мы считаем ошибкой в регрессии, в реальности может быть связано с прозрачностью и не полностью определяется случайной ошибкой. В результате ошибка, определяе-

мая в регрессии, не будет полностью соответствовать предложенной гетероскедастичности. Для решения данного вопроса необходима проверка обоих случаев: с учетом гетероскедастичности и без нее.

Прежде чем приступать к расчетам, следует обратиться еще к одному вопросу: стоит ли включать в регрессию долю крупного акционера? Так как от данного показателя, как предполагается, может зависеть прозрачность, то в случае его включения в регрессию при подсчете прозрачности его не следует вычитать из дисперсии прогнозов (в отличие от остальных переменных). Однако его включение без учета всех остальных влияющих на прозрачность факторов может давать сильное искажение прозрачности – она будет значительным образом определяться долей крупного акционера, что, вообще говоря, неверно. Исходя из этих соображений, в качестве основных показателей будут рассмотрены те, которые являются остатками в регрессиях, не включающих долю крупного акционера (в качестве неосновной для сравнения будет также рассмотрена регрессия с включением доли крупного акционера).

Для выявления наиболее подходящих показателей предлагается провести их сравнение с показателями прозрачности, приведенными рейтинговым агентством Standard&Poor's. Хотя ранее указывалось, что данный показатель достаточно субъективен, в определенной степени он отражает величину прозрачности. В частности, с достаточной большой вероятностью мы можем говорить, что компании, обладающие низкой прозрачностью по S&P, скорее всего, в действительности обладают низкой прозрачностью, и наоборот. Данный способ выявления наиболее адекватных показателей представляется наиболее подходящим из-за невозможности определения их каким-либо другим возможным способом.

В итоге для исследования были взяты следующие показатели. Для уравнения (43) рассматривались остатки после исправления гетероскедастичности (нормировки данных) (Приложение 3, табл. ПЗ-26). Также, кроме остатков текущего уравнения ( $E\_NORM$ ), рассматривались следующие переменные:

$$E\_WM = DISF_i - \beta P\_VOL_i - \phi E\_VOL_i - \eta VOL_i - \delta \ln(FIRM_i) - \gamma N_i \quad (45)$$

переменная, учитывающая долю крупных акционеров, а также

$$E\_OM = DISF_i - \beta P\_VOL_i - \phi E\_VOL_i - \eta VOL_i - \delta \ln(FIRM_i) - \gamma N_i - \varphi SHFR_i \quad (46)$$

переменная без доли крупных акционеров ( $E\_OM$  различается с  $E\_NORM$ , так как в последних остатки нормированы). Само по себе использование  $E\_OM$  и  $E\_NORM$  как показателя прозрачности достаточно условно, так как исключает влияние доли крупного акционера на прозрачность. Однако в целом данный показатель достаточно интересен для сравнения с неискаженными показателями.

Три аналогичных показателя рассматриваются с использованием вместо чистой прибыли балансовой.

Таблица корреляций между этими переменными следующая:

	$E\_NORM(Ч)$	$E\_NORM(Б)$	$E\_WM(Б)$	$E\_OM(Б)$	$E\_WM(Ч)$	$E\_OM(Ч)$
$E\_NORM(Ч)$	1.000					
$E\_NORM(Б)$	0.957	1.000				
$E\_WM(Б)$	0.786	0.819	1.000			
$E\_OM(Б)$	0.899	0.937	0.888	1.000		
$E\_WM(Ч)$	0.815	0.776	0.966	0.841	1.000	
$E\_OM(Ч)$	0.942	0.896	0.836	0.954	0.868	1.000

Как видно, корреляция достаточно высокая, что говорит о том, что данные переменные достаточно схожи.

Для выявления того, насколько данные переменные соответствуют прозрачности, рассмотрим их корреляцию с данными по про-

зрачности, полученными Standard&Poor's (данные за 2004 г.). Корреляция получается следующей:

	$E\_NORM(Ч)$	$E\_NORM(Б)$	$E\_WM(Б)$	$E\_OM(Б)$	$E\_WM(Ч)$	$E\_OM(Ч)$
S&P	-0.184	-0.258	-0.235	-0.248	-0.189	-0.195

Несмотря на то что корреляция не очень высокая, она везде отрицательная. Это говорит о том, что полученные показатели в некоторой степени отражают прозрачность. Не очень высокая корреляция не должна смущать, так как полученные переменные содержат ошибки, а, кроме того, сами данные по Standard&Poor's являются далеко не идеальными. Среди этих данных наибольшую корреляцию дают остатки по нормированной регрессии с балансовой прибылью. Далее мы рассмотрим эту переменную более подробно.

Рассмотрим остатки в регрессии без доли крупного акционера (как уже выше обсуждалось, такой способ является более предпочтительным). Регрессия выглядит следующим образом (Приложение 3, табл. ПЗ-27).

$$DISF_i = \alpha + \beta P\_VOL_i + \phi E\_VOL_i + \eta VOL_i + \delta \ln(FIRM_i) + \gamma N_i + \varepsilon_i \quad (47)$$

Хотя в данной регрессии есть незначимые коэффициенты (на 10%-м уровне значимости), тем не менее выше было показано, что все используемые переменные ранее оказались значимы в регрессии и поэтому важны в качестве переменных, объясняющих дисперсию прогнозов.

В качестве дополнительного (неосновного) варианта рассмотрим остатки ( $E\_F$ ) регрессии после исключения незначимых переменных (однако можно полагать, что данные остатки будут все же хуже характеризовать прозрачность, чем предыдущие). После исключения незначимых переменных получаем (Приложение 3, табл. ПЗ-28). Аналогично рассмотрим остатки в случае использования вместо

чистой прибыли балансовой (табл. 2.3), а также после исключения незначимых переменных (Приложение 3, табл. ПЗ-29).

Таблица 2.3

**Результаты оценки уравнения (47) (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	P-value
Константа	-0.037	0.834
Волатильность квартальной балансовой прибыли (2003 г.)	0.033	0.000
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003 гг.)	0.457	0.011
Волатильность акций	-1.057	0.179
Логарифм капитализации компании	0.013	0.179
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.005	0.440
<b><math>R^2</math></b>	<b>0.512</b>	
<b>Adj. <math>R^2</math></b>	<b>0.430</b>	
<b>P-value F-статистики</b>	<b>0,000</b>	

Кроме этих остатков, также рассмотрим остатки уравнения (43) (без учета гетероскедастичности) ( $EI$ ) (табл. 2.3), а также показатель, рассчитанный по формуле (46) с использованием коэффициентов, приведенных в табл. 2.3 ( $E\_WMI$ ).

Корреляция между соответствующими показателями следующая:

	$E (Ч)$	$E\_F(Ч)$	$EI$	$E\_WMI$	$E (Б)$	$E\_F(Б)$
$E (Ч)$	1.000					
$E\_F(Ч)$	0.961	1.000				
$EI$	0.883	0.855	1.000			
$E\_WMI$	0.989	0.940	0.864	1.000		
$E (Б)$	0.931	0.892	0.827	0.917	1.000	
$E\_F(Б)$	0.899	0.922	0.802	0.898	0.956	1.000

Видно, что корреляция между всеми показателями достаточно высокая (здесь не будет приводиться корреляция всех 12 показателей, так как корреляция в целом такого же уровня).

Также регрессия, приведенная в *табл. ПЗ-28*, была рассмотрена в логарифмическом виде. Корреляция остатков с  $E(U)$  при этом составила 0.912, что говорит о том, что изменение предполагаемой спецификации модели слабо влияет на конечный результат и что можно пользоваться линейной спецификацией.

Корреляция же между получившимися показателями и данными по Standard&Poor's (далее – S&P) следующая:

	$E(U)$	$E_F(U)$	$E_I$	$E_{WMI}$	$E(B)$	$E_F(B)$
S&P	-0.261	-0.259	-0.195	-0.191	-0.358	-0.296

Здесь также везде корреляция отрицательная. Наиболее высокая корреляция наблюдается между данными по прозрачности S&P и остатками регрессии (*табл. 2.3*) без использования доли крупного акционера. Для лучшего анализа приведем данные по S&P, а также значения, которые были получены нами при расчете данного показателя (данные приведены для тех компаний, для которых существуют показатели как в S&P, так и в наших наблюдениях). Как уже ранее говорилось, наиболее подходящими данными для исследуемой нами прозрачности являются данные по финансовой и операционной информации, приводимой S&P (данные приведены далее в тексте).

Сравнение показывает, что 13 из 16 компаний, входящих во вторую половину списка S&P (т.е. в целом они являются непрозрачными), входят во вторую половину списка и по нашим расчетам (т.е. и по нашим расчетам являются непрозрачными) (см. *табл. 2.4*). Совпадение наших расчетов с данными S&P подтверждает адекватность предложенного нами метода измерения прозрачности. В определенных случаях данный расчет может быть более предпочтителен, чем рейтинг S&P, так как описывает объективные изменения на рынке и реальное поведение его участников. В частности, рейтинг S&P строится достаточно субъективно, и по нему нельзя однозначно делать

заключения о прозрачности компании. Рассчитанный же нами показатель свободен от субъективных суждений и позволяет оценить степень прозрачности с определенной точностью. Здесь также стоит заметить, что ошибка в оценке будет тем меньше, чем большее число аналитических прогнозов и наблюдений использовалось. Именно поэтому, возможно, получилось, что, например, «Башнефть», по нашим расчетам, оказалась очень прозрачной (количество прогнозов по ней всего 2, тогда как по остальным компаниям – не меньше 4).

*Таблица 2.4*

**Рейтинг прозрачности компаний (по данным S&P)**

Название компании	Расчет	S&P
1	2	3
АНК «Башнефть»	-0.111	4
«Сибнефть»	-0.104	74
МГТС	-0.071	51
Тюменская нефтяная компания	-0.071	50
«Вимм-Билль-Данн»	-0.066	85
«Мосэнерго»	-0.060	64
Единая энергетическая система, РАО	-0.058	53
Пивоваренная компания «Балтика»	-0.051	52
«СибирьТелеком»	-0.049	52
«Северо-Западный Телеком»	-0.044	51
«ЛУКОЙЛ» НК	-0.039	72
«ВолгаТелеком»	-0.035	49
ГМК «Норильский никель»	-0.034	66
Южная телекоммуникационная компания	-0.032	47
«Дальсвязь»	-0.031	55
«ЦентрТелеком»	-0.022	47
КамАЗ	-0.011	27
«Ленэнерго»	-0.005	37
ГАЗ	-0.003	28
«Уралсвязьинформ»	0.042	54
«Ростелеком»	0.046	89

Продолжение таблицы 2.4

1	2	3
«Башкирэнерго»	0.073	27
«Татнефть»	0.077	18
«Красный Октябрь»	0.081	14
ГУМ	0.084	25
«Иркутскэнерго»	0.089	25
«Северсталь»	0.101	38
«Самараэнерго»	0.109	22
«Газпром»	0.110	66
«Сургутнефтегаз»	0.119	31
АвтоВАЗ	0.132	45

Также было бы интересно оценить ошибку измерений. Предполагая, что ошибка измерений связана с числом прогнозов (чем больше – тем меньше) и оценивая зависимость остатков от числа прогнозов, коэффициент зависимости можно в некоторой степени принять за эффект ошибки (Приложение 1). Так, если среднее число прогнозов колеблется в диапазоне от 4 до 13, то среднюю ошибку, как оценку, можно посчитать, умножив половину разброса на посчитанный коэффициент. В итоге оценка будет порядка 0.03–0.04 (если считать, что ошибка – случайная величина, распределенная по нормальному закону, и данная оценка соответствует среднему отклонению, то  $\sigma \approx 0.05$ ). Конечно, данная оценка абсолютно условна, однако отображает порядок величины ошибки.

При исследовании зависимости показателя прозрачности от доли крупного акционера получаем следующие результаты (табл. 2.5).

Как видно, коэффициент оказался строго значимым.

К сожалению, связи между прозрачностью по S&P и долей крупного акционера не обнаружилось. Отсутствие данного эффекта будет обсуждаться ниже.

Таблица 2.5

**Результаты оценки уравнения зависимости прозрачности от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Прозрачность (остатки дисперсии прогнозов)	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	P-value
Константа	0.102	0.012
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.012
<b>P-value F-статистики</b>	<b>0,012</b>	

Был выявлен наиболее приемлемый показатель, характеризующий прозрачность, который является остатком в регрессии зависимости дисперсии прогнозов от волатильности квартальной чистой прибыли, волатильности цен товаров, волатильности акций, капитализации компании, а также от числа аналитиков, участвующих в прогнозе. В частности, было показано, что он достаточно хорошо (на основе сравнения с относительно непрозрачными компаниями) отображает степень прозрачности компании.

### 2.3.13. Обсуждение результатов

В данной части будет более детально рассмотрена информация, которая в S&P исследуется при определении прозрачности. Мы попытаемся найти ответ на вопрос, почему не было обнаружено связи между прозрачностью по S&P и долей крупного акционера, тогда как эта связь из прогнозов видна отчетливо.

Прозрачность по S&P. Ответ на поставленный выше вопрос предполагает прежде всего разбор методологии оценки соответствующего показателя.

Как уже обсуждалось ранее, наиболее значимая информация для оценки показателя прозрачности с помощью S&P находится в блоке «Финансовая и операционная информация». Оценка в данном разделе производится по пунктам, указанным в конце нашей работы (см.

Приложение 2). Более подробное изложение методики расчета приводится в работе (*Patel, Sandeep A. and Dallas, George S., 2002*). В частности, из нее можно заключить, что для выявления итоговой оценки задается определенное количество вопросов (31–35), на каждый из которых дается бинарная оценка. Основное внимание уделяется:

- 1) информации об аудиторах;
- 2) информации о связанных структурах и соглашениях;
- 3) учетной политике и учетным стандартам;
- 4) операционной информации.

Оценка производится только по годовой отчетности. Своевременность поступления информации учитывается лишь косвенно (учет данных производится, если они поступили не позже чем через 7,5 месяца после окончания отчетного года).

Такой оценкой прозрачности компании можно манипулировать. Во-первых, есть возможность со стороны управления компании выбрать, какие данные предоставлять, а какие по возможности скрывать (круг вопросов, по которым ставится итоговая оценка в рейтинге, ограничен). Во-вторых, можно иметь высокую рейтинговую оценку, предоставляя неоперативную информацию. В-третьих, предоставляемая информация может лишь ограниченным образом раскрывать ожидаемые будущие доходы, проекты, прогнозы самих менеджеров. В-четвертых, законодательная и судебная системы России не стимулируют менеджеров и аудиторов раскрывать информацию о компании точно в соответствии со стандартами, принятыми в этой же компании. Все это говорит о том, что высокий показатель прозрачности по S&P у компании не является признаком того, что предоставляемая компанией информация адекватная и полная. В свою очередь, это указывает на то, что по предоставляемой информации нельзя в точности сказать, является компания перспективной или нет.

В целом, для того чтобы определить, насколько компания перспективна, какие у нее особенности, каковы ее структура и стратегия дальнейшего развития, дополнительно исследуются квартальная отчетность и текущая оперативная информация.

Что касается прозрачности, посчитанной на основе прогнозов, то предполагается, что данная оценка аккумулирует в себе всю существующую информацию на рынке. Следовательно, высокая прозрачность, посчитанная на основе прогнозов, говорит об относительной полноте предоставляемой информации.

Стоит также задаться вопросом: могут ли налоги влиять на положительную связь между прозрачностью и долей крупного акционера? При составлении рейтинга S&P предполагается, что при наличии высокой прозрачности фирме сложно будет уйти от налогов, в результате чего это отрицательно влияет на создание прозрачности. Повышение уплачиваемых налогов с введением прозрачности может ослаблять выгоды от введения прозрачности, однако при этом положительная зависимость должна оставаться, что легко видно при рассмотрении модели (для российских компаний), где в частных выгодах для акционера при непрозрачной структуре можно учесть выгоды от уменьшенного налогообложения. В любом случае, если компания выигрывает от появления прозрачности, акционер стремится сохранить либо увеличить размер своего пакета акций, что по-прежнему дает положительную связь. Кроме того, высокая прозрачность по рейтингу S&P еще не означает соблюдения налогового законодательства и предоставления полной информации, о чем говорят недавние скандалы с известными компаниями (Enron).

Видимо, причина слабой корреляции является следствием каких-то других факторов. Ранее было отмечено, что высокий показатель прозрачности по S&P не является индикатором того, что информация, предоставляемая компанией, адекватная и полная, а следовательно, и того, является компания перспективной или нет. Остановимся более подробно на исследовании данного эффекта.

Для того чтобы показать, что его воздействие действительно может приводить к отрицательной связи между прозрачностью и долей крупного акционера, далее будет расширена рассмотренная ранее модель.

Как и ранее, рассматриваются два вида компаний: перспективная и неперспективная. Предполагается, что перспективная компания в рейтинг S&P включена как прозрачная. В предыдущей модели рас-

сма тривалась «истинная» прозрачность, создание которой являлось сигналом того, что компания является перспективной (так как неперспективной компании нет смысла делать себя прозрачной). В данной модели прозрачность по S&P не является истинной. Как уже говорилось, существует возможность не предоставлять полную информацию о компании и при этом являться прозрачной компанией по показателю S&P. Это означает, что такой сигнал может, в частности, послать неперспективная компания, представляясь перспективной.

В то же время, являясь неперспективной, компания в определенной степени рискует себя обнаружить. Несмотря на то что она может попытаться скрыть свои слабые стороны, существует вероятность их обнаружения внешним аудитором. Таким образом, неперспективная компания может создать прозрачность по S&P и при этом показать себя в качестве хорошей компании, однако существует ненулевая вероятность того, что при очередной аудиторской проверке сущность компании может быть выявлена. Несоответствие прозрачности по S&P «истинной» прозрачности в данном случае проявляется, в частности, в том, что существует ненулевая вероятность, что неперспективная компания будет вести себя, как перспективная.

Ниже речь пойдет о неперспективных компаниях, которые могут создавать отрицательную связь между прозрачностью и крупным акционером.

Рассмотрим модель, близкую той, что была нами исследована для случая российских компаний. В момент времени  $t = -1$  собственник обладает полным пакетом акций компании. В момент времени  $t = 0$  он получает дополнительную информацию относительно компании. В частности, данная информация дает возможность выявить, является ли компания перспективной или нет (речь может идти также о каком-нибудь крупном проекте). Данная информация является асимметричной, так как недоступна для внешних инвесторов. В этот же момент времени акционер имеет возможность продать часть своих акций на рынке. Предполагается, что инвестирование в проект (компанию) может осуществляться за счет внешних источников, так как

собственных средств у компании недостаточно. В случае «истинной» прозрачности компания предоставляет адекватную и полную информацию, и, следовательно, рынок может адекватно определять перспективность компании. Таким образом, как было показано ранее, появление «истинной» прозрачности является сигналом того, что компания является перспективной. К сожалению, «истинная» прозрачность – понятие достаточно абстрактное, и отслеживать его, как сигнал, достаточно сложно. Существуют определенные опосредованные оценки прозрачности, в частности, наиболее известный – индекс прозрачности по S&P. Однако, как было выше показано, данный показатель не является «истинным». Тем не менее он все же является определенного рода сигналом перспективности компании, что и будет показано ниже.

Предполагается, что рынку неизвестна информация о доле акций у крупного собственника (это предположение будет обсуждено позже).

Итак, в момент времени  $t = 0$  собственнику также предоставляется возможность сделать компанию прозрачной по S&P. В случае если компания перспективная, собственник предоставляет всю информацию адекватно и полно, так как скрывать ему нечего. В случае если компания (проект) неперспективная, собственник, для того чтобы привлечь инвестиции, пытается представить компанию в хорошем свете. Так как прозрачность по S&P не является истинной, то предположим, что с вероятностью  $p$  ( $p > 0$ ) собственнику удастся это сделать, тогда как с вероятностью  $(1-p)$  ему не удастся скрыть от аудиторов и соответственно внешних инвесторов то, что компания непрозрачная.

В момент времени  $t = 1$ , если компания перспективная и инвесторы вкладывают в нее деньги, то проект реализуется, если же деньги в нее не вкладываются, то он не реализуется. Что касается неперспективной компании, то в случае, если она прозрачная по S&P и внешними инвесторами принимается за перспективную, т.е. финансируется, собственник получает личные выгоды (полученные деньги он может использовать в собственных интересах); в случае же, если обнаруживается, что компания неперспективная, т.е. финансируема

ния нет, то собственник не получает никаких дополнительных личных выгод. Схема действия в случае перспективной компании остается той же, что и в прошлый раз. Основной интерес в данном случае представляет поведение неперспективной компании, так как оно при наличии несовершенной прозрачности может отличаться от рассмотренного ранее. Схематично поведение собственника неперспективной компании может быть представлено в следующем виде (см. рис. 5). (Поскольку основная цель – показать, что существует вышеупомянутый отрицательный эффект, здесь не заостряется внимание на нахождении общего равновесия (которое в данной модели на самом деле достаточно сложное)).

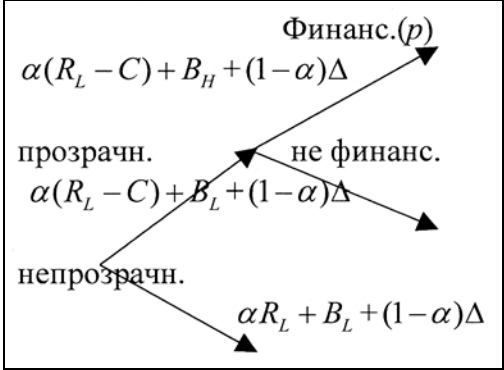


Рис. 5. Схема поведения собственника неперспективной компании

Предполагается, что предпочтения собственника (предпринимателя) описываются той же функцией полезности

$$U(w) = -e^{-\rho w}.$$

Доходность неперспективной компании для простоты принимаем за случайную нормальную величину:

$$R_L : N(\theta_L, \sigma^2).$$

В этом случае, если собственник обнаруживает, что его компания неперспективная, и затем решает создать прозрачность по S&P, ожидаемая полезность для него будет иметь вид:

$$EU(w) = pU((1-\alpha)\Delta + \alpha(\theta_L - C) - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} + B_H) + (1-p)U((1-\alpha)\Delta + \alpha(\theta_L - C) - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} + B_L), \quad (48)$$

где  $C$  – издержки создания прозрачности.

В случае, когда собственник решает создать прозрачность, он выбирает оптимальную долю своего пакета акций

$$\alpha^{прозр} = \frac{\theta_L - C - \Delta}{\rho\sigma^2}. \quad (49)$$

Если собственник решает не создавать прозрачность, то он получает ожидаемую полезность

$$EU(w) = U((1-\alpha)\Delta + \alpha\theta_L - \frac{\rho\sigma^2\alpha^2}{2} + B). \quad (50)$$

В этом случае оптимальная доля пакета, которую оставляет собственник на момент  $t = 1$

$$\alpha^{непрозр} = \frac{\theta_L - \Delta}{\rho\sigma^2}. \quad (51)$$

Условия появления прозрачности зависят от того, насколько велики частные выгоды собственника от финансирования внешними инвесторами его компании. Естественно, в рамках данной модели не при любых условиях найдется такое  $B_H$ , что собственнику выгодно создавать прозрачность. Тем не менее в целом можно заключить: при достаточно большом диапазоне набора начальных условий собственнику неперспективного проекта будет выгодно создавать прозрачность. Также отчетливо видно, что с повышением  $p$  желание собственника создавать неперспективный проект также повышается (при условии, что финансирование от этого не меняется). Главным результатом здесь является то, что доля крупного акционера не коррелирует положительно с прозрачностью. В частности, именно в данном случае  $\alpha^{непрозр} > \alpha^{прозр}$ , т.е. прозрачность по S&P и доля крупного акционера в неперспективной компании коррелируют отрицательно. Это соответственно дает отрицательный эффект при сравнении прозрачности с долей крупного акционера. Данный отрицательный эффект можно объяснить тем, что создание прозрачности требует высоких издержек (особенно для неперспективной компании, которая пытается представлять себя перспективной), и, для того чтобы снизить данные издержки, собственник распродает часть своих активов, по-прежнему контролируя компанию и тем самым по-прежнему имея возможность распоряжаться полученными средствами в личных интересах.

Кроме проанализированного выше, возможен и другой достаточно существенный отрицательный эффект. Ранее мы рассматривали случай, когда компания получала статус прозрачной по S&P, но при этом личные выгоды собственника, получаемые от управления компанией, могли иметь место. Можно рассмотреть вариант, когда личная выгода не может быть получена, но собственник может направить средства внешних инвесторов только на неперспективный проект. Несмотря на то что проект неперспективный, вложенные средства повышают его доходность, что стимулирует создание прозрачности даже в этом случае (хотя при этом вложения в компанию внешними инвесторами могут оставаться убыточными). Так как прозрачность по S&P позволяет в некоторой степени представлять

неперспективную компанию перспективной, создавать прозрачность может быть действительно выгодно. Однако при этом, в отличие от случая перспективной компании, здесь существует риск того, что неперспективность компании будет обнаружена, финансирование не будет осуществляться, а следовательно, доходность будет ниже. Таким образом, ключевым отличием от перспективной компании является то, что повышается общий риск (или повышается итоговая дисперсия доходности). Фактически собственник неперспективной компании имеет большую дисперсию доходности в случае появления прозрачности, т.е. высокий риск, который из-за risk aversion (несклонности к риску) приводит к итоговому снижению доли акционера в компании. То, что это действительно дает отрицательный эффект между прозрачностью и долей крупного акционера, можно легко показать на более простой модели.

Если доходность в случае прозрачности и непрозрачности описывается, как

$$R_{np} : N(X_h, \sigma_h^2)$$

$$R_{nnp} : N(X_l, \sigma_l^2),$$

где, как уже говорилось,  $\sigma_h > \sigma_l, X_h > X_l$ , то видно, что при

$$U(w) = -e^{-\rho w}$$

ожидаемая полезность в случае прозрачности

$$EU(w^*) = U\left(\alpha_h^* X_h - \frac{\rho \sigma_h^2 (\alpha_h^*)^2}{2}\right) = U\left(\frac{X_h^2}{2\rho \sigma_h^2}\right), \quad (52)$$

а ожидаемая полезность в случае непрозрачности

$$EU(w^*) = U\left(\alpha_l^* X_l - \frac{\rho\sigma_l^2(\alpha_l^*)^2}{2}\right) = U\left(\frac{(X_l)^2}{2\rho\sigma_l^2}\right). \quad (53)$$

Если считать, что ожидаемые полезности одинаковы, т.е.

$$\frac{(X_l)^2}{\sigma_l^2} = \frac{(X_h)^2}{\sigma_h^2}, \quad (54)$$

а так как  $\alpha_l^* = \frac{\rho X_l}{\rho\sigma_l^2}$ ,  $\alpha_h^* = \frac{\rho X_h}{\rho\sigma_h^2}$  и  $X_h > X_l$ , получаем, что  $\alpha_l^* > \alpha_h^*$ . Что и утверждалось ранее.

В итоге получается, что неполная прозрачность создает дополнительный риск для собственников. В результате собственники стремятся уменьшить долю своих акций в компании при создании прозрачности, что и создает отрицательный эффект между прозрачностью и долей крупного акционера.

В результате исследования прозрачности, построенной по Standard&Poor's, мы видим, что, с одной стороны, присутствует положительный эффект, связанный с повышением доходности, а с другой – есть и отрицательный эффект: при неполной прозрачности существуют стимулы для неперспективных компаний выходить на рынок, но при этом повышается их риск, связанный с неопределенностью доходности, что в итоге приводит частично к уменьшению доли крупного акционера.

Здесь был рассмотрен эффект отрицательной связи между прозрачностью по S&P и долей крупного акционера. Примерно как и в модели, описанной в теоретической части, можно показать наличие (на этот раз отрицательной) причинно-следственной связи (в предположении об экзогенности величины доли акций крупного акционера) между прозрачностью по S&P и долей крупного акционера.

Остановимся еще на одной проблеме. В приведенной модели оптимальные доли собственника в случае перспективной компании и неперспективной компании различаются. Если бы данные доли были известны внешним инвесторам, то они стали бы отличительным признаком того, с компанией какого рода они имеют дело. В реальной жизни, хотя доли акционеров могут быть известны (особенно в более-менее прозрачных компаниях), на покупку-продажу акций влияет множество факторов, поэтому сама по себе покупка-продажа акций не может служить индикатором степени перспективности фирмы. Соответственно, предположение о том, что торговля акциями есть ненаблюдаемое явление, в данной модели допустимо.

Так как у нас имеются два показателя прозрачности, то возникает вопрос: можно ли их комбинировать с целью получения более информативного показателя? Для ответа на данный вопрос необходимо выяснить, являются ли полученные величины ортогональными. Показатель прозрачности по S&P основан на информации из годовой отчетности. В то же время показатель прозрачности, рассчитанный по прогнозам аналитиков, аккумулирует всю известную им на момент составления прогноза информацию, включая и годовую отчетность. Кроме того, аналитики могут (потенциально) использовать информацию о прозрачности, предоставленную S&P, т.е. данные показатели не могут быть ортогональными. Однако имеет смысл проанализировать, насколько сильна эта связь, и, если она незначительна, можно попытаться учитывать оба показателя.

Подобный анализ предполагает ответы на следующие вопросы:

1. Насколько сильно на прогнозы влияют годовые отчетности? Кроме самих годовых отчетностей, аналитики исследуют информацию, получаемую из квартальных отчетностей, ежедневных событий, прогнозов самих менеджеров и т.д. Однако ответить на такой вопрос достаточно сложно.

2. Непосредственное влияние рейтингов S&P на прогнозы, скорее всего, достаточно слабо. Проверить это утверждение также сложно, однако учет множества других более важных факторов позволяет пренебречь влиянием рейтингов S&P.

3. Каково поведение прогнозов (самих прогнозов, а также их дисперсии) в зависимости от интервала времени между составлением прогноза и публикацией годовых отчетов? Если прогнозы меняются несколько раз в год, то по показателю волатильности можно было бы судить о влиянии годовых отчетностей на прогнозы. Однако применить такой подход на практике не представляется возможным. С одной стороны, аналитики при подготовке прогнозов могут не слишком сильно полагаться на информацию, содержащуюся в годовых отчетах. В этом случае никаких резких изменений в прогнозах наблюдаться не будет. С другой стороны, напротив, при составлении прогнозов может в значительной мере учитываться информация из годовой отчетности. Однако в отчетах непрозрачной компании может не содержаться никакой существенной информации, а в компаниях с высокой прозрачностью очередные годовые отчетности обычно не раскрывают рынку какую-либо новую значимую информацию. Эта информация либо уже поступила на рынок из каких-либо других информационных источников, либо совпадает с ожиданиями рынка (в прозрачных компаниях менеджеры, как правило, представляют адекватные прогнозы относительно будущих проектов, доходов компании). Так, во всяком случае, в США, где уровень прозрачности компаний достаточно высок, было обнаружено, что рынок слабо реагирует на отчетность компаний. Таким образом, как в том, так и в другом случае реакция прогнозов аналитиков на отчетность может быть незначительна.

## Раздел 3. Саморегулирование в системе корпоративных отношений: некоторые прикладные проблемы

### 3.1. Общие подходы к проблеме саморегулирования

#### *3.1.1. Саморегулирование и правоприменение: некоторые теоретические подходы*

Можно выделить несколько ключевых аспектов, так или иначе характеризующих саморегулирование:

1) в определенном смысле саморегулирование синонимично частному правоприменению (в его легальных формах) в том, что касается обеспечения (защиты) прав собственности, контрактных и иных прав;

2) саморегулирование находится на стыке формальных и неформальных институтов;

3) эффективность саморегулирования прямо связана с «культурой контракта», «обязательствами, внушающими доверие» и соответственно с исторической традицией.

Как отмечает К. Эрроу (*Arrow, 1974b*), «в сущности, каждая коммерческая операция содержит в себе элемент доверия, особенно если она занимает определенный период времени. Было бы вполне правдоподобно утверждать, что большая часть экономической отсталости в мире может быть объяснена недостаточностью взаимного доверия»<sup>110</sup>. Формирование современных отношений частной собственности и обеспечение указанного выше взаимного доверия требуют развития специальной экономической и правовой инфраструктуры (*Радыгин, Энтов, Межераупс, 2002*)<sup>111</sup>.

---

<sup>110</sup> Virtually every commercial transaction has within itself an element of trust, certainly any transaction conducted over a period of time. It can plausibly be argued that much of economic backwardness in the world can be explained by a lack of mutual confidence. (*Arrow, 1974b, p. 357*).

<sup>111</sup> См. также: Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Проблемы правоприменения (информента) в сфере защиты прав акционеров. М.: ИЭПП, 2002.

Начиная с физиократов и А. Смита, экономическая теория исходила из того, что функционирование рыночного хозяйства предполагает действие норм «естественного права». Конкретные проблемы реализации прав собственности и контрактных прав на протяжении длительного времени не привлекали особого внимания экономистов. Серьезный анализ правовых норм («правовых оснований») капитализма был представлен в XX в. в работах Дж. Коммонса ((*Commons, 1924; 1934*); о вкладе Коммонса см. (*Goldberg, 1976*)). Включению некоторых вопросов, связанных с инфорсментом хозяйственных прав, в сферу современного теоретического анализа во многом способствовало появление классической статьи Г. Беккера об экономических проблемах «преступления и наказания» (*Becker, 1968*) и работы Г. Беккера и Дж. Стиглера, посвященной инфорсменту правовых норм (*Becker, Stigler, 1974*).

Большинство теоретических моделей и эмпирических наблюдений приводят к выводу: в большинстве случаев *инфорсмент хозяйственных прав удается обеспечить благодаря взаимной заинтересованности участников хозяйственного процесса*. Лишь в исключительных случаях последние апеллируют непосредственно к содействию судебно-правовых органов. Широкую известность получила работа (*Macaulay, 1963*), в которой утверждалось, что при прочих равных условиях американские предприниматели весьма неохотно прибегали к судебно-правовым процедурам решения конфликта (например, конфликтов между фирмами). Среди причин, порождающих подобную ситуацию, автор особо выделял весьма высокие затраты, которые могут возникнуть в случае обращения с иском в суд. В последующих работах исследователи возлагали надежды на спонтанные процессы самоорганизации, обеспечивающие постепенное совершенствование контрактных отношений между участниками хозяйственного процесса. Нередко они ссылались при этом на пример сотрудничества между соседями, стремящимися уладить все возникающие конфликты, не прибегая к судебным инстанциям и содействию органов правопорядка (см., например, (*Ellickson, 1991*)).

Указанная концепция исходит, разумеется, из реалий зрелой экономики, накопившей многовековой опыт развития рыночных отно-

шений. Насколько четко мог осуществляться инфорсмент хозяйственных прав (и соответственно насколько велика была роль элементов взаимного доверия) на ранних этапах развития рыночных отношений? Ряд интересных исследований в области экономической истории может свидетельствовать о том, что достаточно четкую систему инфорсмента можно было наблюдать на крупных («международных») ярмарках уже в XI–XIII вв.<sup>112</sup> Важную роль в регулировании торговых отношений играли существовавшие объединения торговцев (пользуясь языком современной теории – коалиции) и механизмы поддержания международной репутации. Недобросовестные участники исключались из коалиции или/и из числа лиц, допускаемых к операциям обмена<sup>113</sup>.

На ранних этапах развития рыночной экономики реальный контроль за соблюдением установленных стандартов качества и рыночных соглашений осуществляли прежде всего *частные* хозяйственные институты – объединения торговцев, ремесленные цехи и т.п. При определенных условиях взиманием причитающихся платежей могли заниматься и нанятые предпринимателями группы вооруженных людей, но подобные формы «частного инфорсмента» неизменно вступали в конфликт со сложившимися к тому времени публично-правовыми нормами.

Важным элементом формирования институциональной системы, обеспечивающей реализацию прав собственности и контрактных прав, можно считать переход высших («окончательных») решений в сфере инфорсмента к судебно-правовым органам. Заметим, что вплоть до настоящего времени значительная часть операций, осуществляемых участниками хозяйственного процесса в рамках существующего законодательства и системы заключенных контрактов, регулируется непосредственно органами исполнительной власти. Однако политическая независимость судейского корпуса, представляющего «третью власть», определяет существенные различия, ко-

---

<sup>112</sup> Поскольку на такие ярмарки съезжались купцы, имевшие различное подданство, полномочия национальных судебных органов оказывались весьма ограниченными.

<sup>113</sup> Подробно см. (Milgrom, North, Weingast 1990; Greif 1989; 1993; Greif, Milgrom, Weingast 1994).

которые могут возникать между решениями правительственного чиновника (скажем, таможенного чиновника, заинтересованного в увеличении поступлений, или представителя надзорных органов, контролирующего соблюдение норм акционерного и антитрестовского законодательства) и решениями по соответствующему вопросу, принимаемыми судебными органами. Решения государственных чиновников принято считать менее объективными и сбалансированными, они чаще могут исходить из текущих задач, решаемых теми или иными правительственными ведомствами.

Именно поэтому для реализации схем оптимального информента столь важно: во-первых, существование корпуса действительно независимых, высокопрофессиональных и совершенно не подверженных коррупции судей и, во-вторых, возможность оспорить решения некоторых государственных организаций относительно соблюдения прав собственности или контрактных прав в судебных инстанциях. Ясно, однако, что подобная система сдержек и противовесов формируется на протяжении длительного периода. Функционирование системы информента в большой мере зависит не только от уровня экономического развития страны, но и от особенностей социально-политической жизни, а также культурно-исторических традиций.

Длительное историческое развитие договорного права и практики контрактных отношений смогло приспособить систему эксплицитных и имплицитных соглашений к различным видам рыночных операций (купля-продажа, аренда, ссуда и т.п.). Особенно большую роль в функционировании развитой рыночной экономики, по видимому, играет *«культура контракта», опирающаяся на некую постепенно сложившуюся систему норм*. Само «понятие» нормы в подобном контексте удачно, на наш взгляд, определяет один из наиболее известных экспертов в области экономики и права Р. Познер. С его точки зрения, речь идет о «правиле, которое провозглашается какой-либо официальной организацией, например, судом или законодательной властью, и не проводится в жизнь с помощью угрозы санкций, предусматриваемых законом, но которое тем не менее постоянно соблюдается...» (*Posner, 1997*). Такие нормы обычно опи-

раются на длительный опыт взаимодействия сторон, накопленный за время их общения (см. (McNeil, 1978)). В большинстве случаев система таких норм сочетает общую стабильность с необходимой гибкостью; существование таких норм служит важнейшим фактором, предохраняющим от одностороннего нарушения важнейших условий контракта.

В современной литературе обычно выделяется следующее соображение: не только текущие решения, но и основные положения контракта обычно подсказываются самой логикой *отношений*, складывавшихся перед этим на протяжении достаточно длительного периода (relational contracting). Поэтому «продвинутой» теория контрактов часто ссылается на выводы, следующие из моделей повторяющихся игр. С помощью таких моделей иллюстрируется, в частности, роль репутационных равновесий в условиях несовершенной информации<sup>114</sup>.

Вместе с тем *теория четко очерчивает границы, в рамках которых такие процессы индивидуального взаимодействия могут считаться эффективными*. Можно показать, что даже наличие совершенных каналов информации (получаемой покупателем) и достаточно жестких санкций за нарушение норм (например, при обнаружении злоупотребления корпорация, прибегнувшая к таким действиям, в последующий период лишается спроса со стороны всех обманутых покупателей) не может полностью гарантировать приверженность фирмы-продавца «законопослушной» стратегии, способной обеспечивать выполнение партнерами своих контрактных обязательств (см., напр., (Klein, Leffler, 1981; Klein, 1996)). Поэтому обычно предполагается, что механизмы взаимодействия, направленные на поддержание двусторонних отношений, должны дополняться публично-правовым регулированием тех или иных складывающихся форм реализации контрактных прав и обязанностей.

И все же, *инфраструктура, которая основана на поддержании взаимных отношений и которая обеспечивает нормальное функционирование контрактной системы, на практике в большинстве*

---

<sup>114</sup> См., напр., (Kreps, Wilson, 1982; Tirole, 1996), а также классический обзор (Hart, Holmström, 1987).

случаев предполагает, что стратегии, используемые участниками хозяйственного процесса, просто исключают какие-либо действия, связанные с нарушением условий контракта. Ограничимся в этой связи лишь одним примером. В одном из обследований 1990-х годов немецким и итальянским предпринимателям был задан вопрос о том, насколько часто они прибегают к действиям, направленным против потребителей или поставщиков продукции и по существу означающим нарушение условий контракта. 95% немецких и почти 80% итальянских предпринимателей ответили, что это маловероятно или очень маловероятно (см. (Arrighetti, Bachman, Deakin, 1997)).

Роль «культуры контрактов» в развитой рыночной экономике трудно переоценить. *Важнейшим фактором, препятствующим массовому нарушению контрактных обязательств, оказывается привычка мыслить свои действия в рамках заключенных соглашений и осознание неизбежности частных и публично-правовых санкций, которые должны последовать в случае нарушения норм.* Подобные контракты в литературе нередко называются «самоосуществляющимися» (self-enforced). Иначе говоря, соблюдение на практике норм, установленных подобным контрактом, обеспечивается прежде всего взаимовыгодностью действий, предусматриваемых соглашением (Telser, 1980). В связи с этим ряд авторов исходит из существования «широкого консенсуса относительно следующего суждения: институты контрактного права во многих случаях оказывают лишь предельно малое (marginal) влияние на функционирование хозяйственных контрактов» (Deakin, Lane, Wilkinson, 1997, p. 105). Отношения доверия, складывающиеся на основе устойчивых контрактных норм, как показывают исследования, в большой степени способствуют преуспеванию крупнейших фирм (см. (Kumar, Rajan, Zingales, 1999)), которые, кстати говоря, больше других нуждаются в подобной стабильности.

Указанные соображения, однако, отнюдь не в полной мере могут относиться к условиям *постсоциалистической экономики*. Начнем с того, что на исходной стадии перехода к рынку лишь формируется состав участников последующих «повторяющихся игр». Каждой фирме чаще обычного приходится вступать в отношения с новыми

партнерами. Отнюдь не всегда отношения между частными компаниями оформляются особыми, тем более корректно составленными, контрактами. И наконец, в переходной экономике ставится под сомнение главная исходная посылка моделей репутационного равновесия – установка на поддержание жизнеспособности, а следовательно, и репутации рассматриваемой фирмы.

Некоторые участники не склонны к особым заботам относительно своей репутации: в ходе «первоначального накопления» предприниматели могут нарушать свои обязательства перед многими партнерами по контрактам, выводя все большую часть ресурсов за пределы досягаемости совладельцев, оставляя без денег наемных работников, поставщиков и других участников хозяйственных операций (stakeholders) и тем самым вполне преднамеренно обрекая рассматриваемый банк на банкротство, а крупную промышленную компанию, которую труднее обанкротить, на длительную «рациональную атрофию». Подобная стратегия нередко встречается в ситуации недостаточно решительной ликвидации мягких бюджетных ограничений. Результаты многочисленных обследований свидетельствуют о том, что в тех случаях, когда в качестве участника соглашений выступает государство (центральное правительство, а особенно региональные и местные органы власти), чаще обычного приходится сталкиваться с прямыми нарушениями контрактных обязательств со стороны отдельных частных партнеров. Отказ от платежей обычно сопровождается организованным давлением на власти, требованиями о дополнительной финансовой и прочей помощи.

В переходной экономике «российского типа» обнаруживаются тем не менее и некоторые факторы, способствующие движению в сторону репутационных равновесий. Речь идет о длительном сохранении, особенно в обстановке закрытой экономики, неконкурентной общей структуры коммерческих отношений. С этой точки зрения, определенный интерес могут представить результаты опросов, проведенных во второй половине 1990-х годов в ряде стран Центральной и Юго-Восточной Европы. На вопрос: «Сумеет ли Ваша фирма меньше чем за неделю найти альтернативный источник, поставляющий нужную Вам продукцию?» – в Словакии утвердительно ответи-

ли 60% всех фирм, в Польше – 61%, в Румынии – 77%, тогда как в России удельный вес положительных ответов составил 24%, на Украине – лишь 14% (*Johnson, McMillan, Woodruff, 1999a, p. 42*). При сохранении монополистических структур хозяйственных связей и отсутствии доступных рыночных альтернатив некоторые частные корпорации (те фирмы, в жизнеспособности которых заинтересованы руководители, осуществляющие фактический контроль над ними) стремятся с самого начала наладить сравнительно более прочную – *саморегулируемую* – систему взаимных соглашений.

Тем не менее в целом в подобных условиях регулирование контрактных отношений третьей стороной должно играть особенно важную роль. Четкий инфорсмент контрактных прав предполагает достаточно надежную защиту контрактных прав и, что представляется одним из главных условий функционирования системы, неизбежность более или менее серьезных санкций в случаях нарушения условий контракта. Формирование сети контрактных отношений между участниками хозяйственного процесса может вести к оптимальной аллокации ресурсов (например, в моделях Коуза) лишь при условии, что в тех случаях, когда не срабатывает принцип «самоподдерживающихся» контрактов, инфорсмент контрактных прав и обязательств может реализоваться в судебно-правовом порядке. Чем короче история *рыночных* взаимодействий между предпринимателями и чем менее привычны договорные отношения, предполагающие согласованные и приспособленные к специфическим ситуациям механизмы адаптации (*relational contracting*), тем значительнее при прочих равных условиях оказывается роль регулирования, осуществляемого третьей стороной.

Параллельно публично-правовому инфорсменту большое распространение в некоторых странах с переходной экономикой получают *системы частного инфорсмента*. Частный инфорсмент всегда присутствовал на разных ступенях развития рыночной экономики. В ситуации двусторонних и многосторонних взаимодействий частных предпринимателей деятельность групп (либо отдельных лиц), занимающихся инфорсментом контрактных обязательств, направлена на поиск эффективного решения, на то, чтобы обеспечить достижение

или поддержание устойчивого равновесия в сфере контрактных отношений (см. (*Greif, 1996*)). Особенно глубоко укоренились механизмы частного инфорсmenta в российской экономике, в которой до настоящего времени, как отмечалось выше, официально предоставляемые сведения насчет (контрактных) обязательств даже у крупнейших корпораций недостаточно информативны.

Важная роль системы инфорсmenta в переходной экономике «российского типа» может рассматриваться как одно из проявлений более общей тенденции, отмечаемой социологами: в российском обществе функция *легитимированного* принуждения в большой мере осуществляется частными (во многих случаях – криминальными) структурами. В рассматриваемом случае легитимный инфорсмент хозяйственных прав в большой степени реализуется в рамках заведомо неправового пространства. Совершенно очевидно, что частная система инфорсmenta требует сравнительно больших затрат. И хотя в некоторых случаях частные организации могут довольно эффективно решать задачи инфорсmenta, ясно, что повсеместное распространение таких систем не может считаться желательным ни с социальной, ни с экономической точек зрения. Сами процедуры частного инфорсmenta могут вступать в прямой конфликт с законами и моралью. Все дело в том, однако, что именно недостаточность публично-правовой системы инфорсmenta вызывает к жизни частный инфорсмент, поэтому в переходной экономике государственная и частные системы инфорсmenta как бы органично дополняют друг друга. Более того, в качестве частного агента, осуществляющего функции защиты и инфорсmenta прав собственности, могут выступать не только криминальные группировки, но и служащие государственных организаций.

Эффективное и законодательно оформленное саморегулирование, включая цивилизованные нормы медиации (третейского посредничества), в этой связи могло бы стать важным компонентом институциональной системы, ориентированной на обеспечение экономического роста.

### *3.1.2. Прикладные определения саморегулирования*

Основная цель саморегулирования – регулирование отношений в отдельных сферах деятельности людей на основе самоорганизации, т.е. без непосредственного вмешательства государства. Оперативное вмешательство государства заменяется нормативным правовым регулированием и контролем за соблюдением законодательства саморегулируемыми организациями (далее – СРО). При этом общество и государство достигают нескольких положительных эффектов (см. *(Лазарко, Кирдяшкин, 2000)*):

- сокращаются государственные расходы на регулирование и контроль в соответствующих сферах деятельности;
- повышается эффективность государственного управления за счет замены оперативного контроля за предпринимательской деятельностью на законодательное регулирование и уменьшения управленческих связей – субъектом регулирования и контроля является одна или несколько СРО, а не множество субъектов предпринимательства;
- формируется механизм предотвращения коррупции государственных чиновников, так как устраняется необходимость непосредственного взаимодействия предпринимателей с чиновниками по вопросам повседневной хозяйственной деятельности;
- у предпринимателей появляется возможность влиять на деятельность регулятора (путем избрания органов СРО и контроля за их деятельностью, контроля за расходованием членских взносов). При этом снижаются транзакционные и иные издержки, исключаются взятки чиновникам. В отличие от налогов, уплачиваемых в государственный бюджет, расходование которого их плательщики проконтролировать не могут, членские взносы в СРО имеют адресный характер и их расходование может контролироваться ее членами. Целевой характер членских взносов в СРО делает их похожими на налоги, уплачиваемые не всем населением, а лишь теми, кто пользуется соответствующими услугами СРО;
- дисциплинарное воздействие со стороны СРО к своим членам – нарушителям действующих правил и прав клиентов – позволяет

оперативно устанавливать и поддерживать порядок в соответствующей сфере.

Отечественные и зарубежные справочные и энциклопедические источники дают различные определения (интерпретации) саморегулирования: «правовая форма негосударственного регулирования предпринимательской деятельности», «деятельность предпринимателя и его работников в соответствии с правилами без дополнительного контроля со стороны третьих лиц», «деятельность организаций, осуществляющих информирование справедливых, этических и эффективных практик», «система самостоятельного контроля за своей деятельностью, которую создают участники рынка или представители одной профессиональной среды», «самоуправление в профессиональной или бизнес-среде, которое предполагает установление участниками определенных «правил игры» в отношении себя, а также санкции за их нарушение, механизм разрешения конфликтов, ответственность перед своими потребителями» и др. В целом можно выделить несколько подходов к определению саморегулирования, которые тем не менее весьма близки содержательно.

В проекте Федерального закона «О саморегулируемых организациях» под саморегулированием понимается самостоятельная и инициативная деятельность субъектов предпринимательской или профессиональной деятельности, содержанием которой являются разработка и установление правил и стандартов предпринимательской или профессиональной деятельности, а также осуществление контроля за их соблюдением<sup>115</sup>.

С правовой точки зрения СРО близки к публично-правовым образованиям, которые создаются для защиты интересов неопределенного круга лиц (например, согласно ч. 2 ст. 48 Федерального закона «О рынке ценных бумаг»: «...для защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации...»). СРО относятся к некоммерческим организациям, создаваемым на основе членства, однако СРО не являются единственными

---

<sup>115</sup> Проект Федерального закона «О саморегулируемых организациях», внесен в Государственную Думу РФ 8 июля 2003 г., принят в первом чтении 14 октября 2003 г.

некоммерческими организациями, объединяющими предпринимателей. В отличие, например, от союзов и ассоциаций предпринимателей (юридической основой деятельности которых является Федеральный закон «О некоммерческих организациях») или торгово-промышленных палат (Федеральный закон «О торгово-промышленных палатах в Российской Федерации»), СРО: во-первых, объединяют предпринимателей строго по признаку специализации их деятельности в конкретном секторе экономики, сегменте рынка; во-вторых, устанавливают для своих участников дополнительные стандарты и правила осуществления предпринимательской деятельности; в-третьих, возможность создания СРО в данном секторе экономики (сегменте рынка) определяется наличием указания «профильного» закона<sup>116</sup>.

При этом действующее законодательство Российской Федерации, определяющее правовой статус саморегулируемых организаций, по-прежнему носит отрывочный, противоречивый характер, содержит ряд нормативных пробелов, является несистематизированной совокупностью юридических норм<sup>117</sup>. Так, в соответствии со ст. 48 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» саморегулируемой организацией именуется добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, функционирующее на принципах некоммерческой организации. Согласно же ст. 22 Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» в целях саморегулирования оценщики вправе объединяться в ассоциации, союзы, иные некоммерческие организации. Отдельные саморегули-

---

<sup>116</sup> В справке Правового управления Совета Федерации от 24 мая 2004 г. (о проекте закона «О саморегулировании») отмечено: «предпринята попытка оформить «саморегулирование» как общее, комплексное явление в виде некоммерческих организаций с особой системой взаимоотношений хозяйствующих субъектов друг с другом, государством и потребителями. Однако следует заметить, что *однозначного определения такому понятию, как «саморегулирование», дать невозможно, поскольку особенности создания и функционирования саморегулируемых организаций зависят от специфики различных видов предпринимательской деятельности: в страховании, банковском деле, на рынке ценных бумаг и в других сферах».*

<sup>117</sup> См.: Рекомендации Парламентских слушаний на тему: «Законодательное обеспечение административной реформы». Москва. 8 июня 2004 г.

руемые организации федеральными законами наделены полномочиями, не характерными для иных некоммерческих организаций, – например, правом предъявлять иски в суд, арбитражный суд в интересах третьих лиц, участвовать в осуществлении федеральным органом контроля за соблюдением законодательства (ст. 28 Федерального закона «О рекламе»), получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов (ст. 49 Федерального закона «О рынке ценных бумаг») и др. Отсутствует необходимое для законодательства единство терминологии в регламентации деятельности саморегулируемых организаций. Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и Федеральным законом «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» предусмотрено создание «саморегулируемых организаций». Федеральный закон «О рекламе» употребляет другой термин – «органы саморегулирования».

В рамках «экономического» (точнее – институционального) подхода саморегулирование определяется как институт, в рамках которого (1) группой экономических агентов создаются и изменяются легитимные (не противоречащие формальным, установленным государством) правила, регулирующие хозяйственную деятельность этих агентов, (2) объекты контроля имеют возможность легитимно управлять поведением контролера-регулятора (*Крючкова, Обыденов, 2003*). В этом случае возникает замкнутый контур (замкнутая система с положительной обратной связью) из двух экономических субъектов (организация саморегулирования и член организации), каждый из которых по одному кругу отношений выступает в качестве исполнителя, а по другому – в качестве поручителя<sup>118</sup>.

«Функциональный» подход к определению саморегулирования (организации саморегулирования) – т.е. определение через набор функций – в наибольшей степени отвечает прикладным задачам.

---

<sup>118</sup> В другой интерпретации П.В. Крючковой саморегулирование определяется следующим образом: «В экономическом смысле под саморегулированием хозяйственной деятельности понимается легитимное объединение бизнеса для целей разработки правил хозяйственной деятельности и контроля за их соблюдением. В качестве индикатора общественной значимости организаций саморегулирования принимается выполнение ими функций по рассмотрению жалоб аутсайдеров и внесудебному разрешению споров».

Саморегулирование в общем случае осуществляется через организации. Организация саморегулирования, во-первых, выполняет функцию контролера, а во-вторых, – центрального агента, с которым заключают контракты участники организации. Участники рынка создают/присоединяются к организации саморегулирования в том случае, если издержки, связанные с таким созданием/присоединением (как прямые – уплачиваемые членские взносы, так и косвенные – издержки, связанные с соблюдением правил организации), ниже выгод, получаемых от участия в подобной организации (БЭА, 2004).

«Отраслевой» подход (точнее – анализ различных видов предпринимательской деятельности) предполагает выделение критериев, при наличии которых создание СРО в тех или иных сферах оказания услуг является экономически оправданным (Лазарко, Кирдяшкин, 2000). В частности, выделяются следующие критерии:

- необходимо лицензирование субъектов предпринимательской деятельности и последующий контроль за соблюдением условий ведения лицензионной деятельности;
- такая предпринимательская деятельность имеет широкое распространение и насчитывает множество субъектов на территории всей страны, а не на территории одного субъекта Российской Федерации;
- общественная полезность в создании СРО возникает лишь при значительном количестве потребителей услуг саморегулируемой организации. СРО может быть эффективной только тогда, когда соответствующим видом предпринимательской деятельности занимается достаточно большое количество субъектов – не менее 100–150 в Российской Федерации. В противном случае количество организационных связей между предпринимателями невелико, и создание специальной организации для координации этих связей лишено смысла;
- требуется определенный уровень профессиональной квалификации (следовательно, аттестация) лиц, оказывающих услуги.

### *3.1.3. Саморегулирование в мире*

Как было отмечено, в частности, в разделе 1.1, идея саморегулирования в той или иной профессиональной сфере деятельности име-

ет длительную историческую традицию. В качестве прообразов современных саморегулируемых организаций традиционно указываются римские коллегии и средневековые торговые и ремесленные гильдии.

Характерной особенностью римского ремесла было объединение ремесленников в коллегии по профессиям еще в республиканский период и особенно в период Ранней империи. Хотя коллегии объединяли, как правило, людей одной профессии, они мало занимались производственными вопросами: члены коллегий делали взносы на общие нужды, устраивали празднества и обеды, хоронили за счет коллегии своих бедных членов. Не имея возможности воздействовать на политическую жизнь государства, коллегии могли влиять на выборы того или иного лица в органы городского самоуправления. Тем не менее профессиональные коллегии, как и многочисленные чисто религиозные союзы, были, как правило, союзами внутри отдельных городов, а межгородских или общепровинциальных союзов было очень мало.

Римляне также оставили в наследство обычному и гражданскому праву коллегию – институт, почти неотличимый по форме от возникшей впоследствии на Западе корпорации. Три человека или более при наличии официального разрешения могли сформировать коллегию, которая могла владеть собственностью, возбуждать дела в суде и быть преследуемой по суду. При изменении состава организаторов и членов коллегия сохранялась и управлялась на основании собственного устава. Принято считать, что римская коллегия является предшественником современной корпорации, хотя наследственные связи легче проследить не для деловых, а для правительственных и религиозных корпораций. После падения Рима в V в. корпорация как правовой институт сохранилась в силу потребности церкви и муниципалитетов в некоем юридическом лице, которое бы обладало правом получать собственность и владеть ею, а также возбуждать в суде дела против нарушителей их права собственности.

В Средние века гильдии торговцев и ремесленников принимали форму корпораций, зачастую имевших формальный устав. Они владели значительной собственностью – гильдейскими центрами и бла-

готворительными фондами, которые накапливались для помощи членам гильдии. Существовала необходимость в основном свойстве корпорации – в способности сохранять право на корпоративную собственность, несмотря на смерть отдельных членов гильдии и принятие в нее новых. Но гильдии были своеобразными экономическими институтами со значительной примесью правительственных полномочий. Членство в соответствующей профессиональной гильдии, как правило, было принудительным для каждого свободного горожанина; высшие должностные лица гильдии обладали широкими правами по проведению расследования, проверки и наказания. До XVI в. английское правительство использовало также гильдии как удобный инструмент сбора налогов. Каждое цеховое сообщество вырабатывало свои требования к деятельности мастеров и контролировало их выполнение. Репутация цеха или гильдии ценилась очень высоко, поэтому любое нарушение жестоко каралось.

Адам Смит, помимо акционерных, выделял так называемые привилегированные (регулируемые) компании. Привилегированные компании, в сущности, представляли собой торговые гильдии, куда торговец должен был вступить, уплатив соответствующий взнос, чтобы получить право участвовать в торговле, на ведение которой компания имела подкрепленную декретом монополию. Привилегированные компании не вели торговлю на собственные средства, не было у них и акций, которые могли бы переходить в руки тех, кто не входил в компанию. Смит отмечал, что многие европейские города создавали сходные корпорации для ведения торговли<sup>119</sup>.

Первый опыт саморегулирования в Российской империи (если не принимать во внимание опыт общинного самоуправления), видимо, относится к периоду проведения правовой реформы (1864 г.), когда был учрежден институт адвокатуры на принципах самоуправления. В качестве прообраза саморегулируемой организации как союза предпринимателей можно указать Московскую биржу, учрежденную в 1870 г. На биржевой комитет, в частности, возлагалась защита интересов биржевого общества перед государственными и общест-

---

<sup>119</sup> См., напр., (*Розенберг, Бирдцелл, 1995*); Жизнь народных масс в Италии и провинциях (<http://www.nlib.iatp.org>); (*Davies, 1996*).

венными организациями. Определенные элементы саморегулирования существовали и в период СССР (адвокатура, нотариат).

В настоящее время в большинстве развитых стран СРО действуют практически во всех областях общественной жизни, особенно в бизнесе. Профессиональные ассоциации врачей, юристов, аудиторов, арбитражных управляющих наряду с государством регулируют отношения, вырабатывают правила и ограничения, каждая в своем сегменте деятельности. Отдельные отраслевые ассоциации компаний охватывают в США, например, более 80% субъектов соответствующего рынка.

Одной из наиболее широко известных саморегулируемых организаций в США является система Better Business Bureau, или Бюро совершенствования деловой практики (далее – ВВВ). Первоначально в 1906–1912 гг. по инициативе бизнеса в США стали создаваться так называемые «комитеты бдительности», позднее трансформировавшиеся в ВВВ. Задачей этих комитетов было выявление случаев недобросовестной, с точки зрения потребителей и конкурентов, рекламы и воздействие на рекламодателей и рекламодателей с целью улучшения качества рекламы. В результате была создана эффективная система контроля за соблюдением этических принципов в рекламе, которая эффективно функционирует и развивается до сих пор.

В настоящее время в состав данной организации входят фирмы, заботящиеся о своей репутации, которые стремятся вести бизнес в соответствии с принципами деловой этики. ВВВ осуществляет достаточно много работы, направленной не только на выявление случаев недобросовестной рекламы, но и на предотвращение конфликта интересов между продавцами и потребителями. В частности, организация осуществляет сбор информации о недобросовестных компаниях и специалистах. Также в ВВВ действует система третейского судопроизводства.

Весьма обширна система СРО в Великобритании. В частности, в Великобритании действуют СРО, участие в которых для представителей той или иной профессиональной или предпринимательской деятельности является обязательным (к примеру, Юридическое об-

щество (Law Society)). Также в Великобритании в некоторых отраслях действуют СРО, участие в которых не является обязательным, занятие определенным видом деятельности возможно и без членства в СРО, но существующие традиции делают положение аутсайдеров существенно менее выгодным, чем инсайдеров. Такова, например, ситуация с членством в британских медицинских ассоциациях. Организации саморегулирования в медицинской сфере действуют в Великобритании по закону. Первая и на сегодняшний день крупнейшая подобная организация – General Medical Council, GMC, объединяющая около 200 тыс. практикующих врачей, была создана в соответствии с законом 1858 г. Аналогичные организации созданы для фармацевтов, вспомогательного медицинского персонала, представителей отдельных медицинских профессий (дантистов, физиотерапевтов и т.п.). В их задачу входит:

- установление стандартов профессиональной деятельности;
- мониторинг соблюдения этих стандартов членами организации, применение санкций за нарушение стандартов;
- работа с жалобами потребителей и разрешение споров;
- ведение реестра членов.

Только члены соответствующих организаций могут пользоваться определенными титулами; только члены созданной по закону организации саморегулирования могут работать в Национальной службе здравоохранения (National Health Service, NHS). Прямой запрет для нечленов организаций вести медицинскую практику в британском законодательстве отсутствует, однако спрос на услуги врачей, не входящих в соответствующие организации, а соответственно и уровень доходов значительно ниже. Поэтому только менее 10% практикующих британских медиков осуществляют эту деятельность, не будучи членами соответствующих профессиональных ассоциаций (см. *Крючкова, 2001*).

Также в Великобритании действует достаточно много СРО, объединяющих компании по видам и отраслям осуществляемой ими предпринимательской деятельности. К примеру, в области энергетики в Великобритании действует Energy Retail Association (Ассоциация, объединяющая розничных поставщиков энергии). Ассоциация

была создана в октябре 2003 г. и объединяет основных поставщиков энергии Великобритании – в частности, в нее входят такие компании, как British Gas, EDF Energy, Npower, Powergen, Scottish Power, and Scottish and Southern Energy<sup>120</sup>. Ассоциация активно сотрудничает с органами государственного регулирования с целью защиты отрасли от излишнего регулирования, которое может помешать ее развитию.

Следует также отметить, что в настоящее время законодательство и практика в Великобритании идут по пути передачи части полномочий от государственных органов саморегулируемым организациям. В частности, как следует из Закона об информации от 2003 г. (Communications Act 2003), одной из обязанностей регулятора в области коммуникационных отраслей Великобритании (Ofcom) является рассмотрение на предмет эффективности вопроса о привлечении к выполнению функций данной организации СРО<sup>121</sup>.

Существует *несколько путей развития саморегулирования* с точки зрения «оформления» взаимоотношений государства и бизнеса. Во-первых, государство может на законодательном уровне передавать властные полномочия какому-либо объединению, ассоциации или сообществу (например, деятельность адвокатуры в Великобритании). Во-вторых, может иметь место добровольный процесс перехода к принципам саморегулирования без принятия специальных законодательных актов (т.е. происходит выработка специальных правил, по которым определенные компании обязуются работать и следить за их выполнением). Наконец, в мировой практике известны ситуации, когда система саморегулирования возникает раньше, чем государственное регулирование. Подобным образом складывались система регулирования рекламы в США и система электронной торговли через Интернет в западных странах<sup>122</sup>.

Как отмечают эксперты, изучавшие проблемы развития саморегулирования в мире в рамках проекта TACIS (см. *Харриет Холл, Симпсон Робин, 2002*)), существует три основных сценария, при ко-

---

<sup>120</sup> Источник: сайт Energy Retail Association [www.energy-retail.org.uk](http://www.energy-retail.org.uk)

<sup>121</sup> Источник: сайт Ofcom [www.ofcom.org.uk](http://www.ofcom.org.uk)

<sup>122</sup> См., напр., *(Алмаев, 2004)*; *(Булеков, 2004)*.

торых возникло саморегулирование в разных странах. При этом они выделяют три основных вида саморегулирования, которое существует в настоящее время в мировой практике.

1. Первый вариант характерен для ситуации, когда государство передает власть СРО, – *делегированное саморегулирование*. Такое саморегулирование распространено в управлении лицами различных профессий (например, юристами, врачами, бухгалтерами), и до недавнего времени в Великобритании оно применялось в области финансовых услуг. Законодательством обычно предусмотрена система лицензирования. Определенные действия невозможно предпринимать, если вы не являетесь членом саморегулируемого органа и не подчиняетесь его правилам. Таким образом, сфера действия универсальна для тех, кто желает осуществлять эти действия.

В качестве примера можно привести Юридическое общество (Law Society)<sup>123</sup>, созданное в Великобритании, которое является организацией, регулирующей и представляющей интересы юристов в Англии и Уэльсе. Юридическое общество выполняет следующие функции:

- устанавливает квалификационные стандарты для юристов;
- устанавливает стандарты профессиональной деятельности и поведения;
- осуществляет мониторинг и надзор за юристами на предмет соблюдения ими соответствующих правил;
- рассматривает жалобы на действия юристов;
- проводит расследования на предмет соответствия юристов профессиональным стандартам и применяет наказания к юристам, не соответствующим указанным стандартам.

При этом за деятельностью Юридического общества в области регулирования деятельности юристов осуществляется надзор соответствующими органами государства. Кроме того, обществом назначен независимый уполномоченный (Independent Commissioner), в компетенцию которого входит тщательное исследование качества рассмотрения жалоб на действия юристов.

---

<sup>123</sup> См.: [www.lawsociety.uk](http://www.lawsociety.uk)

2. Другим видом саморегулирования является такой порядок, при котором ряд предприятий изъявляют желание перейти на самоуправление, – *добровольное саморегулирование*. Представители этих предприятий добровольно берут на себя обязательства поступать согласно установленному порядку. Такие обязательства выходят за рамки правовых требований или установленных норм в областях, в которых отсутствуют соответствующие законы. Мониторинг за соблюдением добровольно принятых норм, а также за применением штрафных санкций в случае их несоблюдения осуществляется соответствующим органом саморегулирования.

3. *Смешанное саморегулирование* объединяет два описанных выше варианта. Оно характерно для тех стран, где государство четко обозначило в законодательном порядке, что соблюдение норм саморегулирования эквивалентно соблюдению закона. Нормы устанавливаются органом, имеющим представителей в управляемой отрасли (иногда представители имеются и в других отраслях). Эта схема не предусматривает ни обязательного членства, ни обязательного соблюдения норм. Возможны проверка соблюдения членами установленных норм и применение санкций в отношении организаций, не соблюдающих эти нормы. Другим вариантом могут быть правовые санкции, применяемые в обычном порядке.

Особую роль принцип саморегулирования играет *в деятельности финансовых рынков*. В целом принято считать, что наличие в системе национального регулирования финансовых рынков СРО является необходимым условием нормального функционирования финансовых рынков. Среди 30 принципов организации фондового рынка, провозглашенных Международной федерацией фондовых инвесторов (IFCI), два посвящены обязательному существованию СРО с обязательным членством профучастников.

В различных странах мира финансовые рынки функционируют, как правило, в рамках двух различных моделей. Первая модель предполагает регулирование преимущественно государственными органами, и лишь небольшая часть полномочий по надзору, контролю, установлению правил проведения операций передается объединениям профессиональных участников рынка – СРО (например, Со-

вет фондовых бирж во Франции). Альтернативная модель подразумевает передачу максимально возможного объема полномочий СРО (США). Решения соответствующих организаций (биржи, сами по себе являющиеся саморегулируемыми организациями, Национальная ассоциация дилеров ценных бумаг (National Association of Securities Dealers (NASD)), Национальная фьючерсная ассоциация NFA и др.) не являются обязывающими, но способны значительно ограничить доступ к рынку и даже лишить участника профессиональной квалификации, наличие которой является необходимым требованием Комиссии по ценным бумагам. При этом государство сохраняет за собой основные контрольные функции и возможность в любой момент вмешаться в процесс саморегулирования (Великобритания). Стандарты неправительственных организаций и профессиональных ассоциаций Великобритании оформлены как различные кодексы, правила или рекомендации и не имеют силы закона, однако достаточно строго соблюдаются на практике, ибо их невыполнение влечет за собой исключение виновного из соответствующей деловой или профессиональной среды.

Наибольшее количество рекомендательных документов принимается различными саморегулируемыми организациями по вопросам корпоративного управления. Несмотря на определенный консерватизм (приверженность к принципам саморегулирования), в современной британской литературе неоднократно высказывалась точка зрения, что деятельность компаний является чрезмерно регулируемой, в том числе посредством многочисленных правил негосударственных структур. Одним из направлений реформирования корпоративного права является сокращение числа предписаний неправового характера, направленных на регламентацию деятельности компаний (см. *Кибенко, 2004*). В преобладающем большинстве стран степень централизации и жесткость регулирования колеблется между этими двумя крайними концепциями.

Согласно Закону США о ценных бумагах и биржах 1934 г. (Securities Exchange Act of 1934) саморегулируемая организация означает любую национальную биржу, зарегистрированную ассоциацию, либо зарегистрированное клиринговое учреждение, либо (исключи-

тельно для целей пунктов 19(b), 19(c) и 23(b) настоящего документа) муниципальный правоустанавливающий орган (Municipal Securities Rulemaking Board), созданные в соответствии с разделом 15B настоящего документа. В Законе о ценных бумагах и биржах достаточно подробно устанавливается процедура регистрации саморегулируемых организаций, а также принятия СРО правил, регулирующих их деятельность.

На американском рынке ценных бумаг фактически существует два типа саморегулируемых организаций. К первому типу относятся, в частности, NASD. Членство в этой организации обязательно для брокеров и дилеров, осуществляющих деятельность на рынке ценных бумаг. Без членства в NASD организация не может получить лицензию на работу на рынке, стать членом фондовой биржи, клиринговой или депозитарной организацией (см. *(Абрамов, Иванов, Лагунов, 1999)*).

NASD устанавливает правила, определяющие деятельность его членов, осуществляет проверку соблюдения своими членами указанных правил, а также накладывает взыскания за их нарушения, реализует ряд образовательных программ, в рамках NASD действует система посредничества и третейского судопроизводства (mediation and arbitration)<sup>124</sup>.

NASD в основном ориентирована на регулирование отношений между участниками рынка ценных бумаг и их клиентами, а также на решение проблем, общих для всех участников рынка, независимо от сферы их деятельности на биржевом, внебиржевом или ином рынке ценных бумаг. СРО второго типа организуют и регулируют главным образом отношения между профессиональными участниками рынка ценных бумаг в процессе осуществления ими на этом рынке той или иной деятельности. NASD – это модель, предполагающая делегирование СРО на основании закона определенной (весьма незначительной) части полномочий публичной (государственной) власти по регулированию и контролю за деятельностью брокеров и дилеров на рынке ценных бумаг. Однако при этом главным регулятором и кон-

---

<sup>124</sup> Источник: сайт NASD – [www.nasd.com](http://www.nasd.com)

тролером на рынке ценных бумаг выступает государственный орган – Комиссия по ценным бумагам и биржам (Securities and Exchange Commission (SEC), – наделенный значительными полномочиями исполнительной, представительной и отчасти судебной власти.

Ко второму типу СРО относятся инфраструктурные СРО на рынке ценных бумаг. Это, например, New York Stock Exchange (NYSE), National Association of Securities Dealers Automated Quotations System (NASDAQ), Depository Trust Company (DTC), National Securities Clearing Corporation (NSCC), Option Clearing Corporation (OCC) и другие инфраструктурные организации. Членство в данных СРО является добровольным. СРО данного типа – это пример делегирования главным образом полномочий снизу участниками рынка, которые для организации совместной деятельности (организации торговли и расчетов на рынке ценных бумаг) отказываются от части своих прав, передавая их биржам, депозитариям или клиринговым организациям.

Разные подходы к саморегулированию можно также проиллюстрировать на примере различий в национальном регулировании поглощений. Для Германии и Нидерландов характерны усиленный государственный надзор за приобретением предприятий, развитое картельное законодательство и процедуры согласования поглощений с работниками предприятия. Система регулирования Великобритании и Ирландии предполагает принцип саморегулирования и «неправовое» оформление поглощений. Так, в Великобритании применяется законодательно не оформленный Кодекс слияний и поглощений (City Code on Takeovers and Mergers), который разработан постоянно действующей группой экспертов – так называемой Комиссией по слияниям и поглощениям (Panel on Takeovers and Mergers). Комиссия функционирует под эгидой ряда крупных неправительственных организаций (Банк Англии, Лондонская фондовая биржа, Ассоциация британских страховщиков, Лондонская ассоциация инвестиционных банков, Конфедерация британской промышленности, Национальная ассоциация пенсионных фондов и др.). Исполнение требований данного кодекса формально является добровольным, что по-

звolyет сократить количество правовых споров, поступающих в английские суды. Смешанное регулирование типично для Франции, Бельгии и Испании.

Существенно также, что в Великобритании саморегулирование имеет иное значение, нежели в странах континентального права. В последних саморегулирование и самоконтроль утратили свой первоначально автономный характер и получили закрепление в законодательных положениях. Наиболее показательный пример – кодификация положений об инсайдерской деятельности в рамках ЕС. Аналогичной позиции придерживается и современное регулирование поглощений в Швейцарии, где добровольный кодекс поглощений бирж 1989 г. был трансформирован в положения Закона о биржах и фондовой торговле 1995 г. В том, что касается общих подходов на уровне ЕС, соответствующие акты (дискуссия касательно директивы о поглощениях) предусматривали наличие национальных контрольных органов и необходимость координации их деятельности. Тем не менее эти функции могут выполнять и частные организации (*Dine, 1998*). Одновременно устанавливается, что в целях избежания участия административных и судебных органов в вопросах поглощений следует использовать метод добровольного самоконтроля. Конфликт национальных подходов ведет к затяжному характеру дискуссий и поиску компромиссных решений, выхолащивающих возможности наднационального регулирования.

Одной из форм саморегулирования бизнеса является также принятие различных *актов добровольного регулирования*, таких как, например, принципы ведения бизнеса, кодексы корпоративного управления и другие подобные документы. Указанные принципы и кодексы наилучшей практики не являются новым феноменом, многие компании применяли их десятилетиями. Однако в последние годы все больше компаний разрабатывают более детализированные принципы ведения бизнеса, что является показателем того, что многие компании стремятся стать более ответственными членами общества.

Нормы добровольного регулирования отдельных компаний разрабатываются в соответствии с особенностями соответствующей

компании (ее история и культура, вид деятельности и цели бизнеса, географическое местоположение, размер и др.). Разнообразие индивидуальных норм добровольного регулирования различных компаний является показателем того, что не существует единого универсального набора принципов, применимого ко всем компаниям. Поэтому для того, чтобы соответствующие нормы добровольного регулирования были действительно эффективными для той или иной компании, они должны разрабатываться непосредственно компаниями.

Следует отметить, что достаточно часто нормы добровольного регулирования сами по себе поддерживаются также принимаемыми компаниями внутренними директивами и процедурами по различным вопросам, таким как охрана окружающей среды, безопасность и охрана здоровья на производстве, этика и др.

Основой при разработке добровольных норм и принципов регулирования являются национальное и международное законодательство, а также нормы рекомендательного характера (Organization for Economic Cooperation and Development Guidelines for Multinational Enterprises, International Labour Organization Tripartite Declaration of Principles concerning the Caux Principles, Caux Principles (Caux Round Table), Global Sullivan Principles и др.).

Многие из указанных норм и принципов составлены с учетом специфики различных секторов экономики (Правила по предотвращению установления завышенных цен и взяточничества при совершении международных сделок Международной торговой палаты – ICC Rules of Conduct on Extortion and Bribery in International Business Transactions, Принципы устойчивого развития бизнеса МТП – ICC Business Charter for Sustainable development); различные кодексы ICC в области маркетинга и рекламы, Responsible Care programme в химической индустрии, Coalition for Environmentally Responsible Economics (Ceres) Principles и др.

Другие принципы, руководящие нормы и кодексы разрабатываются государственными органами, а также межправительственными агентствами и неправительственными организациями, включая, например, подготовленный Европарламентом проект Кодекса корпо-

ративного поведения для европейских компаний, действующих в развивающихся странах<sup>125</sup>.

Помимо указанных выше документов, в настоящее время действуют также декларации, принятые ООН. Ими должны руководствоваться компании в целях защиты прав человека, соблюдения стандартов в области труда, а также защиты окружающей среды. К этим документам относятся:

- Всеобщая декларация прав человека (Universal Declaration of Human Rights, 1948);
- Декларация Международной организации труда в отношении фундаментальных принципов и прав на работу (ILO Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work, 1998);
- Декларация устойчивого развития Рио (Rio Declaration on Sustainable Development, 1992).

Следует отметить, что в последние годы наблюдается устойчивый рост количества принципов, руководящих положений и кодексов, разрабатываемых правительственными и неправительственными организациями различных стран для компаний. Все это подталкивает компании к тому, чтобы задуматься о необходимости разработки собственных норм – принципов ведения бизнеса и кодексов корпоративного управления, а также о возможности включения в соответствующие добровольные нормы и принципы разработанных правительственными и неправительственными организациями норм и положений. Причем прежде всего компании обращаются к принципам, разработанным бизнес-организациями (например, МТП), либо организациями, работающими с участием бизнес-структур (Руководящие указания для мультинациональных компаний Организации экономического сотрудничества и развития (OECD)) (Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprise либо Global Sullivan Principles).

---

<sup>125</sup> См. также: Inter-Faith Center on Corporate Responsibility/Ecumenical Council for Corporate Responsibility/Ecumenical Council for Corporate Responsibility/Taskforce on the Churches and Corporate Responsibility (ICCR/ECCR/TCCR) Principles for Global Corporate Responsibility Benchmarks for measuring business performance, Amnesty International's Human Rights Guidelines for Companies и др.

Принципы ведения бизнеса, как правило, отражают то, что компания понимает под обязательствами перед ее работниками, акционерами, потребителями, бизнес-партнерами, а также другими группами общества. Принципы ведения бизнеса обычно включают формулировку миссии, целей и принципов деятельности компании. Некоторые включают более детальную формулировку политики компании, тогда как другие компании принимают отдельные документы, содержащие положения, определяющие миссию компании, системы управления, а также процедуры исполнения решений и мониторинга.

Принятые государственными органами либо другие «внешние» кодексы, как правило, являются приемлемой заменой принципам ведения бизнеса, разработанным непосредственно компаниями, и, кроме того, они достаточно ценны в качестве основы для принципов ведения бизнеса отдельных компаний. При этом некоторые компании выбирают в качестве основы более одного «внешнего» кодекса (см. *Responsible business conduct*, 2000). Методы и степень внутреннего контроля за соблюдением компанией соответствующих принципов ведения бизнеса, а также за отчетностью определяются компанией самостоятельно. При этом аутсайдеры сами смогут составить мнение о корпоративном поведении компании на основе раскрываемой компанией информации.

## **3.2. Современная дискуссия о саморегулировании**

### *3.2.1. Понятие саморегулируемой организации*

Прежде чем дать понятие саморегулируемой организации, еще раз обратимся к термину «саморегулирование» (см. раздел 3.1). В настоящее время понятие саморегулирования в российском законодательстве отсутствует. Тем не менее многими экспертами было разработано понятие саморегулирования. В частности, в соответствии с Концепцией саморегулирования, подготовленной Комитетом по собственности Государственной Думы Федерального Собрания РФ, саморегулирование представляет собой регулирование рынка посредством общего и институционального (в форме саморегулируемых организаций или бирж) права (см. *(Плескачевский, 2003)*).

Как следует из работы «Саморегулирование. Пособие для предпринимателей» (Крючкова, 2001), саморегулирование – это легитимное регулирование определенных рынков и сфер деятельности самими экономическими агентами без вмешательства государства. Иными словами, саморегулирование предполагает регулирование отношений между участниками соответствующих рынков посредством самостоятельного регулирования при отсутствии государственного вмешательства. Кроме того, характерными признаками саморегулируемых организаций (далее – СРО) является то, что указанные организации разрабатывают стандарты деятельности, обязательные для их участников, осуществляют проверку соблюдения указанных стандартов, а также разрабатывают систему санкций за нарушение названных стандартов.

Обратимся к нормативно-правовым актам Российской Федерации, в которых в том или ином виде закреплено понятие саморегулируемой организации.

В соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг»<sup>126</sup> (ст. 48) саморегулируемая организация профессиональных участников рынка ценных бумаг представляет собой добровольное объединение профессиональных участников рынка ценных бумаг, действующее в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» и функционирующее на принципах некоммерческой организации.

Как следует из Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)»<sup>127</sup>, саморегулируемая организация арбитражных управляющих – это некоммерческая организация, которая основана на членстве, создана гражданами Российской Федерации, включена в единый государственный реестр саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и целями деятельности которой являются регулирование и обеспечение деятельности арбитражных управляющих.

---

<sup>126</sup> Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ.

<sup>127</sup> Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ.

В Федеральном законе «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» (ст. 22)<sup>128</sup> не дано понятия СРО, а лишь указано, что «дополнительно к государственному регулированию саморегулирование оценочной деятельности осуществляется саморегулируемыми организациями оценщиков и распространяется на членов таких саморегулируемых организаций». При этом «в целях саморегулирования оценочной деятельности оценщики вправе объединяться в ассоциации, союзы и иные некоммерческие организации».

В соответствии с Федеральным законом «Об инвестиционных фондах»<sup>129</sup> саморегулируемой организацией управляющих компаний является некоммерческая организация, имеющая соответствующее разрешение федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг, основанная на членстве управляющих компаний.

Как следует из Федерального закона «О негосударственных пенсионных фондах»<sup>130</sup> (ст. 36.26), саморегулируемой организацией фондов именуется добровольное объединение фондов, действующее в соответствии с настоящим Федеральным законом и функционирующее на принципах некоммерческой организации.

В соответствии с Федеральным законом «О защите прав юридических лиц и индивидуальных предпринимателей при проведении государственного контроля (надзора)»<sup>131</sup> (ст. 2) саморегулируемая организация – некоммерческая организация, созданная путем объединения юридических лиц и (или) индивидуальных предпринимателей и имеющая своей основной целью обеспечение добросовестного осуществления профессиональной деятельности членами саморегулируемой организации.

---

<sup>128</sup> Федеральный закон «Об оценочной деятельности» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ.

<sup>129</sup> Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ.

<sup>130</sup> Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ.

<sup>131</sup> Федеральный закон «О защите прав юридических лиц и индивидуальных предпринимателей при проведении государственного контроля (надзора)» от 8 августа 2001 г. № 134-ФЗ.

Исходя из указанных определений, можно сделать вывод о том, что всем саморегулируемым организациям присущи следующие признаки:

- 1) СРО – это некоммерческая организация;
- 2) СРО основана на членстве;
- 3) СРО представляет собой объединение ее членов.

Из изложенного следует, что в настоящее время не сформировалось общее законодательное понятие саморегулируемой организации, как и не выделены единые признаки саморегулируемых организаций, отличающих их от иных некоммерческих организаций.

В то же время отсутствует единство в терминологии, принятой в различных федеральных законах. В частности, указанными выше федеральными законами предусмотрено создание «саморегулируемых организаций». Федеральный закон «О рекламе»<sup>132</sup> употребляет другой термин – «органы саморегулирования в области рекламы».

Отсутствие единообразия в регулировании порядка создания и деятельности саморегулируемых организаций, а также отсутствие единого определения и признаков саморегулируемой организации связано прежде всего с отсутствием в данный момент закона «О саморегулируемых организациях». Работа над проектом этого закона в настоящее время активно ведется в Государственной Думе Федерального Собрания. Анализ указанного законопроекта будет приведен ниже.

Выделяются следующие необходимые функции, право на выполнение которых делегируют организации саморегулирования ее участники (см. *(Крючкова, 2005)*):

- установление и/или адаптация правил ведения ее членами хозяйственной деятельности;
- установление санкций за нарушение установленных правил;
- осуществление контроля за соблюдением правил организации;
- применение санкций в случае обнаружения нарушения установленных правил;
- осуществление контроля за соблюдением правил организации;

---

<sup>132</sup> Федеральный закон «О рекламе» от 18 июля 1995 г. № 108-ФЗ.

- применение санкций в случае обнаружения нарушения правил;
- разработка и реализация процедуры внесудебного (частного) разрешения спорных вопросов между членами организации и организацией и ее членами.

Указанные функции являются функциями регулятора. Отсутствие какой-либо из данных функций свидетельствует о том, что ассоциация бизнеса не является организацией саморегулирования.

Необходимо также выделить две дополнительные функции организации саморегулирования:

- рассмотрение жалоб аутсайдеров на деятельность членов организации (на нарушение ими правил организации);
- внесудебное разрешение споров аутсайдеров (прежде всего потребителей) с членами организации.

Указанные дополнительные функции достаточно часто рассматривают как отличительный признак организаций саморегулирования по сравнению с другими формами объединения бизнеса. Однако взаимоотношения с аутсайдерами не являются обязательным элементом СРО как регулирующей организации. Тем не менее дополнительные функции, как правило, присутствуют в действующих организациях саморегулирования.

### *3.2.2. Обзор существующих саморегулируемых организаций в России*

Несмотря на то что в России до сих пор не принят закон «О саморегулируемых организациях», а также на то, что в российском законодательстве отсутствует единое понятие саморегулируемой организации, система саморегулируемых организаций развивается в России достаточно давно. Следует отметить, что в настоящее время саморегулируемые организации действуют в достаточно большом количестве различных отраслей.

К примеру, обратимся к *системе саморегулируемых организаций на фондовом рынке*, поскольку именно порядок создания и деятельности указанных СРО наиболее урегулирован в законодательном порядке.

Модель регулирования профессиональных участников фондового рынка сложилась в России только в начале 1990-х годов в отсутст-

вие ясных и подробных норм права и в отсутствие институтов и практики саморегулирования в РФ. Значительным шагом по созданию саморегулируемых организаций было принятие постановления ФКЦБ «Об утверждении положения о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг и положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг»<sup>133</sup>. Тем не менее принятие указанного выше постановления, как и закрепление норм о саморегулируемых организациях в Законах «О рынке ценных бумаг» и «О защите прав и законных интересов инвесторов», не привело к созданию стабильной модели саморегулирования. Под квалифицирующие признаки саморегулируемых организаций, установленные указанным выше постановлением ФКЦБ, попали лишь две саморегулируемые организации – Национальная ассоциация участников фондового рынка (НАУФОР) и Профессиональная ассоциация регистраторов, трансфер-агентов и депозитариев (ПАРТАД). Это фактически привело к образованию СРО-монополистов с обязательным членством в них профессиональных участников рынка ценных бумаг, которые на практике являлись представителями органа государственного регулятора ФКЦБ. Впоследствии обязательное членство в саморегулируемых организациях было отменено, и ФКЦБ установила равенство в регулировании членов и нечленов саморегулируемых организаций (см. *Плескачевский, 2003*)).

В настоящее время согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» саморегулируемые организации выполняют следующие основные функции:

- обеспечение условий профессиональной деятельности участников рынка ценных бумаг;
- соблюдение стандартов профессиональной этики на рынке ценных бумаг;

---

<sup>133</sup> Постановление ФКЦБ «Об утверждении положения о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг и положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг» от 1 июля 1997 г. № 24.

- защита интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации;
- установление правил и стандартов проведения операций с ценными бумагами, обеспечивающих эффективную деятельность на рынке ценных бумаг.

Также саморегулируемая организация на рынке ценных бумаг в соответствии с требованиями осуществления профессиональной деятельности и проведения операций с ценными бумагами, утвержденными федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, устанавливает обязательные для своих членов правила осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг, стандарты проведения операций с ценными бумагами и осуществляет контроль за их соблюдением.

При этом саморегулируемые организации вправе:

- получать информацию по результатам проверок деятельности своих членов, осуществляемых в порядке, установленном федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг (региональным отделением федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг);
- разрабатывать в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» правила и стандарты осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами своими членами и осуществлять контроль за их соблюдением;
- контролировать соблюдение своими членами принятых саморегулируемой организацией правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами;
- в соответствии с квалификационными требованиями федерального органа исполнительной власти по рынку ценных бумаг разрабатывать учебные программы и планы, осуществлять подготовку должностных лиц и персонала организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке цен-

ных бумаг, определять квалификацию указанных лиц и выдавать им квалификационные аттестаты.

Согласно Положению о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг саморегулируемые организации также вправе:

- выдавать ходатайства для получения в лицензирующих органах лицензий на право осуществления профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг;
- налагать санкции и применять меры воздействия к своим членам, нарушающим требования законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, включая указанное Положение и иные нормативные акты ФКЦБ, нормативных актов других органов, осуществляющих регулирование и контроль на рынке ценных бумаг, принятых по согласованию с ФКЦБ, а также устава и внутренних документов саморегулируемой организации;
- направлять в ФКЦБ предложения по совершенствованию законодательства Российской Федерации о ценных бумагах, а также анализировать практику реализации законодательства Российской Федерации о ценных бумагах.

Таким образом, согласно указанным нормам законодательства о рынке ценных бумаг в некоторых областях СРО обладают достаточно существенными полномочиями. Прежде всего, как было указано выше, СРО вправе налагать санкции и применять меры воздействия к своим членам, нарушающим требования законодательства РФ о ценных бумагах. При этом Федеральная служба по финансовым рынкам также наделена правом налагать санкции и применять меры воздействия к участникам рынка ценных бумаг в случае нарушения законодательства РФ о рынке ценных бумаг.

В частности, согласно Положению о Федеральной службе по финансовым рынкам<sup>134</sup> ФСФР в том числе:

---

<sup>134</sup> Утверждено постановлением правительства РФ «Об утверждении Положения о Федеральной службе по финансовым рынкам» от 30 июня 2004 г. № 317.

- запрещает или ограничивает на срок до шести месяцев проведение профессиональным участником отдельных операций на рынке ценных бумаг;
- обращается в суд (арбитражный суд) с исками (заявлениями), в том числе с исками (заявлениями), предъявление которых в соответствии с законодательством Российской Федерации может осуществляться уполномоченным федеральным органом исполнительной власти по регулированию, контролю и надзору в сфере формирования и инвестирования средств пенсионных накоплений;
- рассматривает факты нарушения законодательства Российской Федерации о товарных биржах и принимает соответствующие решения в соответствии с законодательством Российской Федерации;
- рассматривает дела об административных правонарушениях, отнесенные в соответствии с Кодексом Российской Федерации об административных правонарушениях к компетенции федерального органа исполнительной власти, уполномоченного в области рынка ценных бумаг, а также применяет меры ответственности, установленные административным законодательством.

Из изложенного следует, что фактически четкого разделения компетенции СРО и ФСФР в области наложения санкций и применения мер воздействия за нарушения законодательства о ценных бумагах не установлено. Законодательством лишь определен закрытый перечень полномочий ФСФР. По нашему мнению, в будущем целесообразно установить четкий перечень санкций и мер воздействия и случаев их применения саморегулируемыми организациями.

Существуют также и другие пересекающиеся функции саморегулируемых организаций и ФСФР. В частности, как отмечает председатель правления НАУФОР Е. Авакян (*Авакян, 2004*), одной из пересекающихся функций является проверка членов саморегулируемых организаций. С одной стороны, регулятор имеет право и должен проверять тех, кому он выдает лицензии. В то же время СРО, позиционирующая себя как объединение профессионалов, должна

иметь возможность проверять своих членов. Проблема возникает тогда, когда компанию проверяет СРО, а следом за ней – регулятор. Это уже излишнее регулирование. Выходом в данном случае является разделение полномочий в области проверки деятельности профессиональных участников рынка ценных бумаг – членов СРО.

Саморегулируемые организации созданы также и во многих других областях. В частности, в настоящее время в России действуют саморегулируемые организации арбитражных управляющих, СРО в области рекламы, страхования, риэлторского бизнеса, банковские СРО и др.

*Все саморегулируемые организации можно классифицировать по следующим критериям.*

#### 1. Обязательность членства

1) СРО, членство в которых является обязательным в соответствии с законом.

Обязательность членства не характерна для большинства СРО. В настоящее время исключением из данного правила являются саморегулируемые организации арбитражных управляющих, а также профессиональные объединения страховщиков в соответствии с Законом «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств». В соответствии с Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» арбитражный управляющий обязательно должен быть членом одной из саморегулируемых организаций арбитражных управляющих. А, как следует из Федерального закона «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств»<sup>135</sup>, страховщик, которому предоставлено право осуществлять обязательное страхование гражданской ответственности, должен быть членом профессионального объединения страховщиков, действующего в соответствии с Федеральным законом «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств».

---

<sup>135</sup> Федеральный закон «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств» от 25 апреля 2002 г. № 40-ФЗ.

Ранее обязательное членство также было установлено в саморегулируемых организациях – профессиональных участниках рынка ценных бумаг;

2) СРО, членство в которых является добровольным.

Это все остальные саморегулируемые организации. Следует отметить, что в настоящее время в рамках обсуждения законопроекта «О саморегулируемых организациях» активно ведется дискуссия относительно законности и необходимости обязательного членства в саморегулируемых организациях. Указанная дискуссия будет приведена ниже.

### II. Порядок создания

1) СРО, для создания которых необходимо специальное разрешение органа исполнительной власти в соответствующей области.

В качестве примера можно привести СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг. Согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» соответствующая организация приобретает статус саморегулируемой организации на основании разрешения, выданного федеральным органом исполнительной власти по рынку ценных бумаг, которое выдается при соблюдении соответствующей организацией установленных в Федеральном законе «О рынке ценных бумаг» условий. При этом особые требования предъявляются к саморегулируемым организациям – организаторам торговли.

По мнению некоторых экспертов (напр., см. *(Саватюгин, 2002)*), биржи по своей природе способны выполнять определенные функции саморегулирования, например, устанавливать стандарты торговли, осуществлять контроль за раскрытием информации и соблюдением профессиональной этики. Тем не менее биржа никогда не будет выполнять главную функцию саморегулируемых организаций – быть представителем и отстаивать интересы своих членов в органах регулирования. Основные причины этого следующие. Во-первых, в отличие от СРО биржа, по своей сути, – коммерческая организация, созданная для получения прибыли. Хотя некоторые биржи и зарегистрированы как некоммерческое партнерство, по сути, их деятельность направлена на максимизацию прибыли. В этих условиях биржа не будет заинтересована в установлении качественных

правил рыночного поведения для участников рынка, она согласится с любыми условиями регулятора, не мешающими ей зарабатывать прибыль даже в ущерб интересам участников торговли. Во-вторых, количество участников рынка пока еще гораздо больше, чем количество участников биржевых торгов. И, кроме того, разрабатываемые в настоящее время СРО стандарты профессиональной деятельности охватывают более широкий спектр взаимоотношений участников рынка, нежели взаимоотношения при биржевой торговле. Биржа как СРО может быть не заинтересована в этих стандартах, она будет заинтересована в установлении технических правил листинга и торговли, которые достаточно жестко регулируются государственным регулятором и, таким образом, не требуют саморегулирования.

Следует также отметить, что, хотя в законодательстве установлены дифференцированные требования к обычным СРО и СРО – организаторам торговли, согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» все СРО осуществляют идентичные функции. По справедливому мнению многих экспертов, в будущем целесообразно разделить функции организаторов торговли в области саморегулирования и собственно саморегулируемых организаций. Например, по мнению А. Саватюгина (*Саватюгин, 2002*), возможно разделить функции между СРО и организаторами торговли в области саморегулирования следующим образом. Функции третейских судов, сбора отчетности профессиональных участников и контроль за соблюдением требований, предъявляемых к участникам торговли, передать СРО, а функции по обеспечению раскрытия информации и установлению оптимальных правил при заключении сделок передать организаторам торговли.

Специальный порядок аккредитации в уполномоченном федеральном органе установлен также Федеральным законом «Об аудиторской деятельности»<sup>136</sup>, в соответствии с которым аккредитованным профессиональным аудиторским объединением может считаться только объединение аудиторов, индивидуальных аудиторов и аудиторских организаций, получившее аккредитацию. В настоящее

---

<sup>136</sup> Федеральный закон «Об аудиторской деятельности» от 7 августа 2001 г. № 119-ФЗ.

время, согласно данным Министерства финансов РФ, аккредитованными при Минфине РФ профессиональными аудиторскими объединениями являются: НП «Аудиторская палата России»; НП «Московская аудиторская палата»; Международная общественная организация «Ассоциация бухгалтеров и аудиторов “Содружество”»; НП «Институт профессиональных аудиторов»; Общественная организация «Российская Коллегия аудиторов»; НП «Национальная Федерация консультантов и аудиторов»; НП «Институт профессиональных бухгалтеров России»;

2) СРО, приобретающие соответствующий статус с даты включения в единый государственный реестр соответствующих саморегулируемых организаций.

К примеру, к организациям, приобретающим статус СРО с момента включения их в единый государственный реестр, относятся саморегулируемые организации арбитражных управляющих. Порядок включения соответствующих организаций в Государственный реестр саморегулируемых организаций арбитражных управляющих установлен Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)», а также Приказом Министерства юстиции РФ «Об утверждении Положения о порядке ведения единого государственного реестра саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и формы выписки из единого государственного реестра»<sup>137</sup>;

3) СРО, к порядку создания которых не предъявляются специальные требования, кроме требований, предусмотренных Федеральным законом «О некоммерческих организациях».

Как показал анализ норм российского законодательства, регулирующих порядок создания СРО в различных областях, как правило, к порядку создания СРО не предъявляются специальные требования. В частности, как следует из Федерального закона «Об оценочной деятельности в Российской Федерации»<sup>138</sup>, не предъявляются специ-

---

<sup>137</sup> Приказ «Об утверждении Положения о порядке ведения единого государственного реестра саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и формы выписки из единого государственного реестра» от 30 декабря 2004 г. № 202.

<sup>138</sup> Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ.

альные требования к созданию СРО, осуществляющих саморегулирование оценочной деятельности. Как следует из Федерального закона «О рекламе»<sup>139</sup>, не предъявляются также специальные требования к созданию СРО в области рекламы.

### III. «Качественный» состав СРО

1) СРО, в отношении которых законодательством установлены требования относительно качественного состава.

К примеру, в соответствии с Федеральным законом «О рынке ценных бумаг» статус саморегулируемой приобретает организация, учрежденная не менее чем 10 профессиональными участниками рынка ценных бумаг.

А, как следует из Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)», в состав СРО арбитражных управляющих должно входить не менее 100 арбитражных управляющих.

Требования относительно «качественного» состава установлены также в отношении СРО Законом «Об аудиторской деятельности», в соответствии с которым подать в уполномоченный федеральный орган заявление для аккредитации (т.е. для официального признания и регистрации в качестве профессионального аудиторского объединения) вправе профессиональное аудиторское объединение, членами которого являются не менее 1000 аттестованных аудиторов и (или) не менее 100 аудиторских организаций.

Как следует из Закона РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации»<sup>140</sup>, участниками отношений, регулируемых указанным Законом, являются в том числе объединения субъектов страхового дела, включая саморегулируемые организации. Из изложенного следует, что в состав саморегулируемых организаций должны входить субъекты страхового дела. При этом более четких требований к качественному составу саморегулируемых организаций, объединяющих субъектов страхового дела, в законе не установлено;

---

<sup>139</sup> Федеральный закон «О рекламе» от 8 июля 1995 г. № 108-ФЗ.

<sup>140</sup> Закон РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 27 ноября 1992 г. № 4015-1.

2) СРО, в отношении которых законодательством не установлены требования относительно «качественного» состава.

Поскольку, как было указано выше, саморегулирование в настоящее время – это вопрос, который недостаточно урегулирован в российском законодательстве, не во всех нормативно-правовых актах установлены требования к саморегулируемым организациям в той или иной области, поэтому в отношении большинства СРО законодательством не установлены требования относительно «качественного» состава.

К примеру, как следует из Федерального закона «О рекламе», органами саморегулирования в области рекламы признаются организации (объединения), ассоциации и союзы юридических лиц. При этом в законе не уточняется, объединение каких именно юридических лиц можно считать органами саморегулирования в области рекламы.

#### IV. Участие СРО в профессиональной подготовке и аттестации специалистов в соответствующих областях

1) СРО, одним из направлений деятельности которых является как профессиональная подготовка, так и аттестация специалистов в соответствующих областях деятельности СРО.

К примеру, в соответствии с Федеральным законом «Об аудиторской деятельности» разрабатывать учебные программы и планы, осуществлять профессиональную подготовку auditors, а также участвовать в аттестации на право осуществления аудиторской деятельности, проводимой уполномоченным федеральным органом, имеют право исключительно аккредитованные профессиональные аудиторские объединения.

А согласно Федеральному закону «О рынке ценных бумаг» саморегулируемые организации вправе разрабатывать учебные программы и планы, проводить подготовку должностных лиц и персонала организаций, осуществляющих профессиональную деятельность на рынке ценных бумаг, определять квалификацию указанных лиц и выдавать им квалификационные аттестаты. При этом, в частности, ПАРТАД является уполномоченной организацией ФСФР России для проведения квалификационных экзаменов для специалистов, реги-

страторов и депозитариев. А отдельные направления деятельности НАУФОР<sup>141</sup> посвящены разработке и реализации программ и планов по повышению профессиональной квалификации и подготовке специалистов в сфере рынка ценных бумаг, а также определению квалификации специалистов на рынке ценных бумаг и выдаче им квалификационных аттестатов.

2) СРО, одним из направлений деятельности которых является исключительно профессиональная подготовка специалистов в соответствующих областях, участие в различных программах профессиональной подготовки кадров.

Как показал анализ, достаточно много саморегулируемых организаций занимается профессиональной подготовкой специалистов в соответствующих областях деятельности СРО.

К примеру, одним из направлений деятельности Всероссийского союза страховщиков является содействие развитию системы образования и подготовки кадров для страховой деятельности в Российской Федерации, а также участие в разработке и реализации программ в этой области<sup>142</sup>.

Российская гильдия риэлторов<sup>143</sup> также осуществляет деятельность в области подготовки специалистов на рынке недвижимости, создания обучающих программ, обучения членов гильдии и лиц, работающих на рынке недвижимости на основе принятых в гильдии стандартов.

Российское общество оценщиков также разрабатывает образовательные программы и содействует в подготовке специалистов по оценке различных видов имущества на курсах профессиональной оценки. Также Российское общество оценщиков осуществляет аттестацию уровня квалификации членов Общества<sup>144</sup>.

---

<sup>141</sup> В соответствии с Уставом НАУФОР, утвержденным Решением общего собрания членов НАУФОР (Протокол № 1 от 19 мая 2004 г.).

<sup>142</sup> В соответствии с Уставом Всероссийского союза страховщиков от 20 февраля 2004 г.

<sup>143</sup> Информация размещена на сайте Российской гильдии риэлторов [www.rgr.ru](http://www.rgr.ru)

<sup>144</sup> Информация размещена на сайте Российского общества оценщиков [www.mrsa.ru](http://www.mrsa.ru)

3) СРО, не осуществляющие деятельность в области подготовки специалистов и иную образовательную деятельность.

Как правило, деятельность в области профессиональной подготовки специалистов не осуществляют СРО, объединяющие производителей в какой-либо области.

В качестве примера можно привести Ассоциацию международных фармацевтических производителей и Ассоциацию прямых продаж.

#### V. Осуществление СРО контрольной деятельности

1) СРО, которым предоставлено право налагать санкции на своих членов за нарушение законодательства, а также соответствующих внутренних стандартов.

В частности, как уже было указано выше, СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг вправе налагать санкции и применять меры воздействия к своим членам, нарушающим требования законодательства РФ о ценных бумагах, а также контролировать соблюдение своими членами принятых саморегулируемой организацией правил и стандартов осуществления профессиональной деятельности и операций с ценными бумагами.

2) СРО, которым предоставлено право лишь направлять материалы относительно нарушения законодательства в соответствующие органы власти.

К примеру, в соответствии с Федеральным законом «О рекламе» (ст. 28) органы саморегулирования в области рекламы лишь привлекаются федеральным антимонопольным органом (его территориальными органами) при осуществлении им контроля за соблюдением законодательства РФ о рекламе. При этом в законе не уточняется, как именно органы саморегулирования могут привлекаться для осуществления указанного контроля и в каких пределах. Также в соответствии с указанным законом органы саморегулирования в области рекламы направляют в органы прокуратуры материалы и обращаются в федеральные органы исполнительной власти в связи с нарушением законодательства РФ о рекламе.

3) СРО, контролирующие исключительно соблюдение собственных стандартов деятельности.

К указанной категории СРО относится, к примеру, Российское общество оценщиков, в соответствии с Уставом<sup>145</sup> которого за нарушение Стандартов Общества член Общества может быть из него исключен.

Также согласно Уставу Института профессиональных аудиторов<sup>146</sup> институт применяет меры воздействия к членам института – нарушителям правил (стандартов) и иных норм регулирования профессиональной деятельности членов института, а также к членам института, отказавшимся или препятствовавшим осуществлению институтом контрольных процедур в соответствии с внутренними документами института.

4) СРО, не осуществляющие контрольных полномочий.

В качестве примера СРО, не осуществляющих контрольных полномочий, можно привести Российскую гильдию риэлторов, Всероссийский союз страховщиков, Российскую ассоциацию прямых продаж, Российский союз саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и др.

#### VI. Внутренние документы, регулирующие деятельность членов СРО (помимо уставов)

1) СРО, в которых разработаны специальные правила и стандарты, регулирующие профессиональную деятельность их членов.

К этой категории относится большинство СРО. Это и СРО, объединяющие профессиональных участников рынка ценных бумаг, и, как было указано выше, Российское общество оценщиков и др.

2) СРО, в которых приняты только этические стандарты деятельности их членов.

К примеру, Российской ассоциацией прямых продаж приняты только кодексы профессиональной этики, а именно: Российский кодекс профессиональной этики в области прямых продаж, регулирующий отношения с продавцами, между продавцами и между компаниями, а также Российский кодекс профессиональной этики в об-

---

<sup>145</sup> Устав РОО от 5 марта 1993 г. в редакции от 12 июня 1995 г. Размещен на сайте [www.mrsa.ru](http://www.mrsa.ru)

<sup>146</sup> Утвержден 18 декабря 2002 г. Размещен на сайте [www.i-par.ru](http://www.i-par.ru)

ласти прямых продаж, регулирующий отношения с потребителями<sup>147</sup>.

В Уставе Института профессиональных аудиторов предусмотрено, что одним из предметов деятельности института является разработка и принятие правил (стандартов) профессиональной деятельности, профессиональной этики членов института, иных форм (норм) регулирования профессиональной деятельности членов института. Тем не менее в настоящее время согласно информации, размещенной на сайте института, институтом принят только Кодекс этики.

3) СРО, в которых не приняты ни профессиональные, ни этические стандарты деятельности их членов.

СРО, в которых не принято никаких стандартов и правил деятельности, являются скорее исключением, чем правилом. Тем не менее такие организации тоже существуют. К примеру, согласно информации, размещенной на сайте Ассоциации международных фармацевтических производителей (AIPM) ([www.aipm.org](http://www.aipm.org)), в ассоциации не приняты какие-либо стандарты или этические правила профессиональной деятельности.

Некоторые эксперты выделяют также следующие классификации саморегулируемых организаций (см., напр., (Крючкова, 2001)):

#### I. По принципу объединения

*Отраслевые* – организации, объединяющие компании и предпринимателей по отраслевому признаку.

*Объединения «по технологии»* (по ресурсам) – когда объединяющим элементом служит не общий характер производимых товаров (услуг), а использование схожих ресурсов и/или технологий. Пример: Ассоциация прямых продаж, в которую входят компании, предлагающие абсолютно разные товары (книги, косметику, пищевые добавки и т.п.), но использующие одинаковую технологию продвижения товаров.

*Межотраслевые* – объединяющие фирмы, не связанные ни общей технологией, ни общим товаром.

---

<sup>147</sup> Указанные документы размещены на сайте Российского общества прямых продаж [www.rdsa.ru](http://www.rdsa.ru)

*Территориальные* – ассоциации объединения компаний, осуществляющих свою деятельность в различных отраслях экономики, но объединенных по территориальной принадлежности. К примеру, региональные союзы предпринимателей.

### II. По целевой функции

*Квазирегулирующие* – организации саморегулирования, доминирующей целевой функцией которых является регулирование соответствующей отрасли или сегмента рынка. В России таких организаций нет, поскольку, как было указано выше, в настоящее время в соответствии с российским законодательством предметом деятельности российских СРО является осуществление исключительно регулирования деятельности их членов.

*Коллективные бренды* – СРО, ориентированные на получение конкурентных преимуществ за счет использования коллективной торговой марки. В России к организациям подобного типа можно отнести Ассоциацию прямых продаж, Гильдию риэлторов и ряд других организаций.

*Цеховые.* Основная цель указанных СРО – поддержание закрытой корпорации (цеха) с гарантированным уровнем дохода и сравнительными конкурентными преимуществами участников. Для организаций этого типа характерны: ограничение числа участников; внутренние, а не публичные схемы контроля за деятельностью членов; важная роль традиций и неформальных правил в деятельности организации. В качестве примера авторы данной классификации приводят российские адвокатские коллегии.

Также некоторые эксперты подразделяют СРО на следующие группы (см., напр., (Кисилева, 2002)):

1) полустихийные объединения, возникающие при необходимости выработать некие общие правила поведения или некие стандарты деятельности на определенном участке рынка или в определенном секторе услуг, при отсутствии таких правил или стандартов в законодательстве. Такие объединения, как правило, не постоянны, их деятельность фрагментарна и привязана к решению совершенно конкретных задач;

2) СРО, дополняющие функции государственного лицензирования, и их деятельность осуществляется под присмотром государственных органов. Примером таких саморегулируемых организаций могут служить СРО, действующие на фондовом рынке под фактической опекой ФСФР;

3) СРО, действующие самостоятельно, автономно, выполняющие значительную часть функций госорганов. Такими, например, являются саморегулируемые организации арбитражных управляющих.

### *3.2.3. Дискуссия о саморегулировании*

Как уже было отмечено выше, в настоящее время отсутствует единый закон, регулирующий деятельность саморегулируемых организаций. Кроме того, действующие нормы, регулирующие деятельность СРО, также остаются недостаточно разработанными.

Тем не менее еще до принятия соответствующего закона должна быть разработана единая концепция саморегулирования, в связи с чем в последнее время достаточно активно ведутся дискуссии *о месте саморегулирования в системе регулирования различных отношений*. Рассмотрим основные противоположные позиции на предмет роли саморегулируемых организаций.

Первая позиция основана на том, что деятельность саморегулируемых организаций не является достаточно эффективной в связи с тем, что саморегулирование способствует монополизации рынка услуг, приводит к конфликту интересов и направлено, как правило, на лоббирование и защиту интересов членов саморегулируемых организаций, а следовательно, делегирование функций по регулированию соответствующего рынка саморегулируемым организациям не является эффективным.

Также некоторыми экспертами отмечается, что в России отсутствуют традиции в области самоорганизации бизнеса, и в настоящее время действительно влиятельными являются отдельные крупные компании, а не СРО. Увеличение же влияния СРО и передача им функций по контролю, надзору и нормотворчеству приведут к тому, что СРО будут лоббировать интересы не большинства членов СРО, а отдельных компаний и олигархов.

Противоположная позиция заключается в том, что саморегулирование является эффективным механизмом регулирования. Необходимость саморегулирования при этом вызвана избыточностью полномочий органов государственной власти, в том числе и по установлению правил и стандартов предпринимательской (профессиональной) деятельности, недостаточной эффективностью и высокими издержками надзора и контроля со стороны органов власти за профессиональной (предпринимательской) деятельностью, необходимостью установления обратной связи между государственными органами и предпринимательским (профессиональным) сообществом (см. *Плескачевский, 2003*). При этом вопросы регулирования должны быть разделены между государственным регулятором и саморегулируемыми организациями. К примеру, в области регулирования финансовых рынков к компетенции саморегулируемых организаций следует отнести установление стандартов профессиональной деятельности, дополнительных лицензионных требований, разработку правил биржевой торговли, правил проведения расчетов и отдельных операций. Причем акты, принимаемые саморегулируемыми организациями, должны проходить государственную регистрацию.

Как уже было указано выше, саморегулируемые организации занимают важное место в регулировании отдельных отраслей экономики. При этом (хотя, по нашему мнению, их развитие должно проходить по более либеральному пути) следует отметить, что для действительно эффективной деятельности СРО необходимо установить также четкие механизмы ответственности. Особую важность вопрос об ответственности, а также о страховании профессиональной ответственности приобретет в случае передачи СРО некоторых полномочий по регулированию отношений, а также по правоприменению и надзору. Кроме того, нецелесообразным является установление абсолютной независимости СРО от органов государственной власти и, в частности, по нашему мнению, отмена разрешительного порядка создания саморегулируемых организаций на финансовом рынке как таковых (как предлагает А. Саватюгин, см. *Саватюгин, 2002*). Непосредственно саморегулируемым организациям следует

разработать и принять единые унифицированные стандарты профессиональной деятельности (Абрамов, Иванов, Лагунов, 1999).

Также дискуссионным является вопрос о создании различных типов СРО. В частности, Фонд рыночных исследований (см.: Концептуальные предложения по закону о саморегулируемых организациях (СРО), июль 2002 г.) предлагает предусмотреть возможность создания 3 типов СРО, классифицируемых по составу участников.

1. Первый тип образуют любые субъекты предпринимательской деятельности, не подлежащей обязательному лицензированию.

СРО первого типа осуществляют свою деятельность в соответствии с Федеральными законами «О саморегулируемых организациях» и «О техническом регулировании»<sup>148</sup>, и одной из их основных функций будет разработка стандартов для своих членов (стандарты должны быть не ниже, чем национальные). Такие организации вправе осуществлять все функции СРО, включая функции контроля и дисциплинарного производства, в рамках положений учредительных и внутренних документов, стандартов предпринимательской деятельности данных саморегулируемых организаций. Однако в компетенцию СРО первого типа не входит проведение проверок членов организаций на предмет соблюдения требований законодательства и применение санкций к членам саморегулируемых организаций за нарушения законодательства РФ.

СРО первого типа обязаны создать компенсационный фонд с целью возмещения ущерба, причиненного членом СРО своим клиентам в результате осуществления членом СРО профессиональной деятельности.

2. Второй тип СРО объединяет юридические и физические лица, осуществляющие виды деятельности, подлежащие лицензированию в соответствии с законодательством.

СРО второго типа являются организациями, учредительными документами которых установлено выполнение трех функций. Это:

---

<sup>148</sup> Федеральный закон «О техническом регулировании» от 27 декабря 2002 г. № 184-ФЗ.

- контроль предпринимательской деятельности членов саморегулируемой организации на предмет соблюдения законодательства РФ;
- применение мер дисциплинарного воздействия к членам саморегулируемых организаций за нарушения законодательства РФ и нормативных актов органа государственной власти, регулирующего предпринимательскую деятельность членов саморегулируемой организации;
- лицензионный контроль предпринимательской деятельности членов саморегулируемых организаций.

Они обязаны соблюдать требования органа государственной власти, регулирующего предпринимательскую деятельность членов саморегулируемой организации, и согласовывать свои решения с данным органом государственной власти исключительно при осуществлении указанных функций. В то же время органы государственной власти при принятии решений в отношении члена СРО обязаны учитывать позицию СРО. СРО второго типа обязаны создать компенсационный фонд, а также разработать программу мер снижения рисков осуществления деятельности членами СРО. Участие членов СРО в программах СРО является обязательным, однако член СРО вправе выбрать вид компенсационного или страхового механизма, который он будет использовать.

3. СРО третьего типа могут создаваться исчерпывающим перечнем субъектов (четко определенным в федеральном законодательстве), для которых доступ на рынок осуществляется посредством не лицензирования, а вступления в СРО (СРО замещает лицензирование). Деятельность таких СРО регулируется Законом «О саморегулируемых организациях» и специальными законами.

СРО третьего типа вправе выполнять некоторые функции государственных органов (лицензирование и др.) при наличии соответствующего государственного контроля, установленного законодательством РФ.

Страхование ответственности является условием членства в СРО третьего типа. В свою очередь, СРО обязаны разработать программу

мер снижения рисков осуществления деятельности членами СРО, аналогичную разрабатываемой в СРО второго типа.

По нашему мнению, нецелесообразно разделять СРО по типам в зависимости от вида их участников, а именно от того, лицензируемый или нелицензируемый вид деятельности осуществляют участники соответствующей СРО, либо в зависимости от того, осуществляется ли доступ субъекта на рынок посредством вступления в СРО, а не посредством лицензирования, поскольку вид деятельности, которую осуществляют участники СРО, напрямую не зависит от того, сможет ли СРО эффективно осуществлять функции по правоустановлению, надзору, контролю и др. Для всех СРО законодательством должны быть установлены одинаковые требования. При этом следует отметить, что проектом Федерального закона «О саморегулируемых организациях», принятым Государственной Думой РФ в первом чтении, также не предусмотрено разделение саморегулируемых организаций на виды<sup>149</sup>.

Дискуссионным является также вопрос *о необходимости установления обязательного членства в СРО*. Как уже было отмечено выше, ранее законодательством было предусмотрено обязательное участие профессиональных участников рынка ценных бумаг в СРО, но впоследствии оно было отменено. В настоящее время исключением являются саморегулируемые организации арбитражных управляющих, а также профессиональные объединения страховщиков, членство в которых обязательно для страховщиков в соответствии с Федеральным законом «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств». В соответствии с Федеральным законом «О несостоятельности (банкротстве)» арбитражный управляющий должен обязательно быть членом одной из саморегулируемых организаций арбитражных управляющих. Также, как следует из Федерального закона «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств» (ст. 21), страховые организации, которые вправе осуществлять обязательное страхование гражданской ответственности в

---

<sup>149</sup> Проект закона от 31 марта 2003 г. Размещено на сайте [www.sro.ru](http://www.sro.ru).

соответствии с разрешением (лицензией), выданным федеральным органом исполнительной власти по надзору за страховой деятельностью в установленном законодательством РФ порядке, должны быть членами профессионального объединения страховщиков, действующего в соответствии с Федеральным законом «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств». При этом в контексте данного Закона под профессиональным объединением страховщиков понимается некоммерческая организация, представляющая собой единое общероссийское профессиональное объединение, основанное на принципе обязательного членства страховщиков и действующее в целях обеспечения их взаимодействия и формирования прав профессиональной деятельности при осуществлении обязательного страхования.

Эксперты, придерживающиеся одной позиции (см., напр., *(Кирдяшкин, Хинкин)*), утверждают, что надлежит установить обязательное членство в СРО, и это не будет противоречить действующему законодательству по следующим основаниям. Одним из доводов является правомерность и конституционность обязательного членства адвокатов по уголовным делам в коллегиях адвокатов, а частных нотариусов – в нотариальных палатах, подтвержденные постановлениями Конституционного суда РФ от 28 января 1997 г. № 2-П<sup>150</sup> и от 19 мая 1998 г. № 15-П<sup>151</sup>. В частности, п. 3 постановления Конституционного суда РФ от 19 мая 1998 г. № 15-П установлено, что Конституция РФ не запрещает государству передавать отдельные полномочия исполнительных органов власти негосударственным организациям, участвующим в выполнении функций публичной власти. По смыслу ее ст. 78 (ч. 2 и 3) и ст. 132 (ч. 2) такая передача возможна при условии, что это не противоречит Конституции РФ и федеральным законам. При этом саморегулируемые организации явля-

---

<sup>150</sup> Постановление Конституционного суда РФ по делу о проверке конституционности части четвертой статьи 47 Уголовно-процессуального кодекса РСФСР в связи с жалобами граждан Б.В. Антипова, П.Л. Гитиса и С.В. Абрамова от 28 января 1997 г. № 2-П.

<sup>151</sup> Постановление Конституционного суда РФ по делу о проверке конституционности отдельных положений статей 2, 12, 17, 24 и 34 Основ законодательства РФ о нотариате от 19 мая 1998 г. № 15-П.

ются такими публично-правовыми образованиями, которые в силу ч. 2 ст. 48 Федерального закона «О рынке ценных бумаг» создаются для «защиты интересов владельцев ценных бумаг и иных клиентов профессиональных участников рынка ценных бумаг, являющихся членами саморегулируемой организации». При этом, по мнению экспертов, придерживающихся указанной позиции, это положение закона означает, что СРО создаются для защиты прав не только членов организации, но и неограниченного круга лиц, что является публично-правовой функцией, свойственной органам государственной власти. В то же время законодательство РФ позволяет обусловить осуществление профессиональной деятельности на рынке ценных бумаг членством в СРО.

Противоположная позиция заключается в том, что установление обязательного членства в СРО не обосновано и не соответствует законодательству по следующим основаниям (например, см. *Абрамов, Иванов, Лагунов, 1999*)).

Саморегулируемая организация по своей природе представляет собой добровольное объединение, функционирующее на принципах некоммерческой организации. В то же время правовые отношения в области создания и деятельности саморегулируемых организаций регулируются гражданским законодательством, в том числе Гражданским кодексом РФ, в соответствии со ст. 1 которого гражданское законодательство основывается на признании равенства участников регулируемых им отношений, а также свободы договора и беспрепятственного осуществления гражданских прав. При этом физические и юридические лица приобретают и осуществляют свои гражданские права исключительно по своей воле, причем они свободны в установлении своих прав и обязанностей на основе договора.

Также, как следует из п. 2 ст. 30 Конституции РФ, никто не может быть принужден к вступлению в какое-либо объединение или пребыванию в нем. Следовательно, нельзя принудить к вступлению и пребыванию в саморегулируемой организации.

Кроме того, неправомерно распространять указанное выше мнение Конституционного суда РФ, высказанное в постановлении по делу о проверке конституционности отдельных положений статей 2,

12, 17, 24 и 34 Основ законодательства РФ о нотариате, поскольку, как следует из указанного выше п. 3 постановления, функции передаются только той негосударственной организации, которая участвует в осуществлении функций публичной власти, и такая передача функций государственной власти не должна противоречить Конституции Российской Федерации и федеральным законам. При этом в отношении нотариальных палат указанные условия соблюдаются, поскольку нотариусы совершают нотариальные действия от имени Российской Федерации, что призвано гарантировать доказательственную силу и публичное признание нотариально оформленных документов. Тем не менее саморегулируемые организации не наделены правомочием осуществлять функции публичной власти, и, кроме того, право на осуществление указанных функций не передано им в соответствии с федеральным законодательством. Они вправе устанавливать различные правила и стандарты, которые распространяются только на своих членов. Следовательно, деятельность СРО распространяется только на их членов, т.е. данные СРО не выполняют никаких публично-правовых функций, поскольку выполнение публично-правовых функций подразумевает, что соответствующие СРО действуют в интересах неограниченного круга лиц и от имени государства, а не в интересах исключительно участников, являющихся их членами, и от собственного имени.

По нашему мнению, наиболее правильной является вторая позиция, в соответствии с которой членство в саморегулируемых организациях должно быть добровольным, поскольку она полностью соответствует Основному Закону РФ – Конституции РФ.

Также неоднозначны оценки того, следует ли передавать СРО контрольные и надзорные полномочия. В частности, некоторые эксперты считают, что проверки СРО деятельности своих членов приведут к раскрытию коммерческой конфиденциальной информации членов СРО. При этом непонятно, кто будет нести ответственность за раскрытие коммерческой тайны в случае, если она будет разглашена в результате проведения таких проверок.

Кроме того, в случае передачи СРО отдельных надзорных функций групповые интересы членов СРО рано или поздно станут инте-

ресами меньшинства, которое закрепит за собой право контроля за соблюдением законодательства своими членами, право принятия решения об инспекционных проверках, право на монопольное владение и распоряжение информацией о деятельности членов. В силу этого внутри СРО неизбежно выстроится бюрократическая вертикаль, которая потребует расширения аппарата СРО и дополнительных административно-хозяйственных расходов.

#### *3.2.4. Проект Закона «О саморегулируемых организациях»*

Один из первых текстов законопроекта «О саморегулируемых организациях» был подготовлен экспертами Фонда рыночных исследований, учрежденного профессиональными объединениями участников финансовых рынков (НАУФОР, ПАРТАД, АРБ, ВСС, НФА, Лига НАФ и др.). Первый законопроект касался вопросов создания и функционирования саморегулируемых организаций на финансовых рынках, поскольку считалось, что именно эти рынки являются наиболее «подготовленными», хотя бы потому, что создание СРО профессиональных участников рынка ценных бумаг предусматривалось нормами Закона «О рынке ценных бумаг» уже в первой его редакции, т.е. в 1996 г. (см. *Дубонос, 2004*). Впоследствии обсуждались различные проекты указанного Закона, в результате чего был разработан единый законопроект «О саморегулируемых организациях». Рассмотрим основные положения указанного законопроекта.

##### **3.2.4.1. Определение саморегулируемой организации**

Как следует из ст. 3 законопроекта «О саморегулируемых организациях», под саморегулируемыми организациями признаются созданные в целях саморегулирования на условиях участия (членства) негосударственные некоммерческие организации, объединяющие субъектов предпринимательской деятельности по признаку единства отрасли или рынка производимых товаров (работ, услуг) или объединяющих субъектов одного вида профессиональной деятельности.

Как следует из указанного определения, СРО объединяет субъектов предпринимательской деятельности исключительно по признаку единства:

- отрасли;

- рынка производимых товаров (работ, услуг);
- одного вида профессиональной деятельности.

При этом, как было указано выше, достаточно часто субъекты профессиональной деятельности объединяются не только на основе единства отрасли, рынка производимых товаров и одного вида профессиональной деятельности, но и на основе других признаков, в частности, «по технологии» (по ресурсам), когда объединяющим элементом служит не общий характер производимых товаров (услуг), а использование схожих ресурсов и/или технологий. Например, Ассоциация прямых продаж, в которую входят компании, предлагающие абсолютно разные товары (книги, косметику, пищевые добавки и т.п.), но использующие одинаковую технологию продвижения товаров. Также в некоторых случаях СРО объединяет соответствующих субъектов по территориальному признаку, как, к примеру, региональные союзы предпринимателей.

Следовательно, по нашему мнению, перечень принципов объединения в СРО, установленный в законопроекте «О СРО», должен быть расширен.

Как было указано выше, одним из принципов объединения субъектов предпринимательской деятельности в СРО является единство профессиональной деятельности. В соответствии с п. 2 ст. 2 законопроекта «О СРО» под субъектами профессиональной деятельности понимаются физические лица, осуществляющие профессиональную деятельность, регулируемую в соответствии с федеральными законами. Из данного определения следует, что профессиональная деятельность – это исключительно деятельность, регулируемая специальным федеральным законом, т.е. если субъекты предпринимательской деятельности объединяются по профессиональному признаку и соответствующая деятельность не регулируется законодательством, соответственно они не могут создать СРО. Хотя в настоящее время не все виды профессиональной деятельности регулируются федеральными законами. К примеру, одной из СРО является Российская гильдия риэлторов, объединяющая профессиональных участников рынка недвижимости. При этом риэлторская деятельность на сегодняшний день никак не регулируется законодательством. Таким об-

разом, по нашему мнению, следует несколько изменить понятие профессиональной деятельности, установленное законопроектом «О СРО».

Также, как следует из п. 2 ст. 3 законопроекта «О СРО», некоммерческая организация признается саморегулируемой лишь при условии ее соответствия всем установленным признакам и требованиям в совокупности.

При этом к числу указанных признаков и требований относится в том числе требование, в соответствии с которым в составе СРО должны быть объединены в качестве ее участников не менее 10 субъектов предпринимательской или не менее 100 субъектов профессиональной деятельности, если федеральными законами в отношении саморегулируемых организаций, объединяющих субъектов предпринимательской или профессиональной деятельности определено вида (видов), не установлено иное.

На практике может возникнуть ситуация, когда один или несколько членов СРО будут исключены из СРО либо выйдут из СРО по своему желанию, в связи с чем СРО автоматически перестанет соответствовать требованиям, предъявляемым к ней законом. При этом в законопроекте отсутствуют положения, позволяющие урегулировать данную ситуацию.

Также установленные количественные требования в отношении СРО фактически могут ограничить возможность создания региональных СРО, ведь во многих регионах может просто не быть достаточного количества соответствующих субъектов профессиональной или предпринимательской деятельности. А в крупных всероссийских СРО голоса региональных членов могут не учитываться в связи с тем, что они в указанных СРО будут в меньшинстве. По нашему мнению, необходимо детально изучить указанные вопросы в ходе дальнейшей работы над законопроектом.

#### **3.2.4.2. Механизм обеспечения ответственности участников СРО перед потребителями**

Законопроектом установлены и другие требования к СРО. В частности, одним из требований является наличие у саморегулируемой организации механизмов обеспечения ответственности ее участни-

ков перед потребителями. При этом в законопроекте не уточняется, что следует понимать под такого рода механизмом. Отсутствие в законопроекте указанных разъяснений на практике может привести к тому, что соответствующий документ, устанавливающий механизмы ответственности участников СРО перед потребителями, будет содержать исключительно формальные нормы. Некоторые эксперты также отмечают, что необходимость установления механизма ответственности участников СРО перед потребителями, по сути, означает необходимость введения СРО некоего имущественного цеза для получения права называться СРО. Это на практике может привести к тому, что статус СРО смогут получить исключительно организации, опирающиеся на финансовый и административный ресурсы. По нашему мнению, указанная оценка является несколько неверной. Ведь, как было указано выше, в законопроекте четко не разъяснено понятие механизма обеспечения ответственности перед потребителями, и под данным механизмом можно понимать все что угодно – начиная от формальных требований к участникам СРО по закреплению в их внутренних документах обязательств по обеспечению ответственности перед потребителями и заканчивая требованиями к участникам СРО по формированию компенсационного фонда.

Таким образом, в законопроекте следует четко прописать, что же следует понимать под механизмом обеспечения ответственности участников СРО перед потребителями и, возможно, разработать типовое положение, подробно определяющее данный механизм.

К аналогичному выводу пришли и участники Парламентских слушаний на тему «Саморегулируемые организации. Проблемы развития, законодательства и правоприменительной практики», прошедших в Совете Федерации. Согласно Рекомендациям указанных Парламентских слушаний, в предлагаемой модели СРО обязательным признаком является требование механизмов обеспечения ответственности ее участников перед потребителями, который, на наш взгляд, недостаточно четко прописан.

В этой ситуации в законопроекте необходимо определить, несет ли СРО ответственность за деятельность лица, вышедшего из его состава

ва, и если да, то каковы временные границы этой ответственности. Если же организация несет ответственность только за результаты деятельности своих действительных членов, это фактически ликвидирует сам механизм коллективной ответственности, так как позволит на законных основаниях уходить от нее, заблаговременно обеспечив выход соответствующего лица из состава участников СРО. Необходимо также перечислить конкретные механизмы обеспечения ответственности (формирование компенсационного фонда и т.д.). Кроме того, в законе необходимо предусмотреть защиту от нецелевого использования формируемых компенсационных фондов.

### **3.2.4.3. Единый государственный реестр саморегулируемых организаций**

В соответствии с п. 4 ст. 3 законопроекта «О СРО» некоммерческая организация приобретает статус саморегулируемой с момента включения ее в единый государственный реестр саморегулируемых организаций. В ст. 19 законопроекта установлены основные правила ведения единого государственного реестра СРО. При этом детализированный порядок ведения единого государственного реестра в соответствии с п. 1 указанной статьи определяется правительством РФ.

Следует отметить, что, по оценкам некоторых экспертов, указанная норма законопроекта «О СРО» фактически не согласуется с положениями других законодательных актов, в частности с законом «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей»<sup>152</sup> и Гражданским кодексом РФ. Действительно, в соответствии со ст. 1 названного Закона им регулируются отношения, возникающие в связи с государственной регистрацией юридических лиц при их создании, реорганизации и ликвидации, при внесении изменений в их учредительные документы, а также в связи с ведением государственных реестров – единого государственного реестра юридических лиц и единого государственного реестра индивидуальных предпринимателей. А, как следует из ст. 51

---

<sup>152</sup> Федеральный закон «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» от 8 августа 2001 г. № 129-ФЗ.

Гражданского кодекса РФ, юридическое лицо подлежит государственной регистрации в уполномоченном государственном органе в порядке, определяемом законом о государственной регистрации юридических лиц. Данные государственной регистрации включаются в единый государственный реестр юридических лиц, открытый для всеобщего ознакомления. При этом юридическое лицо считается созданным со дня внесения соответствующей записи в единый государственный реестр юридических лиц.

Таким образом, в случае, если законопроект «О СРО» будет принят в действующей редакции, его нормы будут фактически противоречить ст. 51 ГК РФ и Закону «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей». Кроме того, в данном случае возникает и другой вопрос: есть ли необходимость в специальном реестре СРО, когда уже ведется единый государственный реестр юридических лиц?

Следует отметить, что в настоящее время уже создан прецедент ведения специального реестра, помимо единого государственного реестра юридических лиц. Как следует из ст. 2 Федерального закона «О несостоятельности (банкротстве)», саморегулируемые организации арбитражных управляющих должны быть включены в единый государственный реестр саморегулируемых организаций арбитражных управляющих. Порядок ведения указанного реестра регулируется специальным Положением о порядке ведения единого государственного реестра саморегулируемых организаций<sup>153</sup>. Кроме того, создан специальный орган, к полномочиям которого в том числе отнесено ведение реестра саморегулируемых организаций арбитражных управляющих, а также осуществление контроля деятельности СРО арбитражных управляющих, а именно Федеральная регистрационная служба (Росрегистрация)<sup>154</sup>.

---

<sup>153</sup> Утверждено Приказом Министерства юстиции Российской Федерации «Об утверждении Положения о порядке ведения единого государственного реестра саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и формы выписки из единого государственного реестра саморегулируемых организаций» от 30 декабря 2004 г. № 202.

<sup>154</sup> Указ Президента РФ «Вопросы Федеральной регистрационной службы» от 13 октября 2004 г. № 1315.

Различными экспертами высказываются разные мнения по вопросу о необходимости введения специального единого реестра СРО. К примеру, по мнению некоторых из них, введение дополнительной регистрации СРО нецелесообразно. Другие эксперты (см., напр., Рекомендации Парламентских слушаний на тему «Саморегулируемые организации. Проблемы развития, законодательства и правоприменительной практики») считают, что вводимая законопроектом двойная регистрация СРО необоснованно усложняет процедуру ее образования и создает юридические сложности при ее реализации, поскольку для получения статуса СРО, помимо государственной регистрации в качестве юридического лица, организация должна пройти процедуру включения в единый государственный реестр саморегулируемых организаций. Это создает необоснованные административно-бюрократические барьеры для организации деятельности СРО.

В связи с этим, возможно, следует предусмотреть одновременное принятие решения о регистрации СРО в качестве юридического лица и о включении ее в реестр саморегулируемых организаций. Аналогичная схема в настоящее время применяется при государственной регистрации кредитных организаций, торгово-промышленных палат, общественных объединений. Из изложенного следует, что в ходе дальнейшего обсуждения законопроекта «О СРО» необходимо тщательно рассмотреть вопрос о необходимости введения единого государственного реестра СРО, а также вопрос о приведении в соответствие с новым законом других нормативно-правовых актов РФ.

Согласно п. 1 ст. 20 законопроекта «О СРО» основанием исключения СРО из реестра саморегулируемых организаций органом, осуществляющим ведение реестра, являются:

- ее добровольное заявление об исключении;
- ее ликвидация (реорганизация);
- вступившее в законную силу решение суда о ее исключении из реестра.

Исключение СРО из реестра по иным основаниям не допускается.

Следует отметить, что если с первыми двумя основаниями исключения СРО из реестра все ясно, то возникает вопрос: на каком

основании суд вправе вынести решение об исключении СРО из реестра – в связи с нарушением каких требований закона? Отсутствие в законопроекте «О СРО» четкого закрытого перечня оснований, по которым суд вправе принять решение об исключении СРО из реестра, а также положений, определяющих субъектов, которые вправе подать иск о таком исключении, создает ситуацию, при которой СРО будут исключаться судами из реестра по формальным основаниям по искам конкурирующих СРО и др. В связи с изложенным выше, по нашему мнению, в законопроекте «О СРО» необходимо закрепить закрытый перечень оснований, по которым суд вправе принять решение об исключении СРО из реестра, а также перечень лиц, которые вправе обратиться в суд с соответствующим заявлением.

В данном случае следует также отметить, что согласно ст. 15 законопроекта «О СРО» к исключительной компетенции постоянно действующего коллегиального органа управления СРО относится принятие решения по вопросу об исключении участника СРО из СРО по основаниям, предусмотренным уставом СРО. Тем не менее, как было указано выше, в п. 1 ст. 20 законопроекта предусмотрено лишь 3 основания исключения СРО из реестра саморегулируемых организаций, и перечень указанных оснований является закрытым. Причем такого основания, как принятие решения постоянно действующим коллегиальным органом СРО об исключении участника из соответствующей саморегулируемой организации, в данной норме законопроекта не предусмотрено. В ходе дальнейшей работы над законопроектом следует дополнить перечень оснований исключений СРО из единого государственного реестра.

#### **3.2.4.4. Обязательность членства в СРО**

Частично проблема установления обязательного членства в СРО была рассмотрена в предыдущем разделе настоящего исследования. Тем не менее обратимся к положениям законопроекта «О СРО», в которых рассматриваются вопросы участия субъектов предпринимательской или профессиональной деятельности в саморегулируемых организациях.

Согласно ст. 5 законопроекта «О СРО» «участие субъектов предпринимательской или профессиональной деятельности в саморегулируемых организациях является добровольным». При этом «федеральными законами могут быть предусмотрены случаи обязательного участия (членства) в саморегулируемых организациях для цели осуществления отдельных видов предпринимательской или профессиональной деятельности». По-видимому, авторы законопроекта формулировали данное положение с учетом норм ст. 1 Гражданского кодекса, в соответствии с которой «гражданские права могут быть ограничены на основании федерального закона и только в такой мере, в какой это необходимо в целях защиты основ конституционного строя, нравственности, здоровья, прав и законных интересов других лиц, обеспечения обороны страны и безопасности государства». Тем не менее, по нашему мнению, указанное положение законопроекта «О саморегулируемых организациях» противоречит ст. 30 Конституции РФ, в которой установлен принцип добровольности вступления в какие-либо объединения, а также не соответствует ст. 1 Гражданского кодекса РФ, в которой четко указано, что гражданские права могут быть ограничены только в установленных в данной статье случаях, а именно в целях:

- защиты основ конституционного строя;
- защиты нравственности;
- защиты здоровья;
- защиты прав и законных интересов других лиц;
- обеспечения обороны страны и безопасности государства.

При этом обязательность членства в СРО никак не связана ни с одним из указанных условий. В связи с чем, по нашему мнению, положение, закрепленное в ст. 5 законопроекта «О саморегулируемых организациях», в которой установлено, что «федеральными законами могут быть предусмотрены случаи обязательного участия (членства) в саморегулируемых организациях для цели осуществления отдельных видов предпринимательской деятельности», подлежит исключению из данного законопроекта, как не соответствующее действующему законодательству.

### 3.2.4.5. Некоторые права СРО

А. Право СРО на обжалование актов и (или) действий (бездействия) органов государственной власти, местного самоуправления.

Согласно ст. 6 законопроекта «О СРО» саморегулируемым организациям предоставляется право от своего имени обжаловать в установленном законодательством РФ порядке любые акты и (или) действия (бездействие) органов государственной власти, местного самоуправления, нарушающих или создающих угрозу нарушения прав и интересов саморегулируемой организации, любого из ее участников в отдельности или группы участников.

Указанное положение законопроекта «О СРО» следует оценивать позитивно, особенно с учетом того, что в соответствии с Гражданским процессуальным кодексом РФ правом на обжалование актов и действий (бездействия) органов государственной власти и местного самоуправления с целью защиты прав, свобод и законных интересов других лиц либо в защиту прав, свобод и законных интересов неопределенного круга лиц организации и граждане обладают только в случаях, предусмотренных законом.

Тем не менее, как отмечается некоторыми экспертами, непонятно, почему такое право предоставлено только СРО, а не любым объединениям и организациям. К примеру, согласно Федеральному закону «О некоммерческих организациях» некоммерческим организациям не предоставлено право на обжалование актов и действий (бездействия) органов государственной власти. Таким образом, в случае если СРО будут наделены указанными полномочиями, будет иметь место некоторая дискриминация других некоммерческих организаций в этом вопросе. По справедливому мнению П.В. Крючковой (см. *Крючкова*, [www.beafnd.org](http://www.beafnd.org)), необходимо усиление судебного надзора за качеством регулирующих решений, в том числе путем расширения круга лиц, которые могут подавать иски о признании того или иного нормативного акта недействительным. Решать эту проблему следует путем внесения поправок в ГПК и другие законы, регулирующие порядок судебного обжалования нормативно-правовых актов.

Б. Право СРО запрашивать и получать от органов государственной власти и органов самоуправления различную информацию.

Согласно ст. 6 законопроекта «О СРО» саморегулируемые организации наделяются правом запрашивать и получать от органов государственной власти и органов местного самоуправления статистическую, нормативно-техническую и иную информацию (документацию), необходимую для выполнения саморегулируемыми организациями возложенных на них законом функций и задач, если иное не установлено законодательством РФ. Изложенная норма является позитивной, поскольку позволит СРО более эффективно выполнять свои функции.

Тем не менее в законопроекте не установлен механизм получения указанной информации, включая сроки, в которые органы государственной власти и местного самоуправления обязаны предоставить такую информацию, а также последствия непредоставления соответствующей информации без объяснения причин. По нашему мнению, в целях дальнейшего совершенствования законопроекта «О СРО» следует уделить особое внимание указанным вопросам.

#### **3.2.4.6. Требования к СРО касательно раскрытия информации**

Как следует из ст. 7 законопроекта «О СРО», СРО обязана в том числе раскрывать информацию о составе и стоимости своего имущества. По нашему мнению, непонятна цель установления данного требования. Кроме того, в данном случае возникают вопросы: в каком порядке должна раскрываться данная информация? На какой момент должна оцениваться стоимость имущества СРО? И в каком порядке указанная информация должна обновляться? Мы полагаем, что установление данного требования нецелесообразно.

Также в соответствии со ст. 7 законопроекта СРО обязаны раскрывать информацию о любых поданных саморегулируемой организацией исках, заявлениях и жалобах, а также об иных исках, заявлениях и жалобах, в рассмотрении которых принимает участие СРО. По нашему мнению, раскрытие указанной информации нецелесообразно по следующим основаниям. Раскрытие информации о предъявленных к СРО претензиях, жалобах и исках может вызвать не-

обоснованную панику на соответствующем рынке и повредить репутации СРО. Также несколько преждевременно раскрывать информацию об указанных исках, претензиях и жалобах до того, как будет вынесено окончательное решение судебными или какими-то другими органами. Более целесообразно раскрывать данную информацию только после того, как соответствующие факты будут реально доказаны и будет вынесено соответствующее решение. Кроме того, несколько неправильна сама формулировка данной нормы законопроекта. Требование о раскрытии информации о любых поданных СРО исках, заявлениях и жалобах, а также иных исках, заявлениях и жалобах, в рассмотрении которых принимает участие СРО, фактически означает, что СРО должны раскрывать информацию о любых исках, претензиях и жалобах, которые могут не быть связаны с выполнением СРО основных функций (к примеру, претензии касательно выполнения договора аренды и т.п.).

Также ст. 7 законопроекта «О СРО» установлено, что СРО несет перед своими участниками ответственность за действия своих сотрудников, выразившиеся в неправомерном использовании информации, ставшей известной им в силу своего служебного положения. Тем не менее в данном положении не установлено, какую ответственность несет СРО за неправомерное использование инсайдерской информации ее сотрудниками, а также при каких условиях. Отсутствие четких условий и механизма привлечения СРО к ответственности фактически делает указанную норму законопроекта формальной и не применимой на практике.

В связи с изложенным в ст. 7 законопроекта «О СРО», по нашему мнению, следует четко прописать механизм привлечения СРО к ответственности за действия своих сотрудников, выразившиеся в неправомерном использовании информации, ставшей известной им в силу своего служебного положения.

#### **3.2.4.7. Контроль саморегулируемой организации за деятельностью своих участников**

Согласно п. 1 ст. 8 законопроекта «О СРО» саморегулируемая организация обязана осуществлять контроль за раскрытием информации, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством

РФ, в ходе осуществления ими своей предпринимательской или профессиональной деятельности. При этом СРО самостоятельно определяет формы контроля за раскрытием ее участниками информации, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством РФ. Формами контроля СРО за деятельностью своих участников могут быть:

- контроль с использованием предоставляемой участниками СРО информации о своей деятельности и ее результатах;
- инспекционные проверки участников СРО по месту их нахождения (в том числе производственных и иных филиалов).

При этом в соответствии с действующим законодательством РФ контроль за раскрытием информации участниками СРО осуществляют также соответствующие органы государственной власти, которые тоже вправе налагать взыскания за нарушение норм законодательства о раскрытии соответствующей информации.

Таким образом, указанные нормы законопроекта «О СРО» создают фактически коллизию компетенции органов государственной власти и СРО в области контроля за надлежащим раскрытием информации участниками СРО.

По замыслу законодателей, видимо, указанную коллизию должно снять закрепленное в п. 4 ст. 21 законопроекта «О СРО» положение, в соответствии с которым регулирующие органы не вправе назначать и осуществлять плановые проверки предпринимательской или профессиональной деятельности участника СРО, которые являлись предметом проверки со стороны СРО в течение года с даты, когда саморегулируемой организацией была осуществлена указанная проверка. Тем не менее в названном положении речь идет о проверке предпринимательской или профессиональной деятельности участника СРО, а не о контроле за раскрытием информации, подлежащей раскрытию в соответствии с законодательством РФ.

В связи с изложенным в ходе дальнейшей работы над законопроектом «О СРО» необходимо обратить особое внимание на указанную выше коллизию.

Согласно п. 4 ст. 8 законопроекта «О СРО» саморегулируемая организация несет перед своими участниками в порядке, установленном

ном законодательством РФ и уставом СРО, ответственность за неправомерные действия должностных лиц СРО при осуществлении контроля за деятельностью участников СРО. При этом порядок и основания привлечения к такой ответственности в законопроекте не детализированы. В других нормативно-правовых актах, как было указано выше, деятельность СРО регулируется достаточно фрагментарно, и такое регулирование носит узкоспециализированный характер. Таким образом, отсутствие в законопроекте детальных норм об ответственности за указанные в ст. 8 законопроекта неправомерные действия должностных лиц фактически означает, что данная норма будет являться исключительно формальной. Следовательно, по нашему мнению, необходимо в законопроекте установить порядок, механизм и детальные основания привлечения к ответственности СРО за неправомерные действия должностных лиц СРО при осуществлении контроля за деятельностью участников СРО.

#### **3.2.4.8. Требования к должностным лицам СРО**

В п. 4 ст. 11 законопроекта «О СРО» установлен ряд ограничений для должностных лиц, осуществляющих функции единоличного исполнительного органа саморегулируемой организации, членов постоянно действующего коллегиального органа управления саморегулируемой организации, а также сотрудников исполнительного аппарата.

Причем в данном положении законопроекта не уточняется, каких именно сотрудников следует рассматривать в качестве «сотрудников исполнительного аппарата СРО» и почему указанные ограничения установлены исключительно в отношении сотрудников исполнительного аппарата СРО, а не в отношении также сотрудников аппарата действующего коллегиального органа управления СРО. По нашему мнению, в данном положении законопроекта следует четко определить, каких должностных лиц СРО следует рассматривать в качестве сотрудников исполнительного аппарата СРО, у которых возможно возникновение конфликта интересов с интересами СРО, либо вообще исключить положение, вводящее ограничения для сотрудников исполнительного аппарата СРО.

В частности, должностное лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа саморегулируемой организации, члены постоянно действующего коллегиального органа управления саморегулируемой организации, а также сотрудники исполнительного аппарата саморегулируемой организации не вправе в том числе приобретать ценные бумаги, эмитентами которых (должниками по которым) являются участники саморегулируемой организации, а также их дочерние и зависимые общества. Указанное положение законопроекта, видимо, было направлено на нивелирование риска конфликта интересов, который может возникнуть вследствие владения должностными лицами СРО ценными бумагами, эмитентами (должниками) по которым являются участники СРО либо их дочерние и зависимые общества. При этом, если в отношении должностного лица, осуществляющего функции единоличного исполнительного органа СРО, а также членов постоянно действующего коллегиального органа управления СРО действительно может возникнуть конфликт интересов в случае приобретения ими указанных ценных бумаг, то встает вопрос: какой конфликт интересов может возникнуть в случае приобретения указанных в данной норме законопроекта ценных бумаг сотрудниками исполнительного аппарата СРО? Прежде всего, непонятно: каких именно сотрудников следует относить к категории сотрудников исполнительного аппарата, на которых распространяется указанное ограничение? Если всех, что и следует из логики законодателя, то возникает вопрос, какой конфликт интересов может возникнуть вследствие покупки акций или иных ценных бумаг, эмитентами которых (должниками по которым) являются участники СРО, а также их дочерние и зависимые общества обычных сотрудников, выполняющие различные вспомогательные функции в процессе работы исполнительного органа СРО (к таким сотрудникам, к примеру, можно отнести секретарей и др.), т.е. сотрудников, работа которых не связана непосредственно с принятием решений и осуществлением руководящей работы. А следовательно, конфликт интересов в случае приобретения указанных в п. 4 ст. 11 законопроекта ценных бумаг сотрудниками исполнительного аппарата СРО будет отсутствовать. Таким образом, по нашему мнению,

положение, в соответствии с которым сотрудники исполнительного аппарата СРО не вправе приобретать ценные бумаги, эмитентами которых (должниками по которым) являются участники саморегулируемой организации, а также их дочерние и зависимые общества, следует исключить из текста законопроекта «О СРО».

Как следует из п. 4 ст. 11 законопроекта «О СРО», должностное лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа СРО, члены коллегиального исполнительного органа СРО, а также сотрудники исполнительного аппарата СРО обязаны передавать в доверительное управление на время осуществления своих полномочий находящиеся в их собственности доли (пакеты акций) в уставном капитале коммерческих организаций в порядке, установленном федеральным законом.

Данное положение законопроекта вызвало резко негативную реакцию многих экспертов. В частности, по справедливому мнению, изложенному в Рекомендациях Парламентских слушаний на тему «Саморегулируемые организации. Проблемы развития, законодательства и правоприменительной практики», прошедших в Совете Федерации, не ясны основания обязательной передачи любыми сотрудниками исполнительного аппарата в доверительное управление находящихся в их собственности долей (пакетов акций) в уставном капитале коммерческих организаций. Наличие у лица, исполняющего функции единоличного исполнительного органа, у члена коллегиального исполнительного органа либо у сотрудника аппарата доли (пакетов акций) в уставном капитале коммерческих организаций, осуществляющих свою деятельность вне сферы саморегулирования, не может повлечь конфликта интересов работника и СРО. Кроме того, передача в доверительное управление доли (пакета акций) в уставном капитале не исключает заинтересованности собственника доли (пакета акций) в деятельности соответствующей организации (так как сохраняется право на получение распределяемой прибыли организации и т.д.). Действительно, как следует из ст. 1012 Гражданского кодекса РФ, по договору доверительного управления имуществом одна сторона (учредитель управления) передает другой стороне (доверительному управляющему) на определенный срок имущество в доверительное управление, а дру-

гая сторона обязуется осуществлять управление этим имуществом в интересах учредителя управления или указанного им лица (выгодоприобретателя). Осуществляя доверительное управление имуществом, доверительный управляющий вправе совершать в отношении этого имущества в соответствии с договором доверительного управления любые юридические и фактические действия в интересах выгодоприобретателя. Таким образом, даже при передаче указанными в законопроекте должностными лицами в доверительное управление на время осуществления своих полномочий находящихся в их собственности долей (пакетов акций) в уставном капитале коммерческих организаций не исключается их заинтересованность в деятельности соответствующей организации. Следовательно, указанное положение подлежит исключению из законопроекта «О СРО».

#### **3.2.4.9. Порядок формирования коллегияльного органа управления СРО**

Согласно п. 1 ст. 16 законопроекта «О СРО» не менее 1/3 мест членов постоянно действующего коллегияльного органа управления СРО с правом решающего голоса должны занимать независимые члены, которыми для цели применения данного законопроекта считаются лица, не связанные с саморегулируемой организацией, ее участниками, любыми сотрудниками саморегулируемой организации трудовыми, предпринимательскими, семейно-родственными, кредитно-заемными, акционерными и иными отношениями, устанавливающими объективную заинтересованность одних юридических лиц и (или) граждан в деятельности (бездействии) иных юридических лиц и (или) граждан. Тем не менее в законопроекте не разъясняется, что же следует понимать под семейно-родственными, кредитно-заемными и акционерными отношениями.

Кроме того, достаточно расплывчатым является понятие «объективной заинтересованности в деятельности одних юридических лиц и (или) граждан в деятельности (бездействии) иных юридических лиц и (или) граждан». Спорной является и сама необходимость введения требования о наличии независимых членов в коллегияльном органе управления СРО. Ведь саморегулируемая организация – это не открытое акционерное общество с большим числом акционеров, в

котором независимые директора призваны защищать интересы миноритарных акционеров. Саморегулируемая организация основана на принципе саморегулирования, т.е. самостоятельного регулирования своей деятельности ее членами. При этом, какую функцию в данном случае будут выполнять независимые члены коллегиального органа управления, по нашему мнению, не совсем понятно. Также их независимость в данном случае будет лишь формальной, поскольку, как было указано выше, критерии независимости достаточно расплывчаты. Кроме того, введение требования о наличии независимых членов в составе коллегиального органа управления СРО должно быть подкреплено наличием законодательно установленного механизма обеспечения избрания независимых членов в состав коллегиального органа управления СРО, а в настоящее время такой механизм не разработан даже применительно к акционерным обществам.

Из изложенного выше следует, что в ходе дальнейшего обсуждения законопроекта «О СРО» необходимо более детально проработать вопрос о необходимости введения требования о наличии независимых членов в составе постоянно действующего коллегиального органа управления СРО.

#### **3.2.4.10. Взаимодействие СРО с регулирующими органами**

В соответствии с подп. 1 п. 1 ст. 21 законопроекта «О СРО» регулирующие органы направляют в саморегулируемую организацию проекты нормативных правовых актов, подготовленных ими по вопросам осуществления предпринимательской или профессиональной деятельности в соответствии с предметом саморегулирования ее участников, не позднее чем за 30 дней до их предоставления на утверждение. Указанные проекты направляются в саморегулируемые организации по принадлежности вопроса в соответствии с предметом саморегулирования, на основании информации, предоставляемой органом, ответственным за ведение единого государственного реестра саморегулируемых организаций. Указанное положение законопроекта является несомненно позитивным. Тем не менее в данном случае необходимо отметить следующее. Хотя в законопроекте установлена обязанность регулирующих органов по предоставлению

СРО проектов нормативно-правовых актов, указанных выше, в законе не разъясняется четкий порядок направления данных проектов. В частности, в законопроекте указано, что проекты нормативно-правовых актов подлежат направлению в СРО «за 30 дней до их предоставления на утверждение». При этом, что следует понимать под «предоставлением на утверждение», в законопроекте не разъясняется. Также, хотя в законопроекте закреплена обязанность регулирующих органов по направлению СРО проектов нормативно-правовых актов, не установлены последствия нарушения регулируемыми органами указанной обязанности. На практике это может привести к тому, что данная норма просто не будет работать.

Кроме того, в данном случае возникает и другая проблема, связанная с неточностью формулировки указанной нормы. Как отмечает О. Осипенко (см. *Осипенко, 2004*), согласно подп. 1 п. 1 ст. 21 законопроекта «О СРО» СРО в «обязательном порядке» будут иметь дело лишь с теми законопроектами, которые разработаны государственными «кураторами» данной СРО, либо с проектами, которые окажутся в распоряжении «кураторов». Хотя большая часть законодательных инициатив исходит от депутатов Госдумы, о которых СРО при таком подходе просто не узнают. Кроме того, получается, что СРО не может быть активным инициатором законопроекта.

Таким образом, по нашему мнению, следует более детально сформулировать порядок направления регулируемыми органами указанных в законопроекте «О СРО» проектов нормативно-правовых актов, а также ответственность регулирующих органов за нарушение установленной законопроектом обязанности и порядок обжалования в случае непредоставления соответствующих проектов нормативно-правовых актов.

Как следует из подп. 2 п. 1 ст. 21 законопроекта «О СРО», регулирующие органы направляют в саморегулируемую организацию информацию о результатах проведенных проверок предпринимательской или профессиональной деятельности участников саморегулируемой организации, за исключением информации о проверках, при проведении которых не составляется акт по результатам мероприятия по контролю. Тем не менее в указанном положении законо-

проекта не уточняется, в течение какого времени с момента проведения проверки информация о ней должна направляться в СРО, а также ответственность регулирующих органов за несвоевременное направление соответствующей информации. На практике это может привести к тому, что данные положения закона не будут выполняться. По нашему мнению, при дальнейшем рассмотрении законопроекта необходимо четко определить порядок и сроки направления в СРО регулирующими органами информации о результатах проведенных проверок предпринимательской или профессиональной деятельности участников СРО.

Согласно п. 2 ст. 21 законопроекта «О СРО» регулирующие органы привлекают саморегулируемые организации к участию в подготовке законодательных и иных нормативных правовых актов РФ, государственных программ по вопросам, связанным с предметом саморегулирования. При этом в указанном положении законопроекта не установлен порядок привлечения СРО к участию в подготовке названных законопроектов, иных нормативно-правовых актов, государственных программ, что на практике может привести к тому, что указанное положение законопроекта будет являться декларативным. Кроме того, в настоящее время СРО достаточно часто привлекаются к работе по подготовке нормативно-правовых актов, но лишь по желанию соответствующих государственных органов, и введение указанного положения в его нынешнем виде не изменит ситуацию. СРО также будут привлекаться к работе над законопроектами по желанию регулирующих органов. Следовательно, по нашему мнению, необходимо установить четкий порядок привлечения СРО к работе по подготовке законодательных, иных нормативно-правовых актов и государственных программ. При этом указанный порядок может быть установлен как в Законе «О СРО», так и в подзаконных актах с соответствующей отсылкой в Законе «О СРО».

В соответствии с подп. 2 п. 3 ст. 21 законопроекта «О СРО» саморегулируемая организация обязана направлять в регулирующий орган по принадлежности вопроса сведения о запланированных и проведенных саморегулируемой организацией проверках предпринимательской или профессиональной деятельности участников са-

морегулируемой организации и их результатах. При этом в данном положении не установлены четкий порядок и сроки направления указанных сведений в регулирующий орган, что на практике может привести к злоупотреблениям. Также не установлена ответственность за нарушение указанного требования. Таким образом, по нашему мнению, в данной норме законопроекта следует четко установить порядок и сроки направления СРО в регулирующий орган сведений о запланированных и проведенных СРО проверках предпринимательской или профессиональной деятельности участников СРО и их результатах.

Согласно подп. 2 п. 4 ст. 21 законопроекта «О СРО» регулирующие органы не вправе назначать и осуществлять плановые проверки предпринимательской или иной профессиональной деятельности участника саморегулируемой организации, которые являлись предметом проверки со стороны саморегулируемой организации в течение года с даты, когда саморегулируемой организацией была осуществлена указанная проверка. Данное положение законопроекта направлено на то, чтобы исключить осуществление двойного контроля СРО и соответствующих регулирующих органов. Тем не менее его формулировка, на наш взгляд, несколько неудачна, поскольку в нынешнем виде данное положение позволяет регулирующим органам аналогичные проверки, которые уже проводили СРО, но по истечении года со дня проведения СРО соответствующей проверки. В связи с изложенным данное положение законопроекта нуждается, по нашему мнению, в дополнительной проработке.

Как следует из п. 5 ст. 21 законопроекта «О СРО», саморегулируемая организация субъектов предпринимательской или профессиональной деятельности, подлежащей лицензированию (аккредитации, аттестации), осуществляет дополнительно следующие функции:

- направляет в орган (органы), осуществляющий выдачу лицензии (аккредитации, аттестации), ходатайства о выдаче, приостановлении действия и направлении в суд заявления об аннулировании лицензий (аттестатов, свидетельства об аккредитации) участников саморегулируемой организации;

- осуществляет контроль за выполнением участниками СРО требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности, применяет установленные СРО меры ответственности за их нарушение.

Следует отметить, что в настоящее время отношения, возникающие в связи с осуществлением лицензирования отдельных видов деятельности, регулируются Федеральным законом «О лицензировании отдельных видов деятельности»<sup>155</sup>, в соответствии с которым СРО не наделены правом направлять соответствующие ходатайства о выдаче, приостановлении действия и направлении в суд заявления об аннулировании лицензий участников СРО. Следовательно, в случае если законопроект «О СРО» будет принят, необходимо будет вносить изменения в действующий порядок осуществления лицензирования отдельных видов деятельности.

Указанные положения законопроекта относительно передачи СРО части полномочий регулирующих органов в области лицензирования вызвали неоднозначные оценки многих экспертов. В частности, по мнению П.В. Крючковой (см. *(Крючкова, www.beafnd.org)*), предлагаемый механизм ходатайств со стороны СРО о выдаче лицензий в сочетании с правом СРО предоставлять платные услуги по обучению и предоставлению информации фактически возвращает нас к ситуации, которую пытались преодолеть путем принятия Закона «О лицензировании отдельных видов деятельности». Одним из существенных нареканий к лицензирующим органам было часто имеющее место требование прохождения предлицензионной экспертизы, стоимость которой могла во много раз превышать стоимость самой лицензии. В данном случае создается риск сговора между лицензирующим органом и СРО: лицензии не будут выдаваться без соответствующего ходатайства, а для получения ходатайства потребуется вступление в СРО.

Тем не менее, по нашему мнению, из законопроекта не следует, что СРО будут обладать исключительным правом на подачу ходатайств в лицензирующие органы. Таким образом, в соответствии с

---

<sup>155</sup> Федеральный закон «О лицензировании отдельных видов деятельности» от 8 августа 2001 г. № 128-ФЗ.

законопроектом организации, не состоящие в СРО, будут подавать ходатайства о выдаче лицензий самостоятельно. При этом ходатайства о выдаче лицензий участников СРО будут подавать соответствующие СРО. В данном случае возникает вопрос: будут СРО подавать ходатайства о выдаче лицензий в отношении всех своих участников в обязательном порядке либо только в отношении тех участников, которые этого пожелают?

Также согласно п. 5 ст. 21 законопроекта «О СРО» СРО осуществляет контроль за выполнением участниками саморегулируемой организации требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности и применяет установленные саморегулируемой организацией меры ответственности за их нарушение. Таким образом, в соответствии с указанным положением законопроекта СРО предполагается наделить функцией по контролю за выполнением субъектами предпринимательской (профессиональной) деятельности – участниками СРО требований и условий лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности, которую в настоящее время выполняют соответствующие регулирующие органы. В данном случае необходимо отметить следующее. Для выполнения функции по контролю за выполнением лицензионных требований регулирующие органы наделены соответствующим аппаратом, а также финансовыми и техническими ресурсами. При этом возникает вопрос: смогут ли СРО, источниками финансирования которых в соответствии с законопроектом должны являться исключительно финансовые поступления от участников, а также выручка от реализации различных услуг и материалов и доходы, получаемые от собственности СРО, содержать аппарат, необходимый для осуществления контроля за выполнением лицензионных условий, а также проводить необходимые регулярные проверки? Ведь СРО является, по сути, некоммерческой организацией.

Следует также отметить, что наделение СРО полномочиями по осуществлению контроля за выполнением требований и условий лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности фактически означает создание двойной системы лицензионного контроля. То есть контроль за выполнением требований и условий лицен-

зируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности участников СРО будет осуществлять СРО, а контроль за выполнением условий указанной деятельности субъектами предпринимательской (профессиональной) деятельности, которые не являются участниками СРО, будет осуществлять соответствующий регулирующий орган. Также наделение СРО полномочиями по лицензированию, по мнению многих экспертов, является первым шагом на пути замены лицензирования контролем со стороны СРО с введением обязательного членства в СРО. Кроме того, наделение СРО функциями по контролю за выполнением участниками СРО условий и требований лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности может на практике привести к конфликту интересов. Так, в случае, когда контроль за выполнением лицензионных условий осуществляет регулирующий орган, формально не связанный с лицензиатом, еще можно говорить о независимом контроле. Передача функций по осуществлению лицензионного контроля в отношении участников СРО непосредственно саморегулируемым организациям не упростит систему лицензионного контроля и может повлечь за собой ряд злоупотреблений, а также привести к коррупции в СРО, поскольку из других положений законопроекта следует, что СРО наделяется правом оказывать различные платные услуги и устанавливать членские взносы. При этом в данном случае могут иметь место злоупотребления, когда с участников СРО в обмен на положительные результаты лицензионных проверок будут вымогать различные взносы и обязывать заключать договоры на оказание услуг. По мнению некоторых экспертов (см., напр., *Романихин, 2003*)<sup>156</sup>, предприятия поставят в такие условия, что они будут вынуждены платить руководству СРО дань и играть по устанавливаемым ими правилам.

Таким образом, по нашему мнению, вопрос о целесообразности передачи функций по контролю за выполнением участниками саморегулируемой организации требований и условий осуществления

---

<sup>156</sup> К примеру, работа Романихина А., президента Союза производителей нефтегазового оборудования, члена Правления Российского союза товаропроизводителей, «Саморегулирование по-русски» размещена на сайте <http://www.prime-tass.ru/forum/show.asp?fid=1&t=633&m=1072469845890&l=4&c=1>

лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности подлежит дополнительной проработке в ходе дальнейшей работы над законопроектом «О СРО».

Следует также отметить, что, как было указано выше, СРО в соответствии с п. 5 ст. 21 законопроекта не только наделяется полномочиями по контролю за выполнением участниками СРО требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности, но и применяет установленные СРО меры ответственности за их нарушение. В итоге получается, что применять меры ответственности за нарушение условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности, установленные СРО, вправе сами СРО. Однако в соответствии с действующим законодательством СРО этого делать не вправе. Таким образом, применять меры ответственности за нарушение требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности вправе лишь соответствующие регулирующие органы. Следовательно, возникает ситуация, когда осуществлять контроль за выполнением указанных условий будет СРО, а применять меры ответственности – регулирующие органы, причем только на основе результатов и материалов проверки СРО. При этом, как было указано выше, в законопроекте не установлены четкий порядок и сроки направления СРО регулирующим органам сведений о проведенных проверках предпринимательской и профессиональной деятельности участников СРО и их результатах. Из изложенного следует, что в ходе дальнейшей работы над законопроектом необходимо детально изучить целесообразность наделяния СРО функциями по контролю за выполнением участниками СРО требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности, а также более детально определить порядок применения мер ответственности за их нарушение и порядок взаимодействия СРО и регулирующих органов по вопросам контроля за выполнением участниками СРО требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности и привлечения участников СРО к ответственности за соответствующие нарушения.

### **3.3. Некоторые аспекты саморегулирования в корпоративном секторе**

#### *3.3.1. Медиация в системе судопроизводства и частный инфорсмент*

##### **3.3.1.1. Система институтов альтернативного разрешения споров в России**

Для российских предпринимателей традиционным способом разрешения возникающих в коммерческом обороте споров является обращение в государственный суд, уполномоченный рассматривать такого рода споры, – арбитражный суд.

Вместе с тем существуют иные возможности разрешения или урегулирования спора – путем использования различных процедур, которые в литературе обычно обозначаются единым термином «альтернативное разрешение споров». К таким процедурам относят: мини-процесс, посредничество, доарбитражное производство, независимое заключение эксперта, арбитраж, примирительное производство, переговоры (медиация) и т.п. В США таких процедур насчитывается более 20, но в России альтернативное разрешение споров не отличается подобным разнообразием. С развитием института саморегулирования в России, а также судебной системы в целом особое значение приобретает вопрос развития системы альтернативного разрешения споров в целом и системы третейских судов в частности (см. (Рожкова, 2004)).

В соответствии с п. 2 ст. 1 Закона «О третейских судах в Российской Федерации»<sup>157</sup> в третейский суд по соглашению сторон третейского разбирательства может передаваться любой спор, вытекающий из гражданских правоотношений, если иное не установлено федеральным законом. Как следует из п. 6 ст. 4 Арбитражного процессуального кодекса РФ<sup>158</sup>, по соглашению сторон подведомственный арбитражному суду спор, возникающий из гражданских правоотношений, до принятия арбитражным судом первой инстанции судеб-

---

<sup>157</sup> Федеральный закон «О третейских судах в Российской Федерации» от 24 июля 2002 г. № 102-ФЗ.

<sup>158</sup> Арбитражный процессуальный кодекс РФ от 24 июля 2002 г. № 95-ФЗ.

ного акта, которым заканчивается рассмотрение дела по существу, может быть передан сторонами на рассмотрение третейского суда, если иное не установлено федеральным законом.

А в соответствии с п. 3 ст. 3 Гражданского процессуального кодекса РФ<sup>159</sup> по соглашению сторон подведомственный суду спор, возникающий из гражданских правоотношений, до принятия судом первой инстанции судебного постановления, которым заканчивается рассмотрение гражданского дела по существу, может быть передан сторонами на рассмотрение третейского суда, если иное не установлено федеральным законом.

Согласно ст. 2 Федерального закона «О третейских судах в РФ» третейские суды подразделяются на два вида:

- 1) постоянно действующие третейские суды;
- 2) третейские суды, образованные сторонами для решения конкретного спора.

Одним из отличий третейских судов от арбитражных судов и судов общей юрисдикции, подведомственность которых установлена законом, является то, что соответствующий спор может быть передан на рассмотрение третейского суда только по соглашению сторон. Причем указанное соглашение должно быть составлено таким образом, чтобы из него с очевидностью вытекала обоюдная воля сторон на рассмотрение спора третейским судом.

Преимуществом рассмотрения споров в третейском суде является то, что основной принцип третейского судопроизводства – принцип диспозитивности – проявляется в предоставлении субъектам спорного правоотношения широких возможностей для реализации своей правоспособности и средств судебной защиты своих прав. Так, стороны могут самостоятельно выбрать место проведения арбитража, язык разбирательства, арбитров, рассматривающих спор, порядок разбирательства и др. (см. *(Радыгин, Энтов, Межераунас, 2002)*).

Следует отметить, что в настоящее время система третейских судов в Российской Федерации активно развивается. Помимо третейских судов, действующих при Торгово-промышленной палате Рос-

---

<sup>159</sup> Гражданский процессуальный кодекс РФ от 14 ноября 2002 г. № 138-ФЗ.

сии и торгово-промышленных палатах субъектов РФ, создаются и другие третейские суды при крупных ассоциациях, компаниях и биржах.

В частности, в последнее время достаточно активно развивается институт третейских судов при саморегулируемых организациях. Третейские суды в настоящее время созданы многими саморегулируемыми организациями и являются эффективным механизмом разрешения споров между участниками СРО. Это обусловлено прежде всего тем, что, как правило, судьи арбитражных судов являются исключительно профессиональными юристами, поэтому достаточно часто не могут объективно оценить тот или иной спор, в котором необходимо применение знаний в других, подчас узкоспециальных, областях, тогда как судьи, разрешающие споры в третейских судах при саморегулируемых организациях, являются специалистами в данных областях и могут более объективно и квалифицированно оценить ситуацию и разрешить спор.

В частности, одним из третейских судов, действующих при СРО, является Третейский суд саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка» (далее – Третейский суд НАУФОР). Третейский суд НАУФОР является постоянно действующим Третейским судом и разрешает в порядке искового производства по соглашению сторон экономические споры и иные дела, возникающие из гражданских правоотношений и связанные с осуществлением предпринимательской и иной экономической деятельности с участием юридических лиц, граждан, осуществляющих предпринимательскую деятельность без образования юридического лица и имеющих статус индивидуального предпринимателя, приобретенный в установленном законом порядке, а также граждан, не имеющих статуса индивидуального предпринимателя.

Третейский суд НАУФОР вправе осуществлять функции международного коммерческого арбитража в соответствии с Законом Российской Федерации «О международном коммерческом арбитраже». В данном случае рассмотрение спора происходит в порядке, уста-

новленном указанным Законом и Регламентом Третейского суда в части, не противоречащей данному Закону<sup>160</sup>.

В качестве примера также можно привести Третейский суд Ассоциации российских банков, к компетенции которого отнесено разрешение гражданско-правовых споров, которые по законодательству РФ могут быть предметом третейского разбирательства, с участием юридических и физических лиц, в частности, возникающих вследствие или в связи с деятельностью банков и других кредитных организаций, если возможность обращения в Третейский суд Ассоциации российских банков предусмотрена в письменном соглашении спорящих сторон<sup>161</sup>.

Также третейские суды действуют при некоторых биржах. В частности, при ЗАО «Московская межбанковская валютная биржа» создана Арбитражная комиссия, которая является постоянно действующим третейским судом. К компетенции Арбитражной комиссии при ММВБ относится разрешение споров, вытекающих и/или связанных со сделками и/или операциями на валютном рынке, рынке ценных бумаг, производных финансовых инструментов, иных сегментах финансового рынка, товарных рынках, а также связанных с осуществлением и/или обслуживанием электронного документооборота, иных гражданско-правовых споров, которые могут быть предметом третейского разбирательства. Таким образом, Арбитражная комиссия при ММВБ ориентирована в первую очередь на разрешение споров, возникающих на финансовом рынке (см. *Балаян, 2005*)).

Как было указано выше, третейские суды создаются и отдельными организациями, как правило, крупными корпорациями, в структуру которых входит множество дочерних и зависимых обществ, прежде всего с целью более эффективного, экономичного и быстро-

---

<sup>160</sup> Ст. 2 Положения о Третейском суде саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка», утвержденного Советом директоров НАУФОР от 3 октября 1997 г. (с последними изменениями и дополнениями, утвержденными 25 октября 2004 г.).

<sup>161</sup> Ст. 2 Положения о Третейском суде Ассоциации российских банков, утвержденного Советом Ассоциации российских банков решением от 30 июня 2003 г. № 1. Размещено на сайте [www.arb.ru](http://www.arb.ru)

го разрешения споров между компаниями, входящими в соответствующие корпорации. Тем не менее в указанные третейские суды достаточно часто обращаются и неаффилированные с корпорациями компании.

В частности, Третейский суд, созданный при РАО «ЕЭС России», является постоянно действующим третейским судом отрасли «электроэнергетика» и разрешает экономические споры, подведомственные арбитражным судам, в соответствии с Федеральным конституционным законом «Об арбитражных судах в Российской Федерации» и Арбитражным процессуальным кодексом РФ, международными договорами РФ, кроме споров, возникающих в сфере управления<sup>162</sup>. Как правило, данный Третейский суд разрешает споры, вытекающие из исполнения договоров поставки электроэнергии.

Также Третейский суд создан и ОАО «Газпром». Согласно Положению о Третейском суде при ОАО «Газпром» данный Третейский суд является постоянно действующим третейским судом для разрешения вытекающих из гражданско-правовых отношений экономических споров, связанных с осуществлением предпринимательской и иной экономической деятельности организациями и гражданами – предпринимателями, зарегистрированными в Российской Федерации и других странах, входящих в Содружество Независимых Государств, при условии, что такие споры могут быть предметом третейского разбирательства в соответствии с федеральными законами и международными договорами Российской Федерации.

Как было указано выше, помимо третейских судов, существуют также другие процедуры и институты альтернативного разрешения споров. В России указанные институты только начинают развиваться и создаются крайне редко. В качестве примера можно привести Объединенную комиссию по корпоративной этике (далее – Объединенная комиссия), созданную при Российском союзе промышленников и предпринимателей (далее – РСПП). Первоначально в 2002 г. после принятия Бюро Правления и Правлением РСПП Хартии кор-

---

<sup>162</sup> Ст. 1 Положения о Третейском суде при РАО «ЕЭС России». Утверждено решением Совета директоров РАО «ЕЭС России» от 7 марта 2001 г. Размещено на сайте [www.rao-ees.ru](http://www.rao-ees.ru)

поративной и деловой этики была создана Комиссия РСПП по корпоративной этике, в задачу которой входило рассмотрение споров, связанных с нарушением принципов, сформулированных в Хартии. В январе 2003 г. Комиссия начала деятельность по рассмотрению споров между компаниями – членами РСПП. Весной того же года было принято решение объединить усилия РСПП, Общероссийской общественной организации «Деловая Россия» и Общероссийской общественной организации малого и среднего бизнеса и предпринимательства «ОПОРА России» и преобразовать Комиссию в Объединенную комиссию по корпоративной этике при РСПП.

В состав Объединенной комиссии входят арбитры – представители указанных трех организаций. Кроме того, Объединенной комиссией было подписано соглашение о сотрудничестве с Американской торговой палатой (далее – АТП) в России, в развитие которого в арбитры Объединенной комиссии были включены кандидатуры от АТП<sup>163</sup>.

В настоящее время согласно Регламенту разрешения споров Объединенной комиссии основной нормативной базой при разрешении споров являются:

- Устав и декларация принципов деятельности РСПП в отношении стороны спора – члена РСПП;
- Устав ООО «Деловая Россия» в отношении стороны спора – члена ООО «Деловая Россия»;
- Устав ООО «ОПОРА России» в отношении стороны спора – члена ООО «ОПОРА России»;
- Хартия корпоративной и деловой этики;
- Основные начала и принципы гражданского законодательства Российской Федерации;
- Принципы корпоративной этики, изложенные в Кодексе корпоративного поведения, разработанном ФКЦБ России.

Таким образом, Объединенная комиссия фактически рассматривает различные споры исключительно на предмет их соответствия этическим нормам и внутренним нормам указанных выше организа-

---

<sup>163</sup> Источник – сайт Объединенной комиссии по корпоративной этике при РСПП [www.rspp-etica.ru](http://www.rspp-etica.ru)

ций. Что же касается рассмотрения споров на предмет соответствия деятельности компании принципам корпоративной этики, изложенным в Кодексе корпоративного поведения, разработанном ФКЦБ РФ, необходимо отметить следующее. В Кодексе корпоративного поведения отсутствуют принципы корпоративной этики, поэтому в данном случае не совсем понятно, какими именно принципами руководствуется Объединенная комиссия при разрешении споров. Также Кодекс корпоративного поведения является актом рекомендательного характера, и компании не обязаны следовать закрепленным в нем принципам и положениям. Следовательно, в данном случае непонятно, на каком основании Объединенная комиссия наделена правом рассматривать деятельность тех или иных компаний на предмет их соответствия принципам, рекомендованным к соблюдению Кодексом корпоративного поведения.

Необходимо отметить, что, как следует из Приложения 1 к Регламенту разрешения споров Комиссией РСПП по корпоративной этике (Форма претензии), претензия о нарушении общих принципов корпоративной этики может быть подана как в отношении лица, являющегося членом РСПП, так и в отношении лица, не являющегося членом данной организации. Таким образом, в данном случае возникает парадоксальная ситуация, при которой сторона, которая не подписывалась под соблюдением тех или иных принципов корпоративной этики, должна нести ответственность за их несоблюдение.

Как следует из Регламента разрешения споров Объединенной комиссии по корпоративной этике при РСПП, Объединенная комиссия рассматривает споры, возникающие исключительно из нарушений общих принципов корпоративной этики, составляющих нормативную базу разрешения споров. Комиссией к рассмотрению принимаются претензии по фактам нарушения корпоративной этики. Рассмотрение формальной стороны спора в судах не является препятствием для рассмотрения этической стороны спора Комиссией. В частности, в соответствии с п. 1.4 Регламента Объединенная комиссия рассматривает споры по инициативе:

- двух заинтересованных лиц;
- одной заинтересованной стороны;

– руководящего органа любой Общественной организации.

При этом, как следует из Регламента, спор может быть рассмотрен Объединенной комиссией даже в случае отказа одной из сторон спора от участия в нем.

В частности, в практической деятельности Объединенной комиссии был случай, когда в Объединенную комиссию обратилась группа нефтяных компаний: ЗАО «Нобель Ойл», ООО «Кованефть» и ЗАО «НефтУс» с претензией в адрес ОАО «ЛУКОЙЛ». Иницилирующей стороной в адрес ответчика выдвигалось обвинение в создании препятствий для прокачки по принадлежащему ответчику нефтепроводу нефти иницилирующей стороны. ОАО «ЛУКОЙЛ» отказалось от участия в рассмотрении Комиссией адресованной ему претензии, аргументировав отказ предусмотренным ранее Регламентом Комиссии «принципом добровольности». В декабре 2003 г. указанный принцип был отменен решениями Бюро Правления РСПП и президиумов «ОПОРЫ России» и «Деловой России». В результате голосования членов Комитета арбитров Комиссии было принято решение о рассмотрении претензии компаний ЗАО НК «Нобель Ойл», ООО «Кованефть» и ЗАО «НефтУс» в адрес ОАО «ЛУКОЙЛ» с учетом отказа ответчика от участия в указанной процедуре.

Из вышеизложенного следует, что фактически в данном случае в своей деятельности Объединенная комиссия не соблюдает основополагающий принцип третейского судопроизводства – принцип добровольности, а также принцип осуществления третейского судопроизводства исключительно в случае наличия соглашения сторон. Тем не менее, как было указано выше, в Регламенте содержится положение, в соответствии с которым Объединенная комиссия рассматривает споры, возникающие исключительно из нарушений общих принципов корпоративной этики, при этом рассмотрение формальной стороны спора в судах не является препятствием для рассмотрения этической стороны спора Объединенной комиссией. Кроме того, как следует из ст. 6 Федерального закона «О третейских судах в РФ», третейский суд разрешает споры на основании Конституции Российской Федерации, федеральных конституционных законов, федеральных законов, нормативных указов Президента РФ и

постановлений правительства РФ, нормативных правовых актов федеральных органов исполнительной власти, нормативных правовых актов субъектов Российской Федерации и органов местного самоуправления, международных договоров Российской Федерации и иных нормативных правовых актов, действующих на территории Российской Федерации. А, как было указано выше, Объединенная комиссия разрешает споры на основании совершенно других актов. Следовательно, Объединенная комиссия не является третейским судом. При этом непонятно, каков в таком случае правовой статус Объединенной комиссии – органа, который рассматривает споры на предмет их соответствия этическим принципам, независимо от обоюдного желания сторон спора, а также от того, принимала ли та или иная компания на себя обязательства по соблюдению указанных принципов.

Объединенная комиссия, по нашему мнению, является некоей аналогией института посредничества, достаточно эффективно действующего в зарубежных странах. Институт посредничества разрешает споры за существенно более короткий срок, чем третейские суды, благодаря тому, что все его процедуры максимально деформализованы. Также, в отличие от третейского разбирательства, количество обращений за посреднической помощью гораздо меньше – 80–100 за год. Посредники предлагают различные варианты урегулирования: они могут выступать модератором переговоров конфликтующих сторон, они могут представлять интересы сторон, шаг за шагом находя новые точки соприкосновения. Посредники выступают и как консультанты сторон, разъясняя последним сильные и слабые стороны их позиции, и пытаются добиться компромисса. Несмотря на необязательность решений и консультационный характер деятельности посредников, этот институт весьма эффективен: более чем в 80% случаев стороны соглашаются на мировую (см. *(Трегуб, 2004)*).

Также согласно Положению о применении мер общественного воздействия Комиссией РСПП по корпоративной и деловой этике в случае, если заявленное нарушение имело место и сторона не исполнила (ненадлежаще исполнила) рекомендации Комиссии РСПП,

предусмотренные в решении Панели арбитров, на соответствующую сторону будут налагаться следующие меры общественного воздействия:

- вынесение виновной стороне общественного порицания;
- рекомендация Бюро Правления РСПП об исключении виновной стороны из РСПП;
- внесение виновной стороны в список неблагонадежных корпоративных партнеров. При этом в случае неисполнения (ненадлежащего исполнения) рекомендаций Комиссии РСПП, предусмотренных в решении Панели арбитров, реализация мер общественного воздействия будет иметь публичный характер и осуществляться в следующих формах:
  - размещение информации о мерах общественного воздействия в отношении виновной стороны на сайте РСПП;
  - публикация информации о мерах общественного воздействия в отношении виновной стороны в ведущих СМИ России;
  - предоставление информации об установленных Комиссией фактах нарушения принципов деловой этики виновной стороной заинтересованным лицам, в том числе органам государственной власти и управления, общественным организациям, контрагентам и акционерам виновной стороны.

Что касается практики разрешения претензий Объединенной комиссией, необходимо отметить следующее. Как было указано выше, Объединенная комиссия рассматривает споры, возникающие исключительно из нарушений общих принципов корпоративной этики, составляющих нормативную базу разрешения споров. Тем не менее, как следует из материалов по рассмотрению претензий, размещенных на сайте РСПП, Объединенная комиссия рассматривает не только претензии, на рассмотрение которых она уполномочена Регламентом.

В частности, в конце января 2003 г. в Объединенную комиссию по корпоративной этике при РСПП обратилась группа компаний «Стилтекс» (в лице ООО «Стилтексхолдинг») с претензией к «Альфа-Групп» (в лице ООО «Альфа Эко М» и М.М. Фридмана). Ини-

цирующей стороной в адрес ответчика были выдвинуты обвинения этического характера (о нарушении этики в отношениях с партнером по бизнесу) и предъявлены финансовые требования (об уплате 8,250 млн долларов). Данная претензия была рассмотрена Объединенной комиссией, хотя вопрос относительно удовлетворения финансовых требований не входит в ее компетенцию.

### **3.3.1.2. Некоторые практические вопросы деятельности третейских судов**

Следует отметить, что, несмотря на все разнообразие третейских судов, которые в настоящее время действуют в России, проблемы, связанные с практикой их деятельности, достаточно типичны. Остановимся на некоторых вопросах, возникающих в ходе практической деятельности третейских судов в России.

А. Некоторые вопросы, связанные с заключением и судебной квалификацией третейского соглашения.

Важным в третейском судопроизводстве является досудебный этап – составление соглашения о рассмотрении спора третейским судом или специальной оговорки в договоре. В случае со спорами в области корпоративного управления, которые не вытекают из договора, составляется специальное соглашение о передаче спора на рассмотрение третейским судом. Наиболее важным в данном случае является то, что указанное соглашение должно быть составлено надлежащим образом.

В частности, в соответствии со ст. 7 Федерального закона «О третейских судах в РФ» третейское соглашение заключается в письменной форме. Третейское соглашение считается заключенным в письменной форме, если оно содержится в документе, подписанном сторонами, либо заключено путем обмена письмами, сообщениями по телетайпу, телеграфу или с использованием других средств электронной или иной связи, обеспечивающих фиксацию такого соглашения. Ссылка в договоре на документ, содержащий условие о передаче спора на разрешение третейского суда, является третейским соглашением при условии, что договор заключен в письменной форме, и данная ссылка такова, что делает третейское соглашение частью договора. При несоблюдении указанных правил третейское

соглашение является незаключенным. При этом указанный в законе перечень способов заключения третейского соглашения является исчерпывающим.

Тем не менее в соответствии со ст. 5 Положения о третейском суде для разрешения экономических споров при Торгово-промышленной палате РФ<sup>164</sup> (далее – ТПП РФ) соглашение о передаче спора на разрешение Третейским судом при ТПП РФ может быть выражено со стороны истца путем предъявления иска, а со стороны ответчика – совершением действий, свидетельствующих о его добровольном подчинении юрисдикции данного Третейского суда, в частности, положительным ответом на запрос о его согласии подчиниться юрисдикции Третейского суда. Аналогичное положение закреплено во многих положениях и регламентах третейских судов. Например, оно закреплено в Регламенте постоянно действующего суда при некоммерческом партнерстве «Российское газовое общество»<sup>165</sup>, а также в Регламенте Третейского суда Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов депозитариев (далее – Третейский суд ПАРТАД)<sup>166</sup>, в соответствии с которым соглашение между членом и клиентом о передаче гражданско-правовых споров между ними, вытекающих из сделок, заключенных между ними, на разрешение Третейского суда может быть выражено в том числе путем предъявления клиентом иска к члену ПАРТАД либо предъявления иска членом ПАРТАД к клиенту и совершения ответчиком действий, свидетельствующих о его добровольном подчинении юрисдикции Третейского суда ПАРТАД (в частности, путем заполнения специальной формы соглашения об арбитраже, полученной от секретаря Третейского суда).

Следовательно, согласно указанным положениям фактически одна из сторон спора может подать иск в соответствующий Третей-

---

<sup>164</sup> Утверждено постановлением президиума Торгово-промышленной палаты РФ от 23 октября 1992 г. № 80-9.

<sup>165</sup> Утвержден Решением общего собрания членов некоммерческого партнерства «Российское газовое общество», размещен на сайте [www.gazo.ru](http://www.gazo.ru)

<sup>166</sup> Регламент Третейского суда Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов депозитариев утвержден советом директоров ПАРТАД 29 июня 1999 г. Согласован с ФКЦБ РФ 28 февраля 2000 г.

ский суд даже при отсутствии третейского соглашения, и в случае получения согласия другой стороны на то, чтобы разбирательство осуществлялось именно в этом третейском суде, соглашение будет считаться заключенным. Тем не менее, как было указано выше, в Федеральном законе «О третейских судах в РФ» четко определено, что третейское соглашение может быть заключено тремя способами:

1) путем составления единого документа, подписанного сторонами;

2) путем обмена письмами, сообщениями по телетайпу, телеграфу или с использованием других средств электронной или иной связи, обеспечивающих фиксацию такого соглашения;

3) ссылкой в договоре на документ, содержащий условие о передаче спора на разрешение третейского суда, при условии, что договор заключен в письменной форме и данная ссылка такова, что делает третейское соглашение частью договора.

При этом предъявление иска со стороны истца и совершение ответчиком действий, свидетельствующих о его добровольном подчинении юрисдикции данного третейского суда, достаточно сложно отнести к одному из указанных в Федеральном законе «О третейских судах в РФ» способов заключения третейского соглашения. Указанный способ заключения мирового соглашения, закрепленный в названных Положениях и Регламентах третейских судов, с трудом можно отнести ко второму способу заключения мирового соглашения, указанному в Федеральном законе «О третейских судах в РФ» (а именно заключение мирового соглашения путем обмена письмами, сообщениями по телетайпу, телеграфу или с использованием других средств электронной или иной связи, обеспечивающих фиксацию такого соглашения), поскольку фактически никакого обмена сообщениями между соответствующими сторонами не происходит.

Кроме того, в указанном выше положении, закрепленном в Положениях и Регламентах названных третейских судов, не уточняется, каким образом должно быть выражено согласие ответчика на рассмотрение соответствующего спора в третейском суде, а также не указано, что же следует понимать под действиями, свидетельствующими о его добровольном подчинении юрисдикции данного

третейского суда. Следует также отметить, что согласно ст. 23 Федерального закона «О третейских судах в РФ» в исковом заявлении должно быть указано обоснование компетенции третейского суда. А, как было указано выше и как следует из п. 2 ст. 1 Федерального закона «О третейских судах в РФ», в третейский суд по соглашению сторон третейского разбирательства может передаваться любой спор, вытекающий из гражданских правоотношений, если иное не установлено федеральным законом. При этом в данном случае непонятно, каким образом истец будет обосновывать то, что соответствующий спор находится в компетенции третейского суда, если главное условие, а именно заключенное соглашение о передаче спора в третейский суд, будет отсутствовать.

Тем не менее тот факт, что в указанные положения, закрепленные в Положении о Третейском суде для разрешения экономических споров при ТПП РФ и в Регламенте Третейского суда ПАРТАД, ни разу не вносились изменения, является показателем того, что указанные положения успешно применяются на практике.

На практике, прежде чем разбирать спор по существу, третейские суды рассматривают вопрос о том, надлежащим ли образом заключено третейское соглашение. При этом часто одна из сторон спора заявляет, что соответствующее третейское соглашение является недействительным. В качестве примера можно привести одно из дел, рассмотренных Третейским судом при ТПП РФ<sup>167</sup>.

В Третейский суд при ТПП РФ поступило исковое заявление ЗАО о взыскании с ОАО задолженности по договору консигнации от 1 июня 2000 г. Ответчик в телеграмме сообщил о своем несогласии рассматривать возникший спор в Третейском суде при ТПП РФ, ссылаясь на ст. 3 Регламента Третейского суда при ТПП РФ и п. 15 договора консигнации.

Рассмотрев материалы дела, Третейский суд признал компетенцию Третейского суда при ТПП РФ по следующим основаниям. В соответствии с п. 15 договора консигнации от 1 июня 2000 г. все

---

<sup>167</sup> Решение Третейского суда ТПП РФ по делу № 18/2000. Обзор практики Третейского суда при Торгово-промышленной палате Российской Федерации за 2000 г. Источник – сайт ТПП РФ: [www.tpprf.ru](http://www.tpprf.ru)

споры и разногласия, возникшие из указанного договора или в связи с ним, подлежат рассмотрению в Арбитражном суде ТПП РФ.

Рассматривая вопрос о компетенции Третейского суда, суд исходил из того, что, включая в договор арбитражную оговорку, стороны в соответствии со сложившимися в деловой практике обыкновениями под «арбитражным» порядком рассмотрения споров предполагали именно третейское (арбитражное) разбирательство и, следовательно, имели намерение разрешить споры в третейском суде, а не в государственном арбитражном суде.

При ТПП РФ функционируют в качестве третейских (арбитражных) судов Международный коммерческий арбитражный суд, который рассматривает споры, если хотя бы одна из сторон находится за границей либо имеет иностранные инвестиции, Морская арбитражная комиссия и Третейский суд, в компетенцию которого как раз и входит рассмотрение экономических споров между российскими юридическими лицами.

В соответствии с законодательством о торгово-промышленных палатах в Российской Федерации и положениями об арбитражных (третейских) судах при ТПП РФ данный спор, в котором участвуют российские юридические лица без иностранных инвестиций, подведомствен только Третейскому суду при ТПП РФ, и никакому иному арбитражному органу при ТПП РФ.

Исходя из того, что разрешение споров при ТПП РФ всегда было возможно только в порядке третейского разбирательства, и принимая во внимание, что в этом контексте понятия «третейский суд» и «арбитражный суд» использовались и используются в качестве синонимов, неточное наименование третейского суда в тексте договора в данном случае не может служить основанием для исключения спора из компетенции Третейского суда при ТПП РФ. Само по себе несогласие ответчика на рассмотрение спора в Третейском суде не может рассматриваться в качестве препятствия для рассмотрения спора и вынесения решения указанным Третейским судом.

Б. Некоторые проблемы, возникающие на стадии исполнения решений третейских судов.

Проблема регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним на основании решения третейского суда.

Как показывает анализ судебной практики, наибольшее количество проблем возникает на стадии исполнения решений третейских судов. В частности, на практике возникал вопрос: является ли решение третейского суда основанием для регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним? Причем, хотя из ст. 28 Федерального закона «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним»<sup>168</sup> со всей очевидностью следует, что регистрация прав на недвижимое имущество и сделок с ним по решению третейского суда должна производиться так же, как регистрация по решению судов общей юрисдикции и арбитражных судов, на практике это не всегда так. В частности, в некоторых случаях учреждения юстиции отказывают в регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним на основании решения третейского суда, руководствуясь следующими основаниями.

Статьей 2 Федерального конституционного закона «О судебной системе Российской Федерации» от 31 декабря 1996 г. № 1-ФКЗ установлено, что правосудие в Российской Федерации осуществляется только судами, учрежденными в соответствии с Конституцией Российской Федерации и указанным Федеральным конституционным законом. В Российской Федерации действуют федеральные суды, конституционные (уставные) суды и мировые судьи субъектов Российской Федерации, составляющие судебную систему Российской Федерации (п. 2 ст. 4 Федерального конституционного закона «О судебной системе Российской Федерации»).

В соответствии с нормами Федерального закона «О третейских судах в Российской Федерации» от 24 июля 2002 г. третейский суд – это орган, образованный сторонами для решения конкретного спора, возникшего между сторонами и переданного на рассмотрение и разрешение третейского суда по их соглашению в соответствии с заключенным между ними третейским соглашением (третейской оговоркой). Созданные на паритетных началах третейские суды к су-

---

<sup>168</sup> Федеральный закон «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21 июля 1997 г.

дебной ветви власти не относятся и не входят в судебную систему Российской Федерации.

Помимо этого, решения третейского суда не обладают обязательной силой для органов государственной власти, органов местного самоуправления, общественных объединений, должностных лиц, граждан, организаций и не подлежат неукоснительному исполнению на всей территории Российской Федерации в отличие от судебных актов судов, входящих в судебную систему Российской Федерации.

Кроме того, Законом о третейских судах не предусмотрено вступление в законную силу решений третейских судов. Решения третейского суда являются обязательными только для сторон третейского разбирательства, которые добровольно принимают на себя обязанность исполнять их (ст. 31 Закона о третейских судах). При неисполнении сторонами добровольно решения третейского суда оно может быть принудительно исполнено в порядке, установленном гл. 30 Арбитражного процессуального кодекса Российской Федерации (далее – АПК РФ), гл. 47 Гражданского процессуального кодекса Российской Федерации (далее – ГПК РФ).

Таким образом, решения третейских судов не являются актами правосудия и не подлежат обязательному исполнению учреждением юстиции (см. «Материалы судебной практики по обжалованию отказов учреждения юстиции в государственной регистрации прав на основании решений третейских судов»).

Приведем в пример одно из судебных решений по вопросу об оспаривании решения учреждения юстиции об отказе в регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним.

В Арбитражный суд Красноярского края<sup>169</sup> обратилось ОАО «Маклаковский лесопильно-деревообрабатывающий комбинат» (г. Лесосибирск) (далее – Истец) с исковым заявлением о признании незаконным решения к Учреждению юстиции по государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним на территории Красноярского края (г. Красноярск) (далее – Учреждение юстиции). Как следует из материалов дела, Истец обратился в Уч-

---

<sup>169</sup> Решение Арбитражного суда Красноярского края от 29 июля 2003 г. по делу № А33-5775/03-сбн, размещено на сайте [http://just.siberia.net/sud\\_pra\\_krasn.htm](http://just.siberia.net/sud_pra_krasn.htm)

реждение юстиции с заявлением о государственной регистрации права собственности на трансформаторную подстанцию № 5 на основании решения третейского суда при ООО «Юридическая компания «Правовые гарантии»», которым удовлетворен иск заявителя к обществу с ограниченной ответственностью «Гасей» о расторжении договора купли-продажи недвижимости от 25 мая 2001 г. и о признании за Истцом права собственности на вышеназванную трансформаторную подстанцию № 5.

Решением Учреждения юстиции отказано в государственной регистрации права собственности на вышеназванный объект по мотиву несоответствия документов, представленных на государственную регистрацию прав, требованиям п. 1 ст. 20 Федерального закона «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21 июля 1997 г. № 122-ФЗ.

Арбитражный суд посчитал требования Истца не подлежащими удовлетворению по следующим основаниям.

В соответствии со ст. 123 Конституции РФ, ст. 9 АПК РФ судопроизводство осуществляется на основе состязательности и равенства сторон. В соответствии со ст. 65 АПК РФ каждое лицо, участвующее в деле, должно доказать обстоятельства, на которые оно ссылается как на основания своих требований и возражений.

Согласно ст. 17 Федерального закона «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» основанием для государственной регистрации наличия, возникновения, прекращения, ограничения прав на недвижимое имущество и сделок с ним являются в том числе вступившие в законную силу судебные решения.

Истцом при обращении с заявлением о государственной регистрации права собственности на трансформаторную подстанцию № 5 в качестве правоустанавливающего документа было представлено решение третейского суда. Между тем согласно п. 1.1 Регламента работы третейского суда акционерного общества «Правовые гарантии», утвержденного протоколом собрания акционеров № 2 от 11 марта 1994 г., к компетенции третейского суда относится разрешение споров между предприятиями, организациями, а также с участи-

ем граждан-предпринимателей без образования юридического лица, вытекающих из уставных и договорных отношений.

Решение третейского суда от 9 января 2003 г. не является актом правосудия, следовательно, и основанием возникновения права собственности в смысле ст. 8 ГК РФ являться не может, следовательно, и основанием для государственной регистрации возникновения прав на недвижимое имущество согласно п. 1 ст. 17 Закона о государственной регистрации также являться не может. В силу пп. 11.1, 11.2 Регламента третейского суда третейский суд разрешает споры на основании действующих норм права, руководствуясь условиями договора. Между тем решением третейского суда было признано право собственности на недвижимое имущество (что не связано с исполнением договора купли-продажи). Такое решение третейского суда затрагивает права и обязанности и иных, помимо сторон третейского разбирательства, лиц, для которых оно (решение) не является обязательным.

Согласно ст. 118 Конституции РФ правосудие в Российской Федерации осуществляется только судом. Судебная власть осуществляется посредством конституционного, гражданского, административного и уголовного судопроизводства. Судебная система Российской Федерации устанавливается Конституцией РФ и Федеральным конституционным законом.

В силу Федерального конституционного закона Российской Федерации «О судебной системе в Российской Федерации» судебная власть в Российской Федерации осуществляется только судами в лице судей и привлекаемых в установленном законом порядке к осуществлению правосудия присяжных, народных и арбитражных заседателей. Никакие другие органы и лица не вправе принимать на себя осуществление правосудия. Судебная власть осуществляется посредством конституционного, гражданского, административного и уголовного судопроизводства (ст. 1). Правосудие в Российской Федерации осуществляется только судами, учрежденными в соответствии с Конституцией РФ и настоящим Федеральным конституционным законом. В Российской Федерации действуют федеральные суды, конституционные (уставные) суды и мировые судьи субъ-

ектов Российской Федерации, составляющие судебную систему Российской Федерации (ст. 4).

Решения третейского суда являются обязательными только для сторон третейского разбирательства, которые добровольно принимают на себя обязанность их исполнять (ст. 31 Закона о третейских судах, п. 32.5 Регламента третейского суда).

При неисполнении сторонами добровольно решения третейского суда оно может быть принудительно исполнено в порядке, установленном гл. 30 АПК РФ, гл. 47 ГПК РФ. То есть полномочиями по разрешению споров, вытекающих из вещных правоотношений, в том числе полномочиями по признанию права собственности, законодатель третейский суд не наделил.

Согласно п. 3 ст. 9, п. 1 ст. 13 Закона о государственной регистрации Учреждение юстиции проводит правовую экспертизу документов, проверку законности сделки, а также устанавливает основания для отказа или приостановления государственной регистрации прав, оно осуществляет проверку юридической силы правоустанавливающих документов, представленных на государственную регистрацию (п. 1 ст. 17 Закона о государственной регистрации). На момент вынесения Учреждением юстиции оспариваемого решения надлежащий правоустанавливающий документ Истцом на государственную регистрацию не был представлен, следовательно, отказ в регистрации правомерен.

Тем не менее в Обзоре судебной практики по гражданским делам Верховного Суда РФ<sup>170</sup> на вопрос о том, может ли решение третейского суда являться основанием для регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним, разъяснено следующее.

Статья 8 Гражданского кодекса РФ к основаниям возникновения гражданских прав и обязанностей относит, в частности, судебное решение, установившее права и обязанности (п. 3 ч. 1 ст. 8 ГК РФ). Согласно ч. 1 ст. 11 ГК РФ защиту нарушенных или оспоренных гражданских прав осуществляет в соответствии с подведомственно-

---

<sup>170</sup> Обзор судебной практики по гражданским делам Верховного Суда РФ за IV квартал 2004 г. Утвержден постановлением Президиума Верховного Суда РФ от 9 февраля 2005 г. Источник: Справочная правовая система «Гарант».

стью дел, установленной процессуальным законодательством, суд, арбитражный суд или третейский суд (далее – суд). Таким образом, в Гражданском кодексе РФ под судом подразумевается в том числе третейский суд, а следовательно, под судебным решением, являющимся основанием возникновения гражданских прав и обязанностей, – решение третейского суда.

Согласно ст. 17 Федерального закона «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21 июля 1997 г. одним из оснований для государственной регистрации прав являются судебные решения (абз. 6 п. 1 ст. 17 Закона), вступившие в законную силу.

В соответствии с ч. 1 ст. 32 Федерального закона «О третейских судах в Российской Федерации» от 24 июля 2002 г. после исследования обстоятельств дела третейский суд большинством голосов третейских судей, входящих в состав третейского суда, принимает решение. При этом данный Федеральный закон не содержит указания на вступление решения третейского суда в законную силу, которое исходя из положений ст. 31, 32 данного Федерального закона обязательно для спорящих сторон с момента его принятия.

Вместе с тем ст. 40 Закона о третейских судах предусмотрена возможность оспаривания сторонами решений третейских судов.

Если же решение третейского суда сторонами не оспаривается, то они принимают на себя обязанность добровольно исполнить решение, что позволяет им осуществить в том числе регистрацию прав на недвижимое имущество и сделок с ним путем предъявления названного решения в органы, осуществляющие такую регистрацию.

Применение же абз. 6 п. 1 ст. 17 Федерального закона «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21 июля 1997 г., исходя из буквального его толкования, приведет к ограничению выбора формы защиты субъективных прав.

Исходя из вышеизложенного, решение третейского суда является основанием для регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним. Однако если в результате такой регистрации будут нарушены права иных лиц, то они не лишены возможности оспорить ре-

шение третейского суда в соответствии с нормами, установленными гл. 46 ГПК РФ.

Из изложенного выше следует, что в настоящий момент судебная практика по данному вопросу неоднозначна. В связи с этим необходимо разрешить проблему официального толкования вопроса о том, что решение третейского суда является основанием для регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним.

Необоснованность судебных решений в части толкования понятия основополагающих принципов российского права.

Как следует из п. 3 ст. 239 АПК РФ и п. 2 ст. 46 Федерального закона «О третейских судах в Российской Федерации», одним из оснований отказа арбитражным судом в выдаче исполнительного листа на принудительное исполнение решения третейского суда является то, что решение третейского суда нарушает основополагающие принципы российского права. Также, как следует из п. 3 ст. 233 АПК РФ и ст. 42 Федерального закона «О третейских судах в Российской Федерации», одним из оснований для отмены решения третейского суда является нарушение решением третейского суда основополагающих принципов российского права. При этом в данных нормах не установлено, какие же принципы российского права являются основополагающими.

Следует отметить, что, как показывает арбитражная практика, в некоторых случаях суды отказывают в выдаче исполнительных листов и отменяют решения третейских судов на том основании, что решения третейских судов нарушают основополагающие принципы российского права, не разясняя, в чем состоят нарушения. В связи с этим соответствующие судебные акты отменяются вышестоящими инстанциями как необоснованные. Обратимся к практике применения данных норм.

К примеру, ООО «РТИ-Люкс» обратилось с заявлением о выдаче исполнительного листа на принудительное исполнение решения постоянно действующего третейского суда – Межрегионального арбитражного суда – о взыскании в пользу ООО «РТИ-Люкс» штрафа. Определением от 6 января 2004 г. арбитражным судом г. Москвы отказано в выдаче исполнительного листа на принудительное ис-

полнение названного решения третейского суда. При принятии данного определения суд руководствовался п. 2 ч. 3 ст. 239 АПК РФ. В апелляционном порядке дело не рассматривалось.

ООО «РТИ-Люкс» обратилось с кассационной жалобой на данное определение, обосновывая свою жалобу тем, что у арбитражного суда отсутствовали правовые основания для отказа в выдаче исполнительного листа на принудительное исполнение решения третейского суда в соответствии с п. 2 ч. 3 ст. 239 АПК РФ.

Суд кассационной инстанции пришел к выводу о том, что обжалуемое определение от 6 января 2003 г. подлежит отмене в связи со следующим.

Отказывая заявителю в выдаче исполнительного листа, арбитражный суд указал на ч. 3 ст. 55 Конституции РФ. Также, сославшись на ч. 1 ст. 333 ГК РФ, судом сделан вывод о том, что в данной норме заложена обязанность суда установить баланс между принимаемой к нарушителю мерой ответственности и отрицательными последствиями, наступившими для кредитора в результате нарушения обязательства.

В ст. 239 АПК РФ предусмотрены основания отказа в выдаче исполнительного листа на принудительное исполнение решения третейского суда. Судом в обжалуемом определении сделана ссылка на п. 2 ч. 3 ст. 239 АПК РФ, устанавливающий, что арбитражный суд отказывает в выдаче исполнительного листа на принудительное исполнение решения третейского суда, если решение третейского суда нарушает основополагающие принципы российского права. При этом из данной нормы следует, что такой отказ возможен, если суд установит такое нарушение.

Указав на данное основание, предусмотренное ст. 239 АПК РФ, суд в определении от 6 января 2004 г. не привел основополагающий принцип российского права, который нарушается исполнением решения третейского суда от 3 марта 2003 г. Поскольку данный принцип не сформулирован судом, нельзя признать, что вывод суда о на-

личии данного основания для отказа в выдаче исполнительного листа основан на фактических обстоятельствах дела и нормах права<sup>171</sup>.

Интересен также в данном случае и другой пример.

ОАО «Кондитерский концерн «Бабаевский» (далее – Концерн), являясь должником в третейском разбирательстве, обратилось в Арбитражный суд г. Москвы с заявлением об отмене решения от 2 сентября 2003 г. Постоянно действующего третейского суда для разрешения экономических споров Российской правовой академии Министерства юстиции Российской Федерации, которым с Концерна взысканы в пользу Фонда правовых исследований Российской правовой академии Министерства юстиции Российской Федерации – истца в третейском разбирательстве – (далее – Фонд) убытки и судебные издержки. Заявление мотивировано тем, что оспариваемое решение третейского суда нарушает основополагающий принцип российского права – принцип законности, поскольку после проведения сверки расчетов в связи с расторжением договора о правовом обслуживании согласно акту сверки расчетов задолженность Концерна была перечислена Фонду, и с 11 апреля 2003 г. до момента подачи иска в третейский суд Фонд не оказывал Концерну каких-либо услуг и не выполнял никаких поручений по договору, поэтому взыскание упущенной выгоды не основано на законе.

Определением от 11 февраля 2004 г. заявление удовлетворено, отменено решение Постоянно действующего третейского суда для разрешения экономических споров РПА МЮ РФ от 2 сентября 2003 г. Определение мотивировано тем, что оспариваемое заявителем решение третейского суда нарушает основополагающие принципы российского права, включающие принципы российского гражданского права, которые основываются на равенстве участников регулируемых им отношений, неприкосновенности собственности, свободы договора, недопустимости произвольного вмешательства кого-либо в частные дела, а ст. 10 ГК РФ устанавливает презумпцию разумности действий и добросовестности участников гражданских

---

<sup>171</sup> Извлечение из постановления Федерального арбитражного суда Московского округа от 1 апреля 2004 г. № КГ-А40/1707-04. Источник: Справочная правовая система «Гарант».

правоотношений. Суд сослался на то, что гражданское законодательство возлагает бремя доказывания неразумности действий и недобросовестности одного из участников гражданского правоотношения на того участника правоотношения, который полагает, что его право нарушено. В противном случае может возникнуть ситуация, когда судебную защиту получит несуществующее право; принцип равенства участников предполагает и отнесение на них в равной мере возможных отрицательных имущественных последствий осуществления предпринимательской деятельности.

На указанное определение Фондом была подана кассационная жалоба. Кассационная инстанция данное определение отменила, в том числе руководствуясь следующим. Вывод о том, что решение третейского суда нарушает основополагающие принципы российского права, сделан судом посредством цитирования норм ст. 1, 2 и 10 ГК РФ. При этом суд, высказавшись о возможности защиты несуществующего права, указал, что «все изложенное может быть отнесено и к заключенному сторонами договору на правовое обслуживание, работу по которому заявитель в течение определенного периода времени не предоставлял, но арбитражный суд не вправе пересматривать решение третейского суда по существу». Из этого не следует, что суд четко высказался о том, какие основополагающие принципы российского права нарушает решение третейского суда, в чем заключается это нарушение, поскольку суд, с одной стороны, сделал вывод о том, что решение третейского суда нарушает основополагающие принципы российского права, а с другой – адресовал свои выводы к договору на правовое обслуживание с вышеуказанной оговоркой о невозможности пересмотра решения по существу.

В соответствии с п. 2 ст. 42 Федерального закона «О третейских судах в Российской Федерации» и п. 2 ч. 3 ст. 233 АПК РФ решение третейского суда отменяется, если арбитражный суд установит, что 1) спор, рассмотренный третейским судом, не может быть предметом третейского разбирательства в соответствии с федеральным законом; 2) решение третейского суда нарушает основополагающие принципы российского права. В приведенных нормах указаны так называемые публичные основания, при обнаружении которых суд

обязан отменить решение третейского суда при любых обстоятельствах, независимо от доводов, приведенных заявителем, оспаривающим решение третейского суда.

Статья 18 Федерального закона «О третейских судах в Российской Федерации» к основополагающим принципам российского права относит принципы законности, конфиденциальности, независимости и беспристрастности третейских судей, диспозитивности, состязательности и равноправия сторон. В числе гражданско-правовых принципов следует назвать принципы неприкосновенности собственности, свободы договора, диспозитивности, запрета злоупотребления правом и др. Суду следовало установить, какие основополагающие принципы российского права нарушены при производстве по делу в третейском суде и собственно решением третейского суда. Таких выводов определение от 11 февраля 2004 г. не содержит<sup>172</sup>.

### *3.3.2. Кодексы корпоративного управления российских компаний*

В последние годы многие российские компании приняли кодексы корпоративного управления. Это связано как со стремлением к совершенствованию корпоративного управления в соответствующих компаниях, так и с установлением законодательных требований (см. раздел 2.2), обязывающих часть акционерных обществ раскрывать информацию о соблюдении или несоблюдении Кодекса корпоративного поведения.

Как показали проведенные исследования, в настоящее время многие компании принимают собственные кодексы корпоративного поведения или аналогичные по содержанию документы. В частности, как показало исследование «Готовность российских компаний к внедрению рекомендаций кодекса корпоративного поведения», проведенное Российским институтом директоров и Ассоциацией менеджеров при поддержке Федеральной комиссии по рынку ценных

---

<sup>172</sup> Извлечение из постановления Федерального арбитражного суда Московского округа от 1 апреля 2004 г. № КГ-А40/2124-04. Источник: Справочная правовая система «Гарант».

бумаг (см. (Костиков, 2003)), на вопрос «Имеет ли ваша компания собственный кодекс корпоративного поведения или аналогичный по содержанию документ?» 18,9% опрошенных респондентов ответили положительно, 35,8% – что принятие кодекса есть в планах компании, 28,4% – что кодекс находится в процессе разработки, 3,2% – что кодекс находится в процессе утверждения, отрицательно же на данный вопрос ответили 3,2% респондентов.

Следует также отметить, что выход некоторых российских компаний на зарубежные рынки ценных бумаг привел к тому, что кодексы корпоративного управления соответствующих компаний разработаны в соответствии как с рекомендациями российского Кодекса корпоративного поведения и требованиями российского корпоративного законодательства, так и с положениями соответствующего иностранного законодательства. В частности, Кодекс корпоративного управления ОАО «Ростелеком»<sup>173</sup> разработан в том числе на основе требований Комиссии США по ценным бумагам и фондовым биржам и требований листинга Нью-Йоркской фондовой биржи и российских бирж.

В то же время кодексы корпоративного управления некоторых российских компаний основываются также на Принципах корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) – как, например, Кодекс корпоративного управления ОАО «Ростелеком» или Кодекс корпоративного управления (свод правил) ОАО «ЦентрТелеком»<sup>174</sup>.

Однако, хотя многие компании и утверждают Кодексы корпоративного поведения, положения, закрепленные в них, часто носят общий и декларативный характер. Лишь в немногих компаниях кодексы являются действительно эффективными документами, которые активно используются в целях улучшения корпоративного управления.

---

<sup>173</sup> Утвержден на заседании совета директоров ОАО «Ростелеком» от 28 апреля 2004 г.. Протокол № 5. Размещен на сайте [www.rostelecom.ru](http://www.rostelecom.ru)

<sup>174</sup> Утвержден Советом директоров ОАО «ЦентрТелеком». Протокол № 27 от 20 февраля 2004 г. Размещен на сайте [www.centrtelcom.ru](http://www.centrtelcom.ru)

К примеру, как следует из Преамбулы Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России»<sup>175</sup>, РАО «ЕЭС России» приняло на себя обязательство следовать в своей деятельности изложенным в кодексе компании принципам и прилагать все разумные усилия для их соблюдения компанией в своей повседневной деятельности. При этом кодекс является сводом добровольно принятых на себя обязательств участников корпорации, включая акционеров, членов совета директоров и Правления РАО «ЕЭС России». Тем не менее многие положения Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России» носят общий характер, и из них отнюдь не следует, что компания действительно принимает на себя какие-либо обязательства и что-либо гарантирует. К примеру, как следует из подп. 5.6 указанного кодекса, «для решения отдельных задач, стоящих перед компанией, совет директоров РАО «ЕЭС России» может создавать комитеты». Следовательно, создание комитетов является не обязанностью, а правом совета директоров компании.

Декларативный характер носит и другое положение, закрепленное в указанном выше кодексе, в соответствии с которым акционеры РАО «ЕЭС России» несут бремя ответственности друг перед другом, перед компанией, иными заинтересованными лицами за долгосрочную стабильность и прибыльность компании. В этой связи акционеры не должны предпринимать действия, способные подорвать долгосрочную прибыльность компании, не должны оказывать давления на совет директоров и Правление РАО «ЕЭС России» с тем, чтобы вынудить реализовывать цели таких акционеров за счет других акционеров. В данном случае следует отметить, что закрепление указанного положения в Кодексе корпоративного управления не означает, что все акционеры компании будут ему следовать и не будут предпринимать указанные выше действия (см. *(Радыгин, Гон-тмахер, Межераунс, Турунцева, 2004)*).

Характерным для многих кодексов корпоративного управления российских компаний является излишняя перегруженность не только декларативными нормами и принципами, но также терминами,

---

<sup>175</sup> Размещен на сайте [www.rao-ees.ru](http://www.rao-ees.ru)

цель закрепления которых в кодексах не совсем ясна. В частности, ярким примером является Кодекс корпоративной этики и поведения ОАО «Чепецкий механический завод»<sup>176</sup>, в тексте которого содержатся следующие определения:

«Правильное действие – действие, отвечающее требованиям действующего законодательства, общественных и нравственных норм и дающее положительный результат.

Полезное действие – действие, направленное на извлечение пользы для субъектов корпоративной этики.

Долг – нравственное обязательство субъекта корпоративной этики, направленное на создание наибольшей ценности или извлечение наибольшей пользы для Общества и акционеров.

Обязанность – осуществление действия, исполнение которого определяется законодательством, внутренними документами Общества и которое направлено на создание благоприятных последствий для внешней среды.

Правило поведения – рекомендация, устанавливающая механизм и порядок действий, включая рассмотрение возможных альтернатив с целью выбора наилучшего из возможных способов поведения, направленного на получение наибольшего общего положительного результата».

По нашему мнению, включение подобных положений в кодексы корпоративного управления является излишним.

Анализ отдельных кодексов корпоративного управления российских компаний показывает, что в них достаточно часто содержатся общие положения по тем или иным вопросам. При этом, как правило, российские компании избегают в кодексах корпоративного управления принимать на себя повышенные по сравнению с требованиями законодательства обязательства.

В частности, ни в одном из рассматриваемых кодексов корпоративного управления российских компаний не установлен исчерпывающий перечень дополнительной информации, подлежащей пре-

---

<sup>176</sup> Принят советом директоров ОАО «Чепецкий механический завод». Протокол № 56 от 8 сентября 2004 г. Размещен на сайте [www.chmz.net](http://www.chmz.net)

доставлению акционерам при подготовке к проведению общего собрания акционеров.

Также в кодексах корпоративного управления отдельных российских компаний изложены, как правило, общие требования к членам совета директоров, а детальные требования к членам совета директоров, их образованию, квалификации и др. отсутствуют.

В частности, в соответствии с Кодексом корпоративного поведения ОАО НПО «Сатурн»<sup>177</sup> требования к кандидатам в совет директоров будут определяться таким образом, чтобы в состав совета директоров входили лица, обладающие хорошей профессиональной и личной репутацией, способные внести свой уникальный вклад в его работу и умеющие работать для достижения общего результата. При этом «член совета директоров, действуя в качестве такового, должен:

- осуществлять свою деятельность честно и ответственно в интересах всех акционеров и компании в целом;
- обладать достаточным количеством времени для эффективного исполнения своих обязанностей члена совета директоров;
- высказывать свое независимое мнение и отстаивать его, если он полагает, что это отвечает интересам компании;
- с момента избрания перестать быть представителем интересов только какого-либо одного лица или группы лиц и действовать в интересах всех акционеров и компании в целом;
- раскрывать честно и в полном объеме информацию о своей заинтересованности в заключении компанией сделок;
- в случае если это необходимо для решения вопросов в рамках работы в совете директоров, повышать свою квалификацию».

Причем в Кодексе корпоративного поведения ОАО НПО «Сатурн», например, четко не определяется, что следует понимать под «достаточным количеством времени», которое член совет директоров должен уделять исполнению своих полномочий, не установлены также механизмы реализации требования, в соответствии с которым член совета директоров с момента избрания должен перестать быть

---

<sup>177</sup> Утвержден 10 декабря 2002 г. Размещен на сайте [www.amr.ru](http://www.amr.ru).

представителем интересов только какого-либо одного лица или группы лиц, а также порядок повышения квалификации членов совета директоров.

В Кодексе корпоративного управления РАО «ЕЭС России» также установлены требования к членам совета директоров компании. Член совета директоров должен:

- осуществлять свою деятельность честно и ответственно в интересах всех акционеров и компании в целом;
- обладать достаточным количеством времени для эффективного исполнения своих обязанностей члена совета директоров;
- высказывать свое независимое мнение и отстаивать его, если он полагает, что это отвечает интересам компании;
- раскрывать честно и в полном объеме информацию о своей заинтересованности в заключении компанией сделок;
- в случае если это необходимо для решения вопросов в рамках работы в совете директоров РАО «ЕЭС России», повышать свою квалификацию.

При этом, хотя положениями Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России» и установлено, к примеру, что член совета директоров должен обладать достаточным количеством времени для эффективного исполнения своих обязанностей, а также при принятии решения о совмещении должностей в органах управления других организаций должен исходить из того, что, только располагая достаточным количеством времени, он сможет надлежащим образом исполнять функции члена совета директоров РАО «ЕЭС России», тем не менее в кодексе не установлено предельное «количество организаций», в которых член совета директоров может занимать должности в органах управления общества и одновременно эффективно осуществлять свои обязанности в совете директоров РАО «ЕЭС России». Другие требования к членам совета директоров в рассматриваемом кодексе изложены также в самом общем виде.

В то же время в некоторых случаях российские компании устанавливают в соответствующих кодексах корпоративного управления повышенные обязательства по сравнению с требованиями законодательства.

В частности, например, в Кодексе корпоративного управления Сбербанка России<sup>178</sup> установлен более длительный – по сравнению с установленным законодательством – срок публикации сообщения о проведении общего собрания акционеров: публикация сообщения о проведении собрания осуществляется в соответствии с требованиями законодательства, но не позже чем за 30 дней до проведения собрания (аналогичный срок публикации, как было указано выше, установлен российским Кодексом корпоративного поведения).

Также, например, как следует из Кодекса корпоративного поведения ОАО «Научно-производственная корпорация «Иркут»»<sup>179</sup>, «помимо определенного законом перечня лиц, имеющих право созыва заседаний совета директоров Общества, корпорация «Иркут» наделяет таким правом акционеров – владельцев не менее 2% акций Общества, а также исполнительные органы дочерних и зависимых обществ корпорации «Иркут» на основании решений совета директоров указанных предприятий».

Кроме того, в целях обеспечения максимального учета мнения всех членов совета директоров корпорации «Иркут» при принятии решений по наиболее важным вопросам деятельности Общества корпорация «Иркут» установила в Кодексе корпоративного поведения более высокие, чем предусмотренные действующим законодательством, требования к кворуму. В частности, для принятия решений по ряду вопросов, включая вопросы подготовки рекомендаций по размеру дивидендов, выплачиваемых по результатам I квартала, полугодия, 9 месяцев финансового года и (или) по результатам финансового года и др., кворум должен составлять квалифицированное большинство в 2/3 числа избранных членов совета директоров Общества.

При этом в некоторых случаях компании даже пытаются в кодексах корпоративного управления устранить пробелы, существующие в действующем законодательстве. В частности, как было указано выше в настоящей работе (см. раздел 2.2), ни в действующем зако-

---

<sup>178</sup> Утвержден общим собранием акционеров компании в июне 2002 г. Размещен на сайте [www.sbrf.ru](http://www.sbrf.ru).

<sup>179</sup> Кодекс размещен на сайте [www.nccg.ru](http://www.nccg.ru)

нодательстве, ни в положениях Кодекса корпоративного поведения не предусмотрена процедура доведения сведений о заинтересованности членами совета директоров до общества. А в Кодексе корпоративного управления РАО «ЕЭС России» установлен порядок доведения до компаний сведений о своей заинтересованности членами совета директоров. В соответствии с кодексом при первом вступлении в должность член совета директоров РАО «ЕЭС России» также подписывает письмо-представление об операциях с аффилированными (связанными) сторонами, содержание которого определяется действующими требованиями представления информации в регулирующие органы, а также требованиями раскрытия информации в бухгалтерской отчетности по российским и международным стандартам. В последующем такое письмо-представление должно также подписываться на 31 декабря каждого года нахождения в этой должности.

Текст обязательства члена совета директоров РАО «ЕЭС России», процедуры вступления в должность, ознакомления с делами и процессами деятельности, прекращения полномочий в случае переизбрания, как досрочного, так и очередного, порядок добровольного сложения полномочий членом совета директоров, порядок созыва и проведения заседаний совета директоров определяются внутренним документом РАО «ЕЭС России», разрабатываемым советом директоров. Тем не менее указанные выше положения Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России» – это скорее исключение. Как правило, ни в кодексах корпоративного управления, ни во внутренних документах российских компаний порядок доведения соответствующих сведений до заинтересованных членов совета директоров не предусмотрен.

Позитивной тенденцией является также то, что некоторые российские акционерные общества, осознавая важность регулирования использования информации, составляющей коммерческую и служебную тайну, и инсайдерской информации, и величину ущерба, которую может нанести ненадлежащее ее использование, самостоятельно принимают меры, направленные на регулирование и предотвращение несанкционированного использования указанной инфор-

мации. Некоторые российские компании включают соответствующие положения в локальные кодексы корпоративного управления. Так, инсайдерской информации в Кодексе корпоративного управления ОАО «Газпром»<sup>180</sup> посвящен целый раздел. Там, в частности, дано определение инсайдерской информации, в качестве которой признается существенная информация о деятельности общества, акциях и других ценных бумагах Общества и сделках с ними, которая не является общедоступной и раскрытие которой может оказать существенное влияние на рыночную стоимость акций и других ценных бумаг Общества. Также, как указано в Кодексе корпоративного управления (поведения) ОАО «Газпром», в компании должен осуществляться контроль за использованием инсайдерской информации, в том числе путем принятия внутреннего документа по использованию инсайдерской информации. Причем при заключении договоров с должностными лицами и работниками компании они принимают на себя обязательство о неразглашении инсайдерской информации.

К примеру, в Кодексе корпоративного управления РАО «ЕЭС России»<sup>181</sup> предусмотрено лишь, что совет директоров и Правление РАО «ЕЭС России» по мере необходимости определяют состав инсайдерской информации и порядок осуществления сделок с ее использованием, при этом конкретных механизмов по противодействию использованию конфиденциальной и инсайдерской информации в указанном Кодексе корпоративного управления не предусмотрено.

Также в соответствии с Кодексом корпоративного поведения ОАО «Научно-производственная корпорация «Иркут»» «для защиты государственных и своих интересов корпорация «Иркут» устанавливает перечень информации, составляющей государственную, коммерческую и служебную тайну. Условия доступа к такой информации определяются Положением корпорации «Иркут» по работе с инсайдерской информацией и информацией, составляющей коммер-

---

<sup>180</sup> Утвержден годовым общим собранием акционеров ОАО «Газпром», протокол № 1 от 28 июня 2002 г. Размещен на сайте [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru).

<sup>181</sup> Размещен на сайте [www.rao-ees.ru](http://www.rao-ees.ru)

ческую или служебную тайну, и устанавливаются с учетом необходимости соблюдения разумного баланса между открытостью Общества и стремлением не нанести ущерб его интересам».

Также положительным является и то, что некоторые российские компании предпринимают определенные действия, направленные на предупреждение конфликта интересов членов исполнительных органов общества.

Как было указано выше, одной из особенностей российского Кодекса корпоративного поведения является наличие в нем главы, посвященной урегулированию корпоративных конфликтов. При этом данная глава кодекса носит декларативный характер. В то же время позитивным является то, что некоторые компании включили в свои кодексы корпоративного управления положения, касающиеся урегулирования корпоративных конфликтов. Тем не менее они также носят общий характер. Например, в соответствии с Кодексом корпоративного поведения ОАО НПО «Сатурн» компания «признает, что эффективность работы по предупреждению и урегулированию корпоративных конфликтов предполагает максимально полное и скорейшее выявление таких конфликтов, а также четкую координацию действий всех органов общества по их урегулированию. ОАО «НПО «Сатурн»» выступает за такой порядок работы органов общества по урегулированию корпоративных конфликтов, при котором компетенция по разрешению споров должна быть четко разграничена в соответствии с компетенцией органов управления общества принимать решения по тем или иным вопросам. При этом лица, чьи интересы затрагивает или может затронуть конфликт, не должны принимать участия в его урегулировании. Общество посредством организации принятия и своевременного рассмотрения жалоб и предложений акционеров, имеющих претензии к обществу, будет стремиться урегулировать все спорные вопросы в досудебном порядке».

Более подробный порядок урегулирования корпоративных конфликтов содержится в Кодексе корпоративного управления (свод правил) ОАО «ЦентрТелеком». В соответствии с указанным кодексом, в частности, «если предметом корпоративного конфликта является вопрос, относящийся к компетенции совета директоров Обще-

ства либо единоличного исполнительного органа, совет директоров для разрешения данного конфликта использует Комитет совета директоров по корпоративному управлению либо создает временный Комитет по урегулированию корпоративных конфликтов. В случае возникновения корпоративного конфликта между акционерами Общества, способного затронуть интересы самого Общества, либо других его акционеров, орган Общества, ответственный за рассмотрение данного спора, решает вопрос о том, затрагивает ли данный спор интересы Общества или других его акционеров и будет ли его участие способствовать разрешению корпоративного конфликта. С согласия акционеров, являющихся сторонами корпоративного конфликта, органы Общества (их члены) могут участвовать в переговорах между акционерами, предоставлять акционерам имеющуюся в их распоряжении и относящуюся к конфликту информацию и документы, разъяснять нормы акционерного законодательства и положения внутренних документов Общества, давать советы и рекомендации акционерам, готовить проекты документов об урегулировании конфликтов для их подписания акционерами, от имени Общества в пределах своей компетенции принимать обязательства перед акционерами в той мере, в какой это может способствовать урегулированию конфликта. В случае невозможности урегулирования корпоративного конфликта между Обществом и акционером (группой акционеров) или между акционерами Общества иным способом рассмотрение спора может быть перенесено в третейский суд, определяемый по соглашению сторон».

В заключении данного раздела хотелось бы отметить, что в последнее время российские компании достаточно активно разрабатывают и утверждают кодексы корпоративного управления. Это вызвано, как указано выше, как развитием российского корпоративного законодательства, устанавливающего все более жесткие нормы корпоративного управления, так и желанием самих компаний усовершенствовать корпоративное управление, а также стать более «дружественными» и прозрачными по отношению к акционерам. Причем если первые кодексы корпоративного управления, принимаемые российскими компаниями, содержали в основном формальные и

декларативные нормы и принципы, то в последнее время, как было указано выше, наметились позитивные тенденции в данном направлении. А именно отдельные компании все чаще включают в свои кодексы корпоративного управления повышенные требования по сравнению с требованиями, установленными действующим законодательством, а в некоторых случаях даже пытаются на локальном уровне урегулировать пробелы, содержащиеся в действующем корпоративном законодательстве. В связи с изложенным выше кодексы корпоративного управления из формальных декларативных документов постепенно превращаются в важный внутренний документ, который способствует развитию корпоративного управления в российских компаниях, а также направлен на установление слаженной системы корпоративного управления.

### *3.3.3. Независимые директора*

#### **3.3.3.1. Институт независимых директоров в мировой практике**

Практика назначения независимых директоров в составы совета директоров акционерных обществ достаточно давно распространена в мире. Это связано прежде всего с тем, что совет директоров является органом управления, в процессе деятельности которого постоянно возникает конфликт интересов, и для более эффективной деятельности совета директоров необходимо, чтобы часть его членов обладала необходимой независимостью и беспристрастностью.

Обратимся к понятию «независимые директора», а также к требованиям, предъявляемым к независимым директорам, установленным в международной практике корпоративного управления.

В соответствии с Принципами корпоративного управления ОЭСР правление<sup>182</sup> должно рассмотреть вопрос о возложении на достаточ-

---

<sup>182</sup> Понятие «правления» (или «board») в данном случае аналогично понятию «совет директоров (наблюдательный совет)», принятому в российском законодательстве. Как указывается в Аннотациях к Принципам корпоративного управления ОЭСР, в некоторых странах существуют двухзвенные органы управления, в которых функции надзора и управления возлагаются на разные органы. В таких системах, как правило, существуют «наблюдательный совет», в состав которого входят лица, не занимающие административных должностей, и «управляющий орган», состоящий

ное количество своих членов, не занимающих в корпорации административных должностей, способных выносить независимые суждения, решение вопросов, которые могут привести к возникновению конфликта интересов. Примерами таких ключевых обязанностей могут быть финансовая отчетность, выдвижение, а также вознаграждения должностным лицам и членам правления.

Как следует из Принципов и рекомендаций Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (European Association of Securities Dealers Principles & Recommendations<sup>183</sup>), достаточное количество членов совета директоров должны быть независимыми. При этом под независимыми в данном случае понимаются директора, независимые от менеджмента компании, контролирующих акционеров, а также не являющиеся сотрудниками, поставщиками компании, не оказывающие услуги компании, а также группе, в которую входит соответствующая компания.

С целью предотвращения конфликта интересов, который может возникнуть у независимых директоров, в названных Принципах и рекомендациях указывается, что независимый директор может владеть некоторым количеством акций компании, в совете директоров которой он состоит. Тем не менее он не должен участвовать в опционных или пенсионных программах.

При этом независимые директора согласно Принципам и рекомендациям должны составлять большинство во всех комитетах совета директоров, деятельность которых тем или иным образом может быть связана с конфликтом интересов. Причем председателем комитетов по аудиту и назначениям должен быть обязательно независимый директор.

Следует отметить, что достаточно большое количество стран закрепило в кодексах корпоративного управления понятие независи-

---

исключительно из должностных лиц компании. В других странах действует «единый» орган управления, в котором представлены лица, как занимающие, так и не занимающие административные должности в компании. Принципы ОЭСР носят достаточно общий характер, чтобы их можно было применить к любой структуре правления, на которую возложены функции управления предприятием и контроля за администрацией.

<sup>183</sup> Приняты в мае 2000 г., размещены на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

мого директора. Так, например, в соответствии с Кодексом корпоративного управления, действующим в *Италии* (Corporate Governance Code), независимый директор:

- не должен прямо, косвенно или от имени третьих лиц иметь какие-либо деловые взаимоотношения с компанией, ее дочерними компаниями, исполнительными директорами либо акционером или группой акционеров, которая контролирует компанию, либо существенным образом влиять на решения, принимаемые ими;
- не должен прямо, косвенно или от имени третьих лиц владеть количеством акций, позволяющим контролировать компанию или оказывать существенное влияние на нее, либо вступать в соглашение с другими акционерами, которое приведет к получению контроля над компанией;
- не является прямым родственником исполнительных директоров компании или иных лиц в случаях, указанных в предыдущем пункте. Независимость директоров должна проверяться советом директоров на регулярной основе либо по факту предоставления какой-либо связанной с этим информации третьим лицом. Результаты таких проверок должны сообщаться участникам рынка ценных бумаг.

В соответствии с положениями «Рекомендаций по установлению наилучшего корпоративного управления в *Дании*» («Corporate Governance in Denmark – recommendations for good corporate governance in Denmark») независимый директор не должен:

- быть работником компании или быть нанятым компанией в течение последних 5 лет;
- быть членом исполнительных органов управления компании;
- быть профессиональным консультантом компании или наемным работником компании или иметь какой-либо финансовый интерес в компании, которая является профессиональным консультантом компании;
- иметь какой-либо иной стратегический интерес в компании, которая является ее акционером.

В *Бельгии*<sup>184</sup> под независимыми директорами понимаются неисполнительные директора, независимые от исполнительных органов управления общества и от основного акционера, а также не имеющие деловых или каких-либо иных взаимоотношений с компанией, которые могут повлиять на принятие указанными директорами независимых решений. Решение о том, удовлетворяет ли тот ли иной директор признакам независимости, принимает совет директоров. Информация о независимости директоров раскрывается в ежегодном отчете.

Бельгийская комиссия по корпоративному правлению придерживается мнения, что директор считается независимым в случае, если он:

- не является и не являлся членом исполнительных органов или совета директоров компании или связанных с ней компаний (дочерних компаний и др.) в течение предыдущего года;
- не имеет семейных связей с исполнительными директорами, которые могут повлиять на независимость принимаемых директором решений;
- не является и не являлся членом исполнительного органа или совета директоров компании – основного акционера, а также не имеет деловых, финансовых и других взаимоотношений с основным акционером;
- не является поставщиком компании и не оказывает ей услуги, которые могут повлиять на независимость принимаемых им/ей решений, а также не является работником компании, оказывающей консультационные услуги компании;
- не связан какими-либо иными отношениями с компанией, которые, по мнению совета директоров, могут по своей природе повлиять на независимость его/ее суждений.

В соответствии с «Рекомендациями по корпоративному управлению», утвержденными Комиссией по корпоративному управлению

---

<sup>184</sup> В соответствии с принятыми нормами корпоративного управления в бельгийских компаниях, имеющих листинг на бирже, а именно «Рекомендациями сообщества рынка ценных бумаг, Брюссельской фондовой биржи», разработанными бельгийской комиссией по корпоративному управлению в декабре 1998 г.

во Франции («Recommendations on corporate governance» adopted by Commission on corporate governance (AFG-ASFI)), основным критерием для определения независимости директоров является отсутствие у них конфликта интересов. Независимый директор, по мнению Комиссии по корпоративному управлению Франции, – это директор:

- у которого отсутствуют прямые или косвенные связи с компанией или соответствующей группой компаний;
- который не является и не являлся работником компании, председателем совета директоров, а также генеральным директором компании или любой из компаний, входящих в группу компаний;
- который не является основным акционером как компании, так и любой из компаний, входящих в группу, а также не должен быть каким-либо образом связан с основным акционером;
- который не должен быть каким-либо образом связан с партнерами группы компаний или любой компании, входящей в группу.

Достаточно жесткие правила в отношении наличия независимых директоров в составе советов директоров компаний, имеющих листинг, установлены в США на законодательном уровне, а именно принятым в 2002 г. актом Сарбейнса-Оксли (см. Обзор основных положений закона Сарбейнса-Оксли от 2002 г. (2002)). В соответствии с этим актом все члены комитета по аудиту совета директоров должны быть независимыми. Для обеспечения независимости членов комитета по аудиту им запрещается принимать от эмитента какую-либо плату за консультации или советы либо иные формы вознаграждения, а также иметь какие-либо взаимоотношения с эмитентом или его дочерними предприятиями, за исключением тех, которые связаны с выполнением ими функций в качестве членов совета директоров или любого из его комитетов. Если в компании не создан комитет по аудиту, то его функции вменяются совету директоров, все члены которого должны соответствовать условию полной независимости и другим критериям, установленным для комитетов по аудиту.

При этом, для того чтобы считаться независимым, член совета директоров, входящий в комитет по аудиту эмитента, не может иначе как для выполнения им своих обязанностей в качестве члена комитета по аудиту совета директоров либо другого комитета совета директоров:

- принимать вознаграждение за оказание консалтинговых услуг от эмитента;
- или быть аффилированным с эмитентом либо его подразделениями.

Следует также отметить, что согласно Правилам корпоративного управления, утвержденным Нью-Йоркской фондовой биржей<sup>185</sup>:

1) директор рассматривается в качестве независимого до тех пор, пока у него нет никаких материальных взаимоотношений с компанией, имеющей листинг (как прямых, так и в качестве партнера, акционера либо служащего компании, у которой есть какие-либо отношения с соответствующей компанией). При этом компании должны определить, какие директора являются независимыми, и раскрыть основания для признания их независимыми;

2) также директор не может рассматриваться в качестве независимого в случае, если:

а) он является или был в течение последних трех лет сотрудником соответствующей компании, либо если ближайшие члены его семьи являются или были в течение последних 3 лет сотрудниками компании;

б) он либо один из ближайших членов его семьи получал в течение любых 12 месяцев за трехгодичный период более 100 000 долларов в качестве прямой компенсации от компании за какие-либо иные услуги. При этом в качестве такой компенсации не могут рассматриваться вознаграждение, выплаченное ему за осуществление функций директора либо члена комитета, пенсия или иные формы отсроченной компенсации (deferred compensation) за ранее оказанные услуги;

---

<sup>185</sup> Section 303A Corporate governance rules as of November 3 2004 adopted by New York Stock Exchange. [www.nyse.com](http://www.nyse.com)

в) он либо ближайшие члены его семьи являются партнерами фирмы, осуществляющей внутренний или внешний аудит соответствующей компании;

- он является сотрудником указанной аудиторской фирмы;
- ближайший член его семьи является сотрудником названной фирмы, а также непосредственно участвует в оказании аудиторских услуг, проверки выполнения налоговых требований (за исключением оказания услуг по налоговому планированию);
- он либо ближайший член его семьи был в течение последних 3 лет (но более не является) партнером либо сотрудником указанной аудиторской фирмы и осуществлял аудит соответствующей компании в течение данного периода времени;

г) он либо ближайший член его семьи является или являлся в течение последних 3 лет должностным лицом, осуществляющим исполнительные функции (executive officer) в компании, в которой в то же самое время работают или работали в качестве членов комитета по компенсациям действующие должностные лица, осуществляющие исполнительные функции в компании;

д) он является сотрудником либо ближайший член его семьи является действующим должностным лицом, выполняющим исполнительные функции в компании, которая платила либо которой платила соответствующая компания, имеющая листинг, за какое-либо имущество либо за оказание услуг в размере, который в течение любых из последних 3 фискальных лет превысил 1 млн долларов либо 2% консолидированного валового дохода компании.

Из приведенных выше примеров видно, что понятие независимого директора присутствует в системах корпоративного управления многих развитых стран. Кроме того, в некоторых странах требования, связанные с независимыми директорами в советах директоров акционерных обществ, являются законодательно закрепленными и обязательными.

Многие страны с переходной экономикой пришли к выводу о необходимости введения требования, согласно которому определенная

часть членов совета директоров должна быть независимой от компании и ее акционеров.

Различные кодексы лучшей практики настоятельно рекомендуют присутствие в составе советов директоров разумного числа независимых членов или директоров, не являющихся исполнительными лицами в компании, – числа достаточно большого, чтобы при решении наиболее принципиальных вопросов и в случае возникновения конфликта интересов этот орган смог сохранить свою независимость.

Тем не менее, несмотря на то, что рекомендации по избранию независимых директоров закреплены в кодексах корпоративного управления многих стран с переходной экономикой, практика показывает, что концепция «независимых» членов наблюдательного совета пока остается слишком новой, и она все еще не применяется в большинстве постсоциалистических стран, даже в самых крупных фирмах (табл. 3.1).

Таблица 3.1

### Институт независимых директоров в странах с переходной экономикой

Страна	Требования по наличию независимых директоров в составе Совета директоров
Албания	Нет
Болгария	Нет. (Кроме публичных компаний, где 1/3 состава наблюдательного совета должна быть независимой.)
Босния и Герцеговина	Нет
Венгрия	Нет
Македония	Нет
Польша	Нет Тем не менее Кодекс лучшей практики корпоративного управления <i>рекомендует</i> , чтобы в составе наблюдательного совета было 50% независимых членов (при этом по закону в наблюдательных советах акционерных обществ, 100% акций которых принадлежит государству, было 3/5 независимых членов).
Румыния	Нет
Словения	Нет
Чехия	Нет

Источник: Хаши, 2004.

### 3.3.3.2. Регулирование института независимых директоров в России

В *Федеральном законе «Об акционерных обществах»* дано определение независимого директора исключительно для целей предотвращения конфликта интересов при совершении сделок с заинтересованностью. В соответствии с п. 3 ст. 83 Закона «Об акционерных обществах» независимым директором признается член совета директоров общества, не являющийся и не являвшийся в течение одного года, предшествовавшего принятию решения:

- лицом, осуществляющим функции единоличного исполнительного органа общества, в том числе его управляющим, членом коллегиального исполнительного органа, лицом, занимающим должности в органах управления управляющей организации;
- лицом, супруг, родители, дети, полнородные и неполнородные братья и сестры, усыновители и усыновленные которого являются лицами, занимающими должности в указанных органах управления общества, управляющей организации общества либо являющимися управляющим общества;
- аффилированным лицом общества, за исключением члена совета директоров общества.

В российском *Кодексе корпоративного поведения*<sup>186</sup> установлены иные требования для признания директора независимым. В соответствии с положениями кодекса независимыми директорами рекомендуется признавать членов совета директоров:

1) не являвшихся в течение последних 3 лет и не являющихся должностными лицами (управляющими) или работниками общества, а также должностными лицами или работниками управляющей организации общества;

2) не являющихся должностными лицами другого общества, в котором любое из должностных лиц общества является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;

---

<sup>186</sup> Утвержден Распоряжением ФКЦБ от 4 апреля 2002 г. № 421-р «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения».

3) не являющихся аффилированными лицами должностного лица (управляющего) общества (должностного лица управляющей организации общества);

4) не являющихся аффилированными лицами общества, а также аффилированными лицами таких аффилированных лиц;

5) не являющихся сторонами по обязательствам с обществом, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10% и более совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров;

6) не являющихся крупными контрагентами общества (такими контрагентами, совокупный объем сделок общества с которыми в течение года составляет 10% и более балансовой стоимости активов общества);

7) не являющихся представителями государства.

Независимый директор по истечении 7-летнего срока исполнения обязанностей члена совета директоров общества не может рассматриваться как независимый.

Требования об избрании независимых директоров содержатся также в *Положении о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг*<sup>187</sup>.

В соответствии с п. 1.5 указанного Положения не менее 1/3 членов совета директоров фондовой биржи должны отвечать следующим требованиям:

- не являться на момент избрания и в течение 1 года, предшествующего избранию, должностными лицами или работниками фондовой биржи;
- не являться должностными лицами другого общества, в котором любое из должностных лиц фондовой биржи является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;

---

<sup>187</sup> Утверждено Приказом Федеральной службы по финансовым рынкам «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н.

- не являться супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц фондовой биржи;
- не являться аффилированными лицами фондовой биржи, за исключением члена совета директоров фондовой биржи;
- не являться сторонами по обязательствам с фондовой биржей, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10% и более совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров фондовой биржи;
- не являться представителями государства.

Указанные требования частично повторяют критерии, установленные Кодексом корпоративного поведения для независимых директоров. Следует отметить, что требование о наличии в составе совета директоров фондовой биржи, действующей в форме акционерного общества, не менее 1/3 независимых директоров можно оценить двойкой. С одной стороны, ФСФР, закрепляя данную норму, пыталось внедрить наилучшую практику корпоративного управления в деятельность фондовых бирж, действующих в форме акционерных обществ.

С другой стороны, указанное требование фактически противоречит действующему законодательству. Действительно, в соответствии со ст. 53 Федерального закона «Об акционерных обществах» акционеры (акционер), являющиеся *в совокупности владельцами не менее 2% голосующих акций общества, вправе выдвинуть* кандидатов в совет директоров для избрания на годовом общем собрании акционеров или внеочередном общем собрании акционеров, если предлагаемая повестка дня внеочередного общего собрания акционеров содержит вопрос об избрании членов совета директоров общества. При этом законом установлен исчерпывающий перечень случаев отказа во включении выдвинутых акционерами кандидатов в список кандидатур для голосования. Совет директоров вправе отказать во включении выдвинутых кандидатур в список кандидатур для голосования по выборам в совет директоров в случае, если:

- акционерами (акционером) не соблюдены сроки выдвижения кандидатов в совет директоров для избрания на общем собрании акционеров, установленные пп. 1, 2 ст. 53 Федерального закона «Об акционерных обществах»;
- акционеры (акционер) не являются владельцами 2% и более голосующих акций общества;
- предложение о выдвижении кандидатов в совет директоров не соответствует формальным требованиям, установленным пп. 3 и 4 ст. 53 Федерального закона «Об акционерных обществах».

Иных оснований для отказа советом директоров во включении кандидатов, выдвинутых акционерами, законом не предусмотрено.

Федеральным законом «Об акционерных обществах» (п. 2 ст. 66) предусмотрены следующие требования к «качественному» составу совета директоров акционерного общества:

- членом совета директоров может быть только физическое лицо;
- член совета директоров общества может не быть акционером общества;
- члены коллегиального исполнительного органа управления общества не могут составлять более 1/4 состава совета директоров;
- лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа, не может быть одновременно председателем совета директоров.

Иных требований к составу совета директоров в законе не содержится.

Таким образом, Федеральным законом «Об акционерных обществах» установлено право акционеров выдвигать и избирать в совет директоров лиц, отвечающих лишь указанным выше требованиям. При этом совет директоров не вправе отказать акционерам во включении выдвинутых ими кандидатур в список для голосования на общем собрании акционеров по причине того, что Приказом ФСФР установлены требования о наличии в составе совета директоров независимых директоров. Кроме того, в Федеральном законе «Об акционерных обществах» отсутствуют нормы, ограничивающие право

акционеров на выдвижение и выборы в состав совета директоров общества директоров, не попадающих под требования постановления «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг». При этом акционеров нельзя принудить выдвинуть и избрать в состав совета директоров кандидатов, которые им по каким-либо причинам неуютны, даже если это независимые директора, поскольку это будет считаться нарушением прав акционеров.

Из изложенного выше следует, что в Федеральном законе «Об акционерных обществах», регулирующем порядок создания и деятельности акционерных обществ и в том числе порядок образования и деятельности органов управления акционерных обществ, отсутствуют механизмы для реализации требования, установленного Приказом ФСФР «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», о том, что 1/3 совета директоров фондовой биржи – акционерного общества должна состоять из независимых директоров. Отсутствуют механизмы реализации данной нормы и в самом Положении о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг. Также, по своей сути, норма указанного Положения о том, что 1/3 членов совета директоров фондовой биржи должна состоять из независимых директоров, противоречит положениям о порядке выдвижения кандидатов в совет директоров и порядке избрания совета директоров, поскольку в самом законе каких-либо подобных ограничений и требований к составу совета директоров не предусмотрено. В соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» акционеры вправе избрать совет директоров по своему усмотрению, никто не вправе обязать акционеров избрать в состав совета директоров независимых членов, удовлетворяющих требованиям указанного Положения, поскольку, помимо указанного выше, Федеральный закон в любом случае по юридической силе выше Приказа ФСФР.

Таким образом, указанная выше норма Приказа ФСФР «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» фактически создает условия для нарушения Федерального закона «Об акционерных обществах», а также огра-

ничения прав акционеров на выдвижение и избрание в совет директоров членов исключительно по своему усмотрению (при анализе положения, закрепленного в п. 1.5 Приказа ФСФР «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» использованы доводы, приведенные в работе (*Радыгин, Гонтмахер, Межсераунс, Турунцева, 2004*)).

Кроме того, согласно указанному Положению о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг одним из требований, соблюдение которого является условием включения акций в котировальные списки «А» фондовой биржи, выступает требование, в соответствии с которым в совет директоров должно входить не менее 3 членов совета директоров, отвечающих следующим условиям:

- не являться на момент избрания и в течение 1 года, предшествующего избранию, должностными лицами или работниками эмитента (управляющего);
- не являться должностными лицами другого хозяйственного общества, в котором любое из должностных лиц этого общества является членом комитета совета директоров по кадрам и вознаграждениям;
- не являться супругами, родителями, детьми, братьями и сестрами должностных лиц (управляющего) эмитента (должностного лица управляющей организации эмитента);
- не являться аффилированными лицами эмитента, за исключением члена совета директоров эмитента;
- не являться сторонами по обязательствам с эмитентом, в соответствии с условиями которых они могут приобрести имущество (получить денежные средства), стоимость которого составляет 10% и более совокупного годового дохода указанных лиц, кроме получения вознаграждения за участие в деятельности совета директоров общества;
- не являться представителями государства, т.е. лицами, которые являются представителями Российской Федерации или субъектов Российской Федерации в совете директоров акционерных обществ, в отношении которых принято решение об использовании специального права («золотой акции»), и лица-

ми, избранными в совет директоров из числа кандидатов, выдвинутых Российской Федерацией, а также субъектом Российской Федерации или муниципальным образованием, если такие члены совета директоров должны голосовать на основании письменных директив (указаний и т.д.) соответственно субъекта Российской Федерации или муниципального образования.

Согласно данному Положению о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг одним из обязательных условий включения облигаций в котировальный список «А» фондовой биржи (за исключением эмитента, единственным участником (акционером) которого является Российская Федерация), а также включения акций в котировальный список «Б» фондовой биржи является наличие в составе совета директоров соответствующего эмитента не менее 1 члена совета директоров, отвечающего указанным выше условиям.

Указанные нормы Положения, как и требование о наличии независимых директоров в составе совета директоров фондовой биржи, прямо противоречат Федеральному закону «Об акционерных обществах», поскольку, как уже было указано выше, в Федеральном законе «Об акционерных обществах» отсутствуют нормы, ограничивающие право акционеров на выдвижение и выборы в состав совета директоров. При этом акционеров нельзя принудить выдвинуть и избрать в состав совета директоров кандидатов, которые им по каким-либо причинам неуютны, даже если это независимые директора, поскольку это будет считаться нарушением прав акционеров.

Таким образом, указанная выше норма, закрепленная в Приказе ФСФР «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», фактически создает условия для нарушения Федерального закона «Об акционерных обществах», а также для ограничения прав акционеров на выдвижение и избрание в совет директоров членов исключительно по своему усмотрению.

### **3.3.3.3. Практика внедрения института независимых директоров в России**

Некоторые российские компании последовали рекомендациям Кодекса корпоративного поведения и закрепили в своих кодексах корпоративного управления/поведения положения, касающиеся по-

рядка назначения и требований, предъявляемых к независимым директорам. Тем не менее в кодексах корпоративного управления некоторых компаний установлено иное понятие независимого директора, чем в Кодексе корпоративного поведения.

В частности, как следует из Кодекса корпоративного управления РАО «ЕЭС России», независимый член совета директоров РАО «ЕЭС России» не должен:

- быть представителем акционера – владельца 2% и более голосующих акций общества;
- быть связан с компанией какими-либо отношениями (трудовыми, договорными), кроме как участие в работе совета директоров и владение акциями компании в количестве, не превышающем 0,5% голосующих акций;
- оказывать РАО «ЕЭС России» и ее аффилированным лицам правовые, консультационные или иные платные услуги;
- быть связан с РАО «ЕЭС России» и ее аффилированными лицами трудовыми отношениями в течение 5 лет до момента избрания в совет директоров РАО «ЕЭС России» и в течение срока исполнения своих полномочий;
- быть представителем органов государственной власти.

Следует также отметить, что, хотя в кодексах некоторых компаний и установлены требования о наличии в составе совета директоров независимых директоров, четко определенных критериев независимости членов совета директоров не установлено. В частности, как следует из Устава корпоративного управления ОАО «Сибнефть»<sup>188</sup>, «независимые директора должны быть независимы от высшего руководства компании и свободны от всякого рода материальных ограничений и условностей, которые могут влиять на независимость их суждения. Независимые директора должны соответствовать определенному уровню, обладать опытом и знаниями в области глобальных промышленных проблем и международных рынков, в полной мере владеть финансовой и/или другой деловой информацией для того, чтобы иметь возможность внести наибольший

---

<sup>188</sup> Утвержден советом директоров ОАО «Сибнефть» в июле 1998 г. Размещен на сайте [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru).

вклад в развитие компании». При этом никаких четких критериев независимости в Уставе корпоративного управления ОАО «Сибнефть» не установлено.

В некоторых других кодексах критерии независимости установлены, но не установлено обязательное число независимых директоров в составе совета директоров – как, например, в Кодексе корпоративного поведения ОАО НПО «Сатурн». В нем лишь закреплено общее положение, в соответствии с которым «для обеспечения объективности принимаемых решений и поддержания баланса между интересами различных групп акционеров в состав совета директоров должны входить независимые директора»<sup>189</sup>.

Несмотря на указанные недоработки отдельных компаний в отношении положений, определяющих порядок избрания и деятельности независимых директоров, в последнее время в России достаточно активно ведется работа, направленная на практическое применение положений Кодекса корпоративного поведения, связанных с избранием в состав советов директоров компаний независимых директоров.

Так, в рамках Ассоциации по защите прав инвесторов в настоящее время реализуется программа по выдвижению независимых директоров в советы директоров российских компаний. Следует отметить, что практика выдвижения и избрания независимых директоров впервые была инициирована Ассоциацией по защите прав инвесторов (АПИ) в 1999 г., когда первый представитель, поддержанный голосами портфельных инвесторов, объединенных АПИ, вошел в совет директоров РАО «ЕЭС». В 2000 г. таких компаний, где были избраны представители инвесторов или независимые директора, стало 25, в 2001 г. – 39, в 2002 г. – 55 (*табл. 3.2*).

---

<sup>189</sup> Утвержден 10 декабря 2002 г. Размещен на сайте [www.arm.ru](http://www.arm.ru).

Таблица 3.2

**Сравнительные итоги выборов независимых директоров в 2000, 2001, 2002, 2003 гг.**

Год	Количество эмитентов, где выбраны НД/представители миноритарных акционеров	Количество директоров	Количество эмитентов, где кандидаты не избраны
2000	25	17	12
2001	39	23	17
2002	41 <sup>190</sup> (55)	33	19
2003	37	27	8

Источник: Филатов, 2004.

Также с 2001 г. действует Ассоциация независимых директоров, в рамках которой реализуется программа «Независимые директора», направленная на развитие и распространение практики работы независимых директоров. В рамках программы:

- проводится разработка комплекса стандартов и регламента работы независимых директоров;
- создаются эффективные механизмы обмена информацией между независимыми директорами и лицами, ответственными за их назначение;
- обеспечивается профессиональный рост независимых директоров;
- осуществляется информирование общественности о вопросах корпоративного управления, а также освещение положительной роли и вклада независимых директоров в совершенствование системы корпоративного управления.

Реализация программы проходит по следующим направлениям:

- программа исследований, охватывающая руководителей и независимых директоров;
- организация конференций, «круглых столов», совещаний;
- разработка рекомендаций для независимых директоров, включая комплекс стандартов и регламент работы;
- информационная поддержка работы независимых директоров;

<sup>190</sup> С 1 января 2003 г. в результате ликвидации местных компаний связи реальное количество эмитентов, в которых были представители АПИ, сократилось с 55 до 41. Представители АПИ остались только в 3 центрах присоединения.

- обучение и сдача экзаменов;
- программа награждения независимых директоров<sup>191</sup>.

Следует также отметить, что, как показывает практика, в советы директоров избираются 1–2 независимых директора. К примеру, как следует из итогов кампании по избранию независимых директоров, поддерживаемых Ассоциацией по защите прав инвесторов (АПИ), независимые директора, поддерживаемые Ассоциацией, были избраны в составы советов директоров российских компаний в 2004 г. в следующем количестве (табл. 3.3).

Таблица 3.3

**Итоги кампании по избранию независимых директоров, поддержанных АПИ, в 2004 г.<sup>192</sup>**

№ п/п	Эмитент (ОАО)	Количество независимых директоров, поддержанных АПИ
1	Акрихин	1
2	Волгателеком	1
3	Воткинская ГЭС	1
4	Дальневосточное морское пароходство	1
5	Дальсвязь	1
6	Мосэнерго	1
7	Пермэнерго	1
8	Сбербанк	1
9	Северо-Западный телеком	2
10	Сибирьтелеком	1
11	Силовые машины	1
12	Ставропольская ГРЭС	1
13	Центртелеком	1
14	ЮТК	1

Как показали результаты исследования, проведенного Российским институтом директоров (см. «Практика корпоративного управления в российских акционерных обществах»), рекомендации Кодекса корпоративного поведения относительно избрания в состав совета директоров акционерных обществ не менее 3 независимых директоров на практике соблюдаются небольшим количеством ком-

<sup>191</sup> Источник: сайт Ассоциации по защите прав инвесторов, [www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru).

<sup>192</sup> Указанная Федеральным законом информация размещена на сайте [www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru).

паний, хотя за последние годы в этом вопросе наметился несомненный прогресс (табл. 3.4).

Таблица 3.4

	2001			2002			2003		
	Соблюдается	Не соблюдается	Нет информации	Соблюдается	Не соблюдается	Нет информации	Соблюдается	Не соблюдается	Нет информации
	Доля компаний (%)								
Наличие в составе совета директоров не менее 3 директоров, отвечающих требованиям Кодекса корпоративного поведения	2	3	95	110	110	881	114	771	115

В частности, как показывают данные указанного исследования, лишь в 8 из 59 компаний (14%) в 2003 г. были избраны 3 независимых директора и более. В 29 из 59 компаний (49%) в состав совета директоров входили 1 или 2 независимых директора и / или представители миноритарных акционеров.

#### **3.3.3.4. Оценка эффективности внедрения института независимых директоров в российскую практику корпоративного управления**

Следует отметить, что с начала внедрения института независимых директоров эффективность деятельности независимых директоров оценивается по-разному.

В частности, по мнению исполнительного директора Ассоциации независимых директоров А. Филатова (см. (Филатов, 2004)), при рассмотрении вопроса о реальном влиянии независимых директоров на деятельность компании можно выделить три степени такого влияния. Первая – когда в совет входят 1–2 независимых директора. На этом уровне повышаются прозрачность компании, интересы всех групп акционеров. Вторая степень – когда 1/4 членов или более со-

вета директоров являются независимыми, уже возможно влияние на принимаемые бизнес-решения, корпоративную политику и стратегию. Третья степень влияния – когда большинство в совете директоров принадлежит независимым директорам. Эта степень влияния имеет и обратную сторону – максимальную ответственность независимых директоров за последствия принимаемых решений.

В данном случае целесообразно обратиться также к практике работы группы независимых директоров, аффилированных с АПИ, которая выявила как позитивные, так и спорные стороны их деятельности.

В частности, практика работы независимых директоров, избранных в рамках программы АПИ, показала, что несомненно положительной их роль была в противодействии менеджменту компаний. Вместе с тем она показала возможность существования объективного противоречия между краткосрочными интересами мелких акционеров, с одной стороны, и стратегическими интересами компании, представленными крупными акционерами и менеджментом, – с другой. В частности, в ряде компаний эти директора являются лишь «глазами и ушами» того акционера (одного или нескольких инвестиционных компаний), голосами которого он был избран в состав совета директоров, и нацелены лишь на информирование его о состоянии дел в компании, о возможных нарушениях его прав и о тех шагах, которые можно предпринять (удержание, скупка или продажа акций) в связи с полученной информацией о развитии компании. Подавляющее большинство директоров являются сотрудниками тех компаний – миноритарных акционеров, чьими голосами они были выбраны в совет, и получают вознаграждения непосредственно в этих компаниях. Таким образом, понятие «независимости» такого директора приобрело весьма относительный характер – лишь по отношению к менеджменту компаний, входящему в совет директоров.

Как показывают различные исследования, объективной тенденцией экономического развития России является повышение концентрации акционерной собственности. Причем более успешные результаты демонстрируют предприятия с доминированием менеджерской собственности, где самому крупному акционеру принадле-

жит от 10 до 40% акций. Можно предположить, что в этой группе компаний складывается достаточно эффективный баланс интересов между основными собственниками. Поэтому для этой группы компаний особое значение приобретает деятельность совета директоров как органа, обеспечивающего выработку эффективных стратегических решений (Капелюшников, 2001).

Интервьюирование ряда независимых членов совета директоров, проведенное в начале 2002 г. Российским институтом директоров, также подтверждает это обстоятельство. Как отметил, например, один из опрошенных независимых директоров (опыт работы в течение 3 лет в советах директоров 5 компаний), «компетенция совета директоров наиболее полно реализуется в компаниях, где контрольный пакет акций принадлежит нескольким крупным акционерам». Для компаний с такой системой корпоративного управления возникает потребность во внешних директорах, основным требованием к которым является не соответствие формальным признакам независимости, а наличие серьезных экспертных знаний в областях, связанных с деятельностью компании, ориентации на создание своей деятельностью добавочной стоимости для компании. Учитывая выявленную тенденцию к концентрации собственности в руках менеджеров, можно полагать, что численность указанной группы компаний со средней (по российским меркам) концентрацией собственности будет, как минимум, сохраняться. Поэтому есть основания ожидать, что спрос на новый тип внешних директоров – директоров-стратегов – будет постоянно расти.

Заслуживает внимания практика избрания в состав советов директоров голосами, контролируруемыми менеджментом, или совместно голосами менеджмента и миноритарных акционеров – людей, проявивших себя в качестве успешных менеджеров. Разумеется, такая практика требует решения различного рода непростых проблем, связанных, с одной стороны, с учетом конкуренции, существующей между компаниями одной или смежных отраслей, а с другой – с опасностью того, что все сведется к взаимообмену кадрами лишь между аффилированными компаниями и утратой такими внешними директорами способности выносить независимые суждения (см.

(Костиков, 2002, с. 185–187)). При этом следует отметить, что, несмотря на то, что в некоторых случаях деятельность независимых директоров является эффективной, роль и влияние независимых директоров на деятельность компании остаются незначительными по следующим основаниям.

Во-первых, хотя Кодексом корпоративного поведения рекомендовано предусмотреть в уставах акционерных обществ наличие в составе совета директоров не менее 1/4 независимых директоров или по крайней мере 3 независимых директоров, как в Кодексе корпоративного поведения, так и в Кодексе российских компаний отсутствуют действенные механизмы и процедуры для обеспечения избрания независимых директоров в состав совета директоров. Кроме того, если акционерное общество все же включит в свой устав указанное требование кодекса, не понятно, каким образом будет обеспечено избрание необходимого числа независимых директоров.

Во-вторых, на практике независимые директора в настоящее время избираются по инициативе либо совета директоров, акционеров, либо профессиональных организаций и ассоциаций (при этом формально независимых директоров – членов ассоциаций выдвигают также акционеры компании, поскольку внесение кандидатур независимых директоров – представителей тех или иных ассоциаций – в советы директоров происходит в результате консолидации голосов акционеров). Следовательно, независимые директора не являются полностью независимыми и заведомо представляют интересы акционеров, причем, как правило, акционеров миноритарных, т.е. меньшинства.

Также, как показывает практика, в настоящее время достаточно небольшое число независимых директоров являются независимыми реально и полностью соответствуют критериям независимости, установленным Кодексом корпоративного поведения. Кроме того, согласно указанным выше исследованиям, как правило, в советы директоров российских акционерных обществ входят 1–2 независимых директора.

В этом случае закономерным является вопрос: сможет ли один независимый директор, избранный в состав совета директоров той

или иной компании, эффективно осуществлять свою миссию, в том числе защищать интересы миноритарных акционеров? Поскольку в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» решения на заседании совета директоров принимаются, как правило, большинством голосов членов совета директоров общества, принимающих участие в заседании, голос независимого директора может стать решающим и важным только в случае, если голоса членов совета директоров по какому-либо вопросу разделятся поровну. При этом голос даже одного независимого директора в составе совета директоров становится решающим при принятии советом директоров решения об одобрении крупных сделок, предметом которых является имущество, стоимость которого составляет от 25 до 50% балансовой стоимости активов общества, поскольку в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» решение по указанному вопросу принимается советом директоров единогласно. В некоторых случаях особое значение имеет голос независимого директора и при принятии советом директоров решения об одобрении сделки, в совершении которой имеется заинтересованность, поскольку указанное решение принимается большинством директоров, не заинтересованных в совершении такой сделки. Следовательно, фактически у независимых директоров существуют небольшие правовые возможности для реального влияния на деятельность совета директоров. То есть, как справедливо отмечает заместитель исполнительного директора Ассоциации по защите прав инвесторов О. Федоров, гарантированно повлиять на большинство вопросов повестки на уровне голосования независимый директор не может. Единственное, что может сделать директор, – это оперативно предоставить информацию акционерам. С помощью независимого директора информация может попасть в обязательную отчетность и стать известной на рынке (см. (Федоров, 2002)).

Кроме того, эффективная деятельность независимых директоров в российских компаниях осложняется также тем, что структура их акционерного капитала характеризуется наличием контролирующего акционера и холдинговой структурой управления. В таких компаниях функции независимого директора, скорее всего, могут быть

сведены к квалифицированному консультированию, и не более того (Осипова, 2003).

Из изложенного выше следует, что, несмотря на то что в последние годы институт независимых директоров достаточно активно внедряется в систему российского корпоративного управления, практика избрания, а также деятельности независимых директоров показала, что поставленные перед названным институтом цели на настоящий момент не достигнуты.

Во-первых, лишь в небольшом количестве компаний избраны независимые директора. Это связано с тем, что хотя в Кодексе корпоративного поведения, а также в кодексах корпоративного поведения / управления компаний закреплены понятие «независимый директор», а также требования, предъявляемые к независимым директорам, в них отсутствуют реальные механизмы для обеспечения избрания независимых директоров.

Во-вторых, хотя в состав советов директоров многих российских компаний входят независимые директора, их реальные правовые возможности влиять на политику компании остаются очень низкими. Голос независимого директора может стать решающим и важным только в случае, если голоса остальных членов совета директоров по какому-либо вопросу разделятся поровну, а также по вопросам, решения по которым в соответствии с законодательством должны приниматься советом директоров единогласно.

Кроме того, спорным остается вопрос о том, независимым от кого является независимый директор, поскольку на практике он избирается голосами миноритарных акционеров или инвестиционных компаний. При этом достаточно часто интересы миноритарных акционеров противоречат интересам самих акционерных обществ.

В целом, как показал анализ, институт независимых директоров достаточно активно внедряется в системы корпоративного управления различных стран. При этом, как правило, положения, регулирующие порядок избрания и деятельности независимых директоров, закреплены в актах рекомендательного характера. Требования о наличии в совете директоров независимых директоров, закрепленные в законодательстве, являются исключением.

В России институт независимых директоров в последнее время достаточно активно развивается. Рекомендации относительно избрания и деятельности независимых директоров закреплены в Кодексе корпоративного поведения. Требования о наличии независимых директоров содержатся также в одном из актов ФСФР. Тем не менее ни один из указанных актов не содержит механизма обеспечения избрания независимых директоров в состав совета директоров, что создает достаточно большие сложности в их реализации. При этом многие компании восприняли указанные рекомендации и включили положения относительно избрания независимых директоров в свои кодексы корпоративного управления (поведения).

Тем не менее, как показала практика, независимые директора в настоящее время избраны в состав директоров небольшого числа компаний. Причем большинство из них являются представителями Ассоциации по защите прав инвесторов. Кроме того, количество независимых директоров в российских компаниях, как правило, не превышает 1–2, и лишь в исключительных случаях в совете директоров присутствуют 3 независимых директора.

По оценкам экспертов, практика работы независимых директоров показала, что их деятельность на данном этапе развития системы корпоративного управления не является достаточно эффективной. Независимые директора, как правило, являются лишь выразителями интересов выдвинувших их акционеров и выполняют функции информирования акционеров о деятельности совета директоров. И лишь в редких случаях работа независимых директоров является действительно эффективной.

Эффективность деятельности независимых директоров осложняется также отсутствием правовых возможностей для их активной деятельности и влияния на решения, принимаемые советом директоров. В частности, как было указано выше, 1–2 независимых директора в составе совета директоров не смогут реально повлиять на решения, принимаемые советом директоров. Таким образом, по нашему мнению, введение требования о наличии независимых директоров в составе совета директоров российских компаний на данном этапе является нецелесообразным в связи со слабым развитием дан-

ного института в целом в России, а также с необходимостью дополнительных затрат на его развитие, которые могут не быть прямо пропорциональными эффективности деятельности независимых директоров.

## **Заключение**

Рассмотренные современные методы теоретических и эмпирических исследований, теоретические модели и эконометрические расчеты, позволяющие выявить влияние различных институциональных изменений на процессы экономического роста, могут свидетельствовать о важной взаимозависимости между инновационными процессами и освоением передовых технологий, с одной стороны, и конкурентными рыночными механизмами – с другой. Основной вывод заключается в следующем: к числу важнейших препятствий на пути продвижения к эффективному экономическому росту можно отнести не столько неадекватный выбор моделей хозяйственных и правовых институтов, сколько реально складывающуюся практику правоприменения, а вместе с тем практику осуществления коммерческих операций. Важнейшей задачей хозяйственно-правовых реформ в современных условиях оказывается переход к более действенной системе инфорсmenta прав частной собственности и контрактных прав.

Одной из наиболее серьезных проблем переходной экономики остается неполнота складывающейся рыночной системы. В работе рассмотрены основные направления дальнейших преобразований в сфере имущественных отношений, а также совершенствования законодательства и системы правоприменения, которые могли бы обеспечить условия для «углубления» финансовой структуры, развития новых финансовых рынков. Это, в свою очередь, может сообщить дополнительный импульс процессам укрепления рыночной дисциплины и повышения экономической эффективности.

В работе изучаются механизмы влияния информационной прозрачности на эффективность использования ресурсов и обсуждается характер требований, предъявляемых регулируемыми инстанциями к периодической отчетности частных компаний. В связи с этим особо выделяется, во-первых, снижение рисков и, как следствие, повышение стоимости компании, а во-вторых, оптимальное распределение капитала и возможность привлечения дополнительных инвестиций в наиболее перспективные проекты. Практическим результатом

исследования является создание методики расчета показателя, который, на взгляд авторов, может использоваться в качестве полезной характеристики, позволяющей судить о степени прозрачности отчетных документов. При этом, разумеется, он может и должен использоваться лишь в качестве одного из совокупности показателей прозрачности.

Наличие прозрачности является важной чертой, свидетельствующей в том числе о степени развитости рыночных отношений. Во-первых, прозрачность способствует выявлению успешных и неуспешных проектов для инвесторов, что приводит к эффективному размещению капитала. Во-вторых, прозрачность снижает риски, вызванные возможностью оппортунистического поведения со стороны менеджмента в непрозрачных компаниях. В-третьих, прозрачность снижает информационную асимметрию между инвесторами, что приводит к сокращению неблагоприятного отбора и риска ликвидности. Таким образом, прозрачность является важным и фактически необходимым элементом для эффективного функционирования системы корпоративного управления.

Поэтому вопрос о том, что влияет на появление прозрачности, является также актуальным. В литературе достаточно много статей, которые имеют отношение к прозрачности. Однако стоит заметить, что вопрос такого рода до сих пор не ставился, либо он ставился лишь косвенно. Большая часть исследований рассматривают прозрачность в отношении стран с common law. Поэтому выводы, полученные в данных работах, могут не распространяться на Россию с ее специфическими условиями. Авторы в этой связи предложили три гипотезы.

***Н0:** В компаниях существует положительная корреляция между внутренней и внешней прозрачностью.*

*Внутренняя прозрачность* характеризует степень открытости, прозрачности между менеджерами и директорами компании, представляющими интересы акционеров. Это то, насколько достоверна, насколько открыта информация и работа компании, в том числе менеджеров, самим директорам. Здесь стоит оговорить следующее: основной состав совета директоров часто составляют топ-

менеджеры, которые, естественно, знают положение дел внутри фирмы. Поэтому прозрачность здесь означает открытость не только для некоторых членов совета директоров, а для каждого, в том числе для независимых директоров и представителей акционеров. Второй показатель, как наиболее важный и наиболее интересный, – это *прозрачность, или степень открытости между фирмой и внешним миром*. Это то, насколько компания раскрывает собственную информацию, насколько она готова поделиться с окружающими внутренней работой и ее результатами (сюда можно отнести информацию, раскрываемую миноритарным акционерам, потенциальным инвесторам, налоговым органам; это также финансовые отчетности компании по международным стандартам).

Несмотря на то что в работе уделяется внимание обоим вариантам, при исследовании российских компаний рассматривается лишь внешняя прозрачность. Причина этого в том, что в России существует высокая концентрация собственности, и менеджер, и совет директоров обычно представляют интересы одного крупного акционера либо группы акционеров с общими интересами и крупным пакетом акций. В такой ситуации говорить о внутренней прозрачности не имеет смысла. При этом рассмотрение внутренней прозрачности скорее относится к странам с common law.

Несмотря на то что в теоретической части также была получена отрицательная связь между появлением прозрачности и private benefits менеджера, а также мерой наказания в случае оппортунистического поведения, данные величины трудно проверяемы на практике. Было установлено, что появление прозрачности положительно зависит от зарплаты менеджера.

Из того, что вероятность создания и внутренней, и внешней прозрачности возрастает с ростом официальной зарплаты менеджера, можно сформулировать следующую гипотезу:

**Н1:** *В компаниях существует положительная корреляция между прозрачностью и зарплатой менеджеров.*

К сожалению, последняя гипотеза также была выявлена с использованием внутренней и внешней прозрачностей и, скорее, относится к странам с common law (в таких странах менеджмент обычно явля-

ется вполне самостоятельной структурой, не подконтрольной какому-либо одному акционеру (либо группе акционеров)).

Что касается следующей гипотезы, то она представляет наибольший интерес, так как была также получена исходя из модели, основное внимание в которой уделяется особенностям российских компаний.

***H2:** В компаниях прозрачность положительно коррелирует с величиной доли крупного акционера (или группы) в компании.*

Какие выводы можно из этого сделать? Как уже было сказано, повсеместная прозрачность приводит к эффективному размещению капитала. Отсюда следует, что создание прозрачности должно быть выгодно властям (в том числе и местным структурам власти, как развитие местной экономики). Местные власти зачастую оказывают поддержку и имеют тесные связи с управляющими теми или иными предприятиями в регионах. На основании полученных гипотез можно утверждать, что властям, возможно, стоит способствовать и поощрять концентрированное владение в тех компаниях, которые еще не стали прозрачными. В частности, если государство обладает крупным пакетом акций и решает его продать, то осуществление продажи с последующим формированием крупного владельца имеет преимущество над продажей с итоговым распыленным владением, выраженное в том, что первом случае компания с большей вероятностью станет прозрачной, нежели во втором. Заметим, что такие предпочтения следует распространять только на непрозрачные компании, тогда как для прозрачных компаний это не имеет значения.

Следует высказать несколько замечаний. Одно из них заключается в том, что для многих концентрированных компаний, в частности, находящихся в руках менеджеров, наличие высокой прозрачности повышает вероятность возможного внешнего захвата. Прозрачную компанию легче захватить, нежели непрозрачную, особенно если компания не обладает крупными внешними инвесторами и крупным капиталом для отпора. И поэтому, несмотря на то что процесс создания прозрачности может оказаться потенциально выгодным, компании опасаются это делать. В такой ситуации опять же может помочь государство, защищая и оказывая поддержку компаниям, на-

ходящимся на стадии появления прозрачности. Существует также достаточно много других факторов, препятствующих или способствующих появлению прозрачности. В данной работе были рассмотрены одни из наиболее весомых доводов в пользу создания прозрачности: это, во-первых, снижение рисков и, как следствие, повышение стоимости компании, и, во-вторых, оптимальное распределение капитала и возможность привлечения дополнительных инвестиций в компанию.

Эмпирическое исследование на основании российских данных подтвердило гипотезу о положительной связи прозрачности с долей крупного акционера. Как часть эмпирического исследования, были выявлены основные способы нахождения прозрачности компании:

- 1) исследование поведения акций (*R-squared*);
- 2) исследование отчетности компании (*рейтинг прозрачности по Standard&Poor's*);
- 3) аналитические прогнозы (*дисперсия прогнозов аналитиков*).

Первый способ оценки не может давать качественный и адекватный показатель *проху* прозрачности по той причине, что российский фондовый рынок еще недостаточно развит и, по всей видимости, не является эффективным. Оценка прозрачности по рейтингу *Standard&Poor's* также не представляется надежной по следующим причинам. Оценка производится только по годовой отчетности. Текущая оперативная информация не принимается во внимание. Своевременность информации учитывается лишь косвенным образом (учет данных производится, если годовой отчет поступает не позже 7,5 месяца от отчетного года). Все это говорит о том, что поток информации со стороны фирмы может в определенной степени контролироваться самой фирмой. Во-первых, есть возможность со стороны управления компании следить за тем, какие данные предоставлять, а какие скрывать (круг вопросов, по которым ставится итоговая оценка в рейтинге, ограничен). Во-вторых, существует возможность при наличии высокой оценки по рейтингу предоставлять неоперативную информацию. В-третьих, предоставляемая информация может лишь ограниченным образом раскрывать ожидаемые будущие доходы, проекты, прогнозы самих менеджеров. В-четвертых,

существующая законодательная и судебная система России не стимулирует соответствующим образом менеджеров и аудиторов раскрывать точную информацию, касающуюся компании в соответствии с принятыми ею стандартами (в частности, плохо развита система наказания). Все это говорит о том, что высокий показатель прозрачности по Standard&Poor's у компании не может являться однозначным сигналом того, что предоставляемая компанией информация является адекватной и полной.

Предполагается, что *proxu* показатель, основанный на аналитических прогнозах, аккумулирует в себе всю существующую информацию на рынке. Следовательно, высокая прозрачность, посчитанная на основе прогнозов, говорит об относительной полноте предоставляемой информации, и данный способ расчета можно считать наиболее адекватным.

Так как показатель дисперсии прогнозов аналитиков может содержать информацию, касающуюся не только прозрачности компании, необходимо найти факторы, от которых зависит данный показатель и которые не связаны с прозрачностью. В качестве *proxu* таких факторов были найдены следующие переменные: волатильность квартальной балансовой прибыли за 2003 г., волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003 гг.), волатильность акций (месячные данные), логарифм капитализации компании, число аналитиков, участвующих в прогнозе.

Анализ получившегося в итоге показателя после «очистки» от внешних факторов показал высокую корреляцию с показателем прозрачности по Standard&Poor's (36%), ранговая корреляция составила 42%. При этом 13 из 16 компаний, входящих во вторую половину списка Standard&Poor's, вошли во вторую половину списка расчетного показателя. На основании этого можно утверждать, что это достаточно неплохой показатель. В этом плане у данного показателя есть определенные преимущества по отношению к показателю Standard&Poor's, так как он не является субъективным и с достаточно высокой степенью точности позволяет сравнивать российские компании по степени прозрачности (такое нельзя сказать по отношению к рейтингу Standard&Poor's, так как его данные не соответствуют

реальной степени прозрачности: непрозрачные компании по Standard&Poor's действительно можно считать непрозрачными, обратное же может быть неверно).

Не менее значимой в контексте децентрализованных хозяйственных механизмов является проблема саморегулирования, достаточно важного для развития системы корпоративного управления в целом и корпоративных отношений в частности. При этом в последнее время в России активно развиваются все «элементы», составляющие саморегулирование, в том числе система добровольного регулирования корпоративных отношений, толчком к развитию которой послужило принятие *Кодекса корпоративного поведения*. При этом хотя кодекс достаточно успешно функционирует и его рекомендации применяются на практике и включаются в некоторые нормативно-правовые акты, тем не менее *многие его положения нуждаются в дальнейшем совершенствовании*, а именно:

1) в Кодексе корпоративного поведения отсутствуют рекомендации относительно того, в выходные или в рабочие дни следует проводить общие собрания акционеров. По нашему мнению, целесообразно закрепить в российском кодексе рекомендации о проведении общего собрания акционеров в выходные дни в связи тем, что российским трудовым законодательством не предусмотрена норма, обязывающая руководство организаций освобождать работников-акционеров от выполнения трудовых обязанностей на время проведения общего собрания акционеров в обществах, акционерами которых они являются, в связи с чем акционеры – физические лица часто лишаются возможности посетить собрание акционеров;

2) из Кодекса корпоративного поведения, по нашему мнению, следует исключить положение, закрепленное в п. 1.3.2 главы 2 «Общее собрание акционеров», в соответствии с которым «для обеспечения предметных и продуктивных обсуждений на общем собрании акционеров, а также для фактического усиления влияния акционеров обществу рекомендуется предоставить акционерам аналитические исследования и материалы прессы, в том числе те, в которых может содержаться критический взгляд на деятельность общества». Следует отметить, что для некоторых крупнейших акционерных обществ

(например, РАО «ЕЭС России», «Газпром», «ЛУКОЙЛ», «ЮКОС», «Ростелеком» и др.) выполнить указанное требование практически не представляется возможным в связи с тем, что материалы о них появляются в прессе каждый день. Таким образом, за год накапливается огромное количество материалов прессы о таких обществах, в связи с чем представить все материалы акционерам физически невозможно. Кроме того, подобное положение нетипично для европейских кодексов корпоративного управления. В связи с изложенным выше можно предложить исключить указанную норму из российского Кодекса корпоративного поведения;

3) в соответствии с Федеральным законом «Об акционерных обществах» количественный состав совета директоров общества определяется уставом общества или решением общего собрания акционеров. При этом определение количественного состава совета директоров общества может повлечь риски для акционеров. Как уже отмечалось в других исследовательских работах, единственным выходом из данной ситуации является установление императивной обязанности акционерных обществ определять количественный состав совета директоров в уставе.

В российском Кодексе корпоративного поведения рекомендации по поводу установления количественного состава совета директоров в уставе обществ отсутствуют. Положения Кодекса корпоративного поведения по поводу количественного состава совета директоров носят общий характер. По нашему мнению, до законодательного разрешения указанной ситуации в Кодекс корпоративного поведения следует включить соответствующие рекомендации, а также разъяснения относительно рисков, которые возникают в случае отнесения вопроса о количественном составе совета директоров к компетенции общего собрания акционеров;

4) следует закрепить в Кодексе корпоративного поведения рекомендации относительно отчетности совета директоров перед собранием акционеров об эффективности разработанной им системы внутреннего контроля;

5) целесообразно закрепить в Кодексе корпоративного поведения, а в будущем, возможно, и в законодательстве детализированный по-

рядок осуществления контроля совета директоров за деятельностью исполнительных органов общества, а также порядок и формы отчетности исполнительных органов перед советом директоров;

б) в связи с тем, что большой процент капитала российских компаний находится в собственности трастов и фондов, зарегистрированных в офшорных зонах, можно предложить закрепить в Кодексе корпоративного поведения, а впоследствии и в действующем законодательстве обязанность должностных лиц акционерного общества и членов советов директоров по информированию общества о трастах, бенефициарными владельцами которых они являются;

7) целесообразно закрепить в кодексе рекомендации по процедуре информирования общества членами совета директоров о своей заинтересованности в случаях, предусмотренных Федеральным законом «Об акционерных обществах»;

8) по нашему мнению, из Кодекса корпоративного поведения следует исключить положение, закрепленное в п. 3.1.5 главы 3 «Совет директоров общества», в соответствии с которым «члены совета директоров при осуществлении своих обязанностей должны учитывать интересы других лиц – работников, контрагентов общества, государства и муниципальных образований, на территории которых находится общество или его обособленные структурные подразделения», как декларативное и противоречащее другим положениям кодекса, а также природе совета директоров как органа управления общества;

9) целесообразно закрепить в Кодексе корпоративного поведения, а также в дальнейшем в законодательстве четкую процедуру снятия кандидатур в исполнительные органы управления общества;

10) с целью поддержания независимости независимых и неисполнительных директоров российских компаний, по нашему мнению, целесообразно закрепить в российском Кодексе корпоративного поведения дифференцированный принцип установления вознаграждений различным категориям членов совета директоров по аналогии с рекомендациями европейских кодексов корпоративного управления. Также в Кодексе корпоративного поведения целесообразно рекомендовать российским компаниям исключить участие не-

исполнительных директоров в опционных и пенсионных программах компании;

11) необходимо закрепить в российском Кодексе корпоративного поведения более широкое и детальное понятие конфликта интересов членов правления по аналогии с европейскими кодексами корпоративного управления;

12) российским Кодексом корпоративного поведения рекомендуется в целях обеспечения интересов общества в договоре с генеральным директором и членом правления предусмотреть его обязанность не работать в организациях – конкурентах общества в течение определенного периода времени после прекращения его полномочий, а также ответственность за невыполнение этого требования.

Следует отметить, что указанная рекомендация, закрепленная в кодексе, фактически противоречит ст. 37 Конституции Российской Федерации, в соответствии с которой труд свободен, и каждый имеет право свободно распоряжаться своими способностями к труду. В связи с изложенным выше практическая реализация указанной рекомендации кодекса противоречит Основному Закону Российской Федерации;

13) по нашему мнению, нецелесообразными являются рекомендации Кодекса корпоративного поведения относительно создания контрольно-ревизионной службы в акционерных обществах;

14) в кодексе целесообразно разрешить вопрос об участии в общем собрании акционеров лиц, не являющихся акционерами;

15) по нашему мнению, в Кодексе корпоративного поведения следует закрепить положения, содержащие ограничения на использование акций компаний в опционных программах;

16) целесообразно в российском Кодексе корпоративного поведения рекомендовать российским компаниям, акции которых принадлежат иностранным акционерам или частично торгуются на иностранных биржах, публиковать основную информацию об их деятельности на русском и английском языках;

17) с целью дальнейшего совершенствования рекомендаций Кодекса корпоративного поведения целесообразно внести в него изме-

нения, установив порядок отчетности комитета по аудиту, как и других комитетов совета директоров, по аналогии с положениями Кодекса корпоративного управления, принятого в Италии;

18) многие рекомендации Кодекса корпоративного поведения дублируют нормы закона, что, по нашему мнению, является излишним.

*Следует также отметить, что некоторые положения Кодекса корпоративного поведения, по нашему мнению, целесообразно закрепить в законодательном порядке.*

1. К примеру, в соответствии с положениями российского Кодекса корпоративного поведения при формировании повестки дня рекомендуется соблюдать общее правило, согласно которому каждое предложение в повестку следует отражать отдельным вопросом. Вместе с тем решение некоторых вопросов невозможно без принятия решений по другим взаимосвязанным вопросам. Так, например, нельзя считать принятым решение о реорганизации в форме разделения, если общее собрание не приняло положительного решения хотя бы по одному из следующих вопросов: о порядке и условиях разделения; о создании новых обществ; о порядке конвертации акций реорганизуемого общества в акции создаваемых обществ; об утверждении разделительного баланса. Для того чтобы исключить сомнения в том, приняло ли собрание решение по подобным вопросам, такие вопросы в повестке дня рекомендуется объединять. Указанную рекомендацию Кодекса корпоративного поведения целесообразно закрепить в законодательном порядке, поскольку, действительно, в Федеральном законе «Об акционерных обществах» определено лишь, что к компетенции общего собрания акционеров относятся вопросы о реорганизации и ликвидации общества. Тем не менее, как справедливо отмечено в кодексе, принятие вопроса о реорганизации, а также о ликвидации общества сопровождается утверждением целого ряда документов. В связи с этим в данном случае целесообразно определить в Федеральном законе «Об акционерных обществах», какие именно документы, относящиеся к реорганизации, а также к ликвидации общества, следует утвердить общему собранию акционеров, а также решения по каким вопросам, связанным

с реорганизацией и ликвидацией, необходимо принять общему собранию акционеров.

2. В соответствии с российским Кодексом корпоративного поведения члены совета директоров и их аффилированные лица не должны принимать подарки от лиц, заинтересованных в принятии решений, связанных с исполнением ими своих обязанностей, равно как и пользоваться какими-либо иными прямыми или косвенными выгодами, предоставленными такими лицами (за исключением символических знаков внимания в соответствии с общепринятыми правилами вежливости или сувениров при проведении официальных мероприятий), что должно быть специально отражено во внутреннем документе общества.

Указанное положение кодекса целесообразно закрепить в действующем законодательстве по аналогии с положением, закрепленным в Федеральном законе «Об основах государственной службы Российской Федерации», в соответствии с которым государственный служащий не вправе получать от физических и юридических лиц вознаграждения (подарки, денежное вознаграждение, ссуды, услуги, оплату развлечений, отдыха, транспортных расходов и иные вознаграждения), связанные с исполнением должностных обязанностей, в том числе и после выхода на пенсию.

При этом, по нашему мнению, целесообразно в законодательном порядке закрепить минимальный размер денежного эквивалента подарков, которые не вправе получать члены совета директоров и их аффилированные лица.

3. В законодательном порядке целесообразно закрепить и положение Кодекса корпоративного поведения, в соответствии с которым рекомендуется обеспечить сохранность вместе с протоколами и стенограммами заседаний совета директоров бюллетеней членов совета директоров, принимавших участие в голосовании по вопросам повестки дня заседаний совета директоров, а также письменных мнений членов совета директоров, отсутствовавших на заседании.

4. На наш взгляд, целесообразно в законодательном порядке закрепить рекомендации Кодекса корпоративного поведения, касающиеся предоставления акционерам исчерпывающей информации о

кандидатах в исполнительные органы общества, а также закрепить полный перечень информации о кандидатах, подлежащих раскрытию акционерам.

5. Кодексом корпоративного поведения рекомендовано в протоколы заседаний совета директоров и правления включать помимо резолютивной части, подводящей общий итог соответствующих заседаний, результаты голосования каждого члена совета директоров и правления. К протоколам рекомендуется прилагать копии документов, которые были предоставлены к соответствующему заседанию, за исключением случаев, когда эти документы носят конфиденциальный характер. Законодательством РФ не предусмотрены требования к содержанию протоколов заседаний совета директоров и правления общества. В связи с этим достаточно часто общества предоставляют акционерам исключительно резолютивные части протоколов, а также результаты голосования, из которых нельзя сделать вывод об эффективности работы соответствующего органа общества. По нашему мнению, целесообразно закрепить указанные выше рекомендации кодекса к содержанию протоколов заседаний совета директоров и правления, подлежащих раскрытию акционерам, в законодательном порядке.

6. Как справедливо отмечено в Кодексе корпоративного поведения, законодательством не определен необходимый кворум для принятия решений на заседании ревизионной комиссии. Вместе с тем, чтобы решения принимались действительно коллегиально, рекомендуется, чтобы кворум для проведения заседаний ревизионной комиссии составлял не менее половины числа избранных членов ревизионной комиссии, принимающих участие в заседании. Указанное положение Кодекса корпоративного поведения целесообразно закрепить в действующем законодательстве.

Также Кодексом корпоративного поведения рекомендовано установить во внутренних документах общества, регулирующих деятельность ревизионной комиссии, положение, в соответствии с которым передача права голоса члена ревизионной комиссии иному лицу, в том числе другому члену ревизионной комиссии, не допускается. Данное положение также целесообразно закрепить в Феде-

ральном законе «Об акционерных обществах» для того, чтобы избежать возможных злоупотреблений при принятии ревизионной комиссией решений и осуществлении контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества.

Кроме того, Кодексом корпоративного поведения рекомендуется с целью недопущения необоснованного затягивания проверок ревизионной комиссией определить во внутренних документах общества сроки их проведения. Указанная рекомендация кодекса также является целесообразной, и ее следует закрепить в законодательном порядке.

7. Как указывается в российском Кодексе корпоративного поведения, согласно действующему законодательству не требуется извещать членов правления о повестке дня предстоящего заседания. Однако предварительное ознакомление с вопросами повестки дня сделает более конструктивным обсуждение вопросов и соответственно может значительно повысить эффективность работы правления. В связи с этим вместе с уведомлением о заседании правления рекомендуется направлять повестку дня данного заседания каждому члену правления, при этом информация должна быть предоставлена членам правления в срок, достаточный для ее изучения.

По нашему мнению, целесообразно закрепить указанные рекомендации Кодекса корпоративного поведения в действующем законодательстве, поскольку полная предварительная информированность членов правления о повестке заседания позволит повысить эффективность деятельности указанного органа управления обществом.

*Принятие Кодекса корпоративного поведения послужило стимулом и основой для принятия кодексов корпоративного поведения (управления) многими российскими компаниями. Тем не менее, хотя в настоящее время достаточно большое число российских компаний утвердило собственные кодексы корпоративного управления, многие положения указанных кодексов являются формальными. Также распространенной практикой является закрепление различных положений в кодексах и отсутствие их практической реализации.*

Тем не менее положительным является то, что в некоторых случаях российские компании устанавливают в соответствующих кодексах корпоративного управления повышенные обязательства по сравнению с требованиями законодательства, а в некоторых случаях положения кодексов устраняют пробелы, содержащиеся в действующем российском законодательстве. Позитивной тенденцией является также и то, что некоторые российские акционерные общества, осознавая важность регулирования использования информации, составляющей коммерческую и служебную тайну, инсайдерской информации и величину ущерба, который может нанести ненадлежащее ее использование, самостоятельно принимают меры, направленные на регулирование и предотвращение несанкционированного использования указанной информации. Также положительно, что некоторые российские компании предпринимают определенные действия, направленные на предупреждение и предотвращение конфликта интересов членов исполнительных органов общества. В связи с изложенным выше кодексы корпоративного управления из формальных декларативных документов постепенно превращаются в важный внутренний документ, способствующий развитию корпоративного управления в российских компаниях, а также направленный на установление слаженной системы корпоративного управления.

В настоящее время достаточно *активно развивается институт саморегулируемых организаций*, которые созданы во многих отраслях экономики. Тем не менее единый закон, регулирующий деятельность саморегулируемых организаций, до сих пор не принят, а действующие нормы, регулирующие деятельность СРО, также остаются недостаточно разработанными. Однако еще до принятия соответствующего закона должны быть определены основные направления в развитии саморегулирования и разрешены наиболее спорные вопросы.

К примеру, одним из наиболее спорных является *вопрос о необходимости установления обязательного членства в СРО*. По нашему мнению, членство в СРО должно быть добровольным, поскольку обязательность членства в СРО не соответствует п. 2 ст. 30 Консти-

туции РФ, согласно которому никто не может быть принужден к вступлению в какое-либо объединение или пребыванию в нем. Кроме того, СРО по своей природе представляет собой добровольное объединение, функционирующее на принципах некоммерческой организации. Правовые отношения в области создания и деятельности саморегулируемых организаций регулируются гражданским законодательством, в том числе Гражданским кодексом РФ, в соответствии со ст. 1 которого гражданское законодательство основывается на признании равенства участников регулируемых им отношений, а также свободы договора и беспрепятственного осуществления гражданских прав. При этом физические и юридические лица приобретают и осуществляют свои гражданские права исключительно своей волей, причем они свободны в установлении своих прав и обязанностей на основе договора. Кроме того, саморегулируемые организации не наделены правомочием осуществлять функции публичной власти и право на осуществление указанных функций не передано им в соответствии с федеральным законодательством. Они вправе устанавливать различные правила и стандарты, которые распространяются только на их членов. Следовательно, деятельность СРО распространяется только на их членов, т.е. данные СРО не выполняют никаких публично-правовых функций, поскольку выполнение публично-правовых функций подразумевает, что соответствующая СРО действует в интересах неограниченного круга лиц и от имени государства, а не в интересах исключительно участников, являющихся ее членами, и от собственного имени.

Как было отмечено выше, Закон «О саморегулируемых организациях» пока не принят, тем не менее проект Закона «О СРО» уже прошел первое чтение. Как показал анализ законопроекта, многие его положения нуждаются, по нашему мнению, в более детальной проработке, а именно:

- 1) целесообразно расширить перечень принципов объединения в СРО, установленный в законопроекте «О СРО»;
- 2) следует несколько изменить понятие профессиональной деятельности, установленное законопроектом «О СРО»;

3) необходимо детально изучить вопросы, касающиеся рисков, которые могут быть связаны с установлением требования относительно количественного состава СРО;

4) в законопроекте следует четко прописать понятие механизма обеспечения ответственности участников СРО перед потребителями и, возможно, разработать типовое положение, подробно определяющее данный механизм;

5) необходимо тщательно рассмотреть вопрос о необходимости введения единого государственного реестра СРО, а также вопрос о приведении в соответствие с новым законом других нормативно-правовых актов Российской Федерации;

6) в законопроекте «О СРО» необходимо закрепить закрытый перечень оснований, по которым суд вправе принять решение об исключении СРО из реестра, а также перечень лиц, которые вправе обратиться в суд с соответствующим заявлением и рассмотреть вопрос о расширении перечня оснований исключений СРО из единого государственного реестра;

7) положение, закрепленное в ст. 5 законопроекта «О саморегулируемых организациях», в котором установлено, что «федеральными законами могут быть предусмотрены случаи обязательного участия (членства) в саморегулируемых организациях для цели осуществления отдельных видов предпринимательской деятельности», подлежит исключению из данного законопроекта как не соответствующее действующему законодательству;

8) положение, в соответствии с которым сотрудники исполнительного аппарата СРО не вправе приобретать ценные бумаги, эмитентами которых (должниками по которым) являются участники саморегулируемой организации, а также их дочерние и зависимые общества, следует исключить из текста законопроекта «О СРО»;

9) п. 4 ст. 11 законопроекта «О СРО», в соответствии с которым должностное лицо, осуществляющее функции единоличного исполнительного органа СРО, члены коллегиального исполнительного органа СРО, а также сотрудники исполнительного аппарата СРО обязаны передавать в доверительное управление на время осуществления своих полномочий находящиеся в их собственности доли (па-

кеты акций) в уставном капитале коммерческих организаций в порядке, установленном федеральным законом, также, по нашему мнению, следует исключить из законопроекта;

10) в ходе дальнейшего обсуждения законопроекта «О СРО» необходимо более детально проработать вопрос о необходимости введения требования о наличии независимых членов в составе постоянно действующего коллегиального органа управления СРО;

11) следует более детально сформулировать порядок направления регулируемыми органами указанных в законопроекте «О СРО» проектов нормативно-правовых актов, а также ответственность регулирующих органов за нарушение установленной законопроектом обязанности и порядок обжалования в случае непредоставления соответствующих проектов нормативно-правовых актов;

12) необходимо четко определить порядок и сроки направления в СРО регулируемыми органами информации о результатах проведенных проверок предпринимательской или профессиональной деятельности участников СРО;

13) целесообразно установить четкий порядок привлечения СРО к работе по подготовке законодательных, иных нормативно-правовых актов и государственных программ. При этом указанный порядок может быть установлен как в Законе «О СРО», так и в подзаконных актах с соответствующей отсылкой в Законе «О СРО»;

14) следует четко установить порядок и сроки направления СРО в регулирующий орган сведений о запланированных и проведенных СРО проверках предпринимательской или профессиональной деятельности участников СРО и их результатах;

15) согласно подп. 2 п. 4 ст. 21 законопроекта «О СРО» регулирующие органы не вправе назначать и осуществлять плановые проверки предпринимательской или иной профессиональной деятельности участника СРО, которые являлись предметом проверки со стороны саморегулируемой организации в течение года с даты, когда саморегулируемой организацией была осуществлена указанная проверка. Данное положение законопроекта направлено на то, чтобы исключить осуществление двойного контроля СРО и соответствующих регулирующих органов. Тем не менее его формулировка, на

наш взгляд, несколько неудачна, поскольку в его нынешнем виде данное положение позволяет регулирующим органам проводить аналогичные проверки, которые уже проводили СРО, но по истечении года со дня проведения СРО соответствующей проверки. В связи с изложенным выше данное положение законопроекта нуждается, по нашему мнению, в дополнительной проработке;

16) дополнительной проработке, на наш взгляд, подлежит вопрос о целесообразности передачи функций по контролю за выполнением участниками саморегулируемой организации требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности;

17) необходимо детально изучить целесообразность наделения СРО функциями по контролю за выполнением участниками СРО требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности, а также более детально определить порядок применения мер ответственности за их нарушение и порядок взаимодействия СРО и регулирующих органов по вопросам контроля за выполнением участниками СРО требований и условий осуществления лицензируемой (аттестованной, аккредитованной) деятельности и привлечения участников СРО к ответственности за соответствующие нарушения.

*Развитие саморегулирования предполагает создание эффективной системы альтернативного разрешения споров.* В настоящее время система альтернативного разрешения споров в России представлена в большинстве случаев третейскими судами, которые создаются не только при саморегулируемых организациях и Торгово-промышленных палатах, но и при биржах, корпорациях и др.

Тем не менее некоторые организации все же предпринимают попытки создания иных, помимо третейских судов, институтов альтернативного разрешения споров. К примеру, Российским союзом промышленников и предпринимателей (РСПП) создана Объединенная комиссия по корпоративной этике, что является несомненно позитивным. При этом, по нашему мнению, некоторые вопросы осуществления разбирательства данной комиссией целесообразно пересмотреть. В частности, в некоторых случаях на практике Объеди-

ненная комиссия рассматривает претензии, на рассмотрение которых она не уполномочена Регламентом, что является недопустимым.

Что касается практической деятельности третейских судов, то одна из наиболее актуальных проблем – отсутствие единообразной практики по многим вопросам, что является следствием закрытости и конфиденциальности третейского разбирательства, а также отсутствия обобщений практики разрешения споров третейскими судами. В частности, неоднозначной является практика по вопросу регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним по решению третейского суда, в связи с чем указанный вопрос, на наш взгляд, следует разрешить путем официального толкования.

Также, как показала практика деятельности третейских судов, необходимо внести некоторые изменения в действующие нормативно-правовые акты. В частности, в Арбитражном процессуальном кодексе РФ, а также в Федеральном законе «О третейских судах в Российской Федерации» целесообразно детализировать понятие «основополагающие нормы российского права».

*В настоящее время в мире в целом и в России в частности достаточно активно развивается институт независимых директоров. Требования о наличии независимых директоров не только закрепляются в актах рекомендательного характера, но и постепенно вводятся в нормативно-правовые акты. Тем не менее ни один из указанных актов не содержит механизма обеспечения избрания независимых директоров в состав совета директоров, что создает достаточно большие сложности в их реализации. При этом многие компании восприняли указанные рекомендации и включили положения относительно избрания независимых директоров в кодексы корпоративного управления (поведения).*

При этом, как показала практика, независимые директора в настоящее время избраны в состав директоров небольшого числа компаний. По оценкам экспертов, практика работы независимых директоров показала, что их деятельность на данном этапе развития системы корпоративного управления не является достаточно эффективной. Независимые директора, как правило, являются лишь выразителями интересов выдвинувших их акционеров и выполняют функ-

ции информирования акционеров о деятельности совета директоров. И лишь в небольшом количестве случаев работа независимых директоров является действительно эффективной.

Эффективность деятельности независимых директоров осложняется также отсутствием правовых возможностей для их активной деятельности и влияния на решения, принимаемые советом директоров. В частности, как было указано выше, 1–2 независимых директора в составе совета директоров не смогут реально повлиять на решения, принимаемые советом директоров.

Таким образом, по нашему мнению, введение требования о наличии независимых директоров в составе совета директоров российских компаний на данном этапе является нецелесообразным в связи со слабым развитием данного института в целом в России, а также с необходимостью дополнительных затрат на его развитие, которые могут не быть прямо пропорциональными эффективности деятельности независимых директоров.

## Приложение 1

Для определения наличия гетероскедастичности рассмотрим регрессию, приведенную в *табл. ПЗ-8*.

Для проверки гетероскедастичности воспользуемся несколькими тестами.

Тест Glejser подтверждает наличие гетероскедастичности остатков в линейной зависимости от  $N$  (числа аналитиков) на 15%-м уровне значимости, но так как ошибка оценки дисперсии (которая является объясняемой переменной) обратно пропорциональна корню квадратному числа наблюдений, то при включении в качестве объясняющей части данной переменной получаем значимость на 5%-м уровне:

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	$t$ -статистика	$P$ -value
C	0.010314	0.021891	0.471169	0.6404
1/SQR(N)	0.104531	0.050337	2.076645	0.0452

Также наличие гетероскедастичности подтвердил тест Park на 5%-м уровне значимости:

Переменная	Коэффициент	Стандартная ошибка	$t$ -статистика	$P$ -value
C	-5.022068	0.963127	-5.214334	0.0000
LOG(N)	-0.805339	0.496228	-1.622921	0.1136

То есть по данной регрессии получаем, что:

$$\varepsilon: \frac{1}{N^{0.402}} \quad (1)$$

Так как по теории ошибка должна быть обратно пропорциональна квадратному корню от числа наблюдений, проверим гипотезу,

что  $\alpha = 0.5$ , с помощью  $F$ -статистики. Получается  $P\text{-value} = 0.69$ , следовательно, можно считать, что:

$$\varepsilon: \frac{1}{\sqrt{N}}. \quad (2)$$

Также гетероскедастичность подтверждается тестом White ( $P\text{-value} = 0.03$ ) и тестом Breusch, Pagan ( $P\text{-value} = 0.0001$ ).

Так как количество наблюдений от фирмы к фирме меняется значительно, это существенно влияет на ошибку. Поэтому гетероскедастичность необходимо учитывать.

Выявив основу гетероскедастичности, скорректируем каждую переменную на соответствующую величину (умножим на  $\sqrt{N}$ ). После расчета получим следующий результат (табл. III-1).

Таблица III-1

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера с условием гетероскедастичности (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	$P\text{-value}$
1	2	3
Константа (norm)	0.176	0.468
Волатильность акций (norm)	-1.502	0.123
Нефтегазовая отрасль (norm)	-0.003	0.964
Энергетика (norm)	0.136	0.020
Телекоммуникации (norm)	0.052	0.291
Металлургия (norm)	0.103	0.109
Машиностроение (norm)	0.050	0.350
Логарифм капитализации фирмы, руб. (norm)	0.014	0.298
Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, % (norm)	-0.002	0.023

Продолжение таблицы П1-1

1	2	3
Число аналитиков, участвующих в прогнозе (norm)	-0.016	0.036
<b>R<sup>2</sup></b>		<b>0.634</b>
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>		<b>0.512</b>
<b>P-value F-статистики</b>		<b>0,000</b>

После изменения тест White уже не подтверждает гетероскедастичность ( $P$ -value = 0.151).

При этом если снова добавить ликвидность, то она останется незначимой (табл. П1-2).

Таблица П1-2

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера с условием гетероскедастичности (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	P-value
Константа (norm)	0.112	0.720
Ликвидность (логарифм спреда)	0.007	0.737
Волатильность акций (norm)	-1.497	0.131
Нефтегазовая отрасль (norm)	-0.006	0.913
Энергетика (norm)	0.133	0.028
Телекоммуникации (norm)	0.054	0.285
Металлургия (norm)	0.097	0.151
Машиностроение (norm)	0.048	0.392
Логарифм капитализации фирмы, руб. (norm)	0.019	0.335
<b>Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, % (norm)</b>	-0.002	0.026
Число аналитиков, участвующих в прогнозе (norm)	-0.016	0.039
<b>R<sup>2</sup></b>		<b>0.636</b>
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>		<b>0.496</b>
<b>P-value F-статистики</b>		<b>0,000</b>

Так как капитализация оказывается незначимой и на 15%-м уровне значимости, ее стоит удалить. В результате итоговая регрессия сведется к следующему виду (*табл. III-3*).

*Таблица III-3*

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера с условием гетероскедастичности (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
Константа (norm)	0.417	0.000
Волатильность акций (norm)	-1.378	0.153
Нефтегазовая отрасль (norm)	0.033	0.469
Энергетика (norm)	0.143	0.014
Телекоммуникации (norm)	0.043	0.374
Металлургия (norm)	0.121	0.053
Машиностроение (norm)	0.049	0.363
<b>Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, % (norm)</b>	-0.002	0.025
Число аналитиков, участвующих в прогнозе (norm)	-0.011	0.057
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.619</b>
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>		<b>0.510</b>
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>		<b>0,000</b>

С одной стороны, итоговый коэффициент при волатильности оказался незначим. С другой стороны, в большинстве своем он оставался значимым. В связи с этим, на наш взгляд, несмотря на незначимость, его стоит оставить в итоговой регрессии (ниже будет приведена регрессия без нее).

После учета гетероскедастичности нормированная константа стала сильно коррелировать с переменной числа наблюдений, несмотря на это, обе переменные значимы. Поэтому данный показатель стоит оставить (хотя бы еще и потому, что включение в качестве объяс-

няющей переменной числа аналитиков имеет под собой определенное обоснование (принцип «стадного» поведения, например)). Если все же его удалить, результат от этого сильно не поменяется (табл. П1-4).

Таблица П1-4

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера с условием гетероскедастичности (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
Константа (norm)	0.337	0.000
Волатильность акций (norm)	-1.509	0.135
Нефтегазовая отрасль (norm)	0.012	0.804
Энергетика (norm)	0.121	0.040
Телекоммуникации (norm)	0.000	0.995
Металлургия (norm)	0.067	0.242
Машиностроение (norm)	0.052	0.358
Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, % (norm)	-0.002	0.063
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.619</b>
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>		<b>0.510</b>
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>		<b>0,000</b>

При этом коэффициент при волатильности будет значим на 15%-м уровне. Коэффициент при доле акционеров оказывается значимым на 10%-м уровне.

Несмотря на то что тест White не обнаружил гетероскедастичность, с точки зрения теории, кроме зависимости остатков от числа наблюдений, возможна зависимость остатков от того, к какой отрасли относится та или иная компания. Тест Glejser обнаружил данную зависимость между отраслями. Единственно значимой (*P-value* = 0.008) оказалась отрасль электроэнергетики. В среднем ошибка дис-

персии в данной отрасли оказалась выше, чем в других. После корректировки переменных для учета различной дисперсии ошибок получаем следующий результат (табл. III-5).

Таблица III-5

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера с условием гетероскедастичности (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	P-value
Константа (norm)	0.057	0.781
Волатильность акций (norm)	-0.778	0.363
Нефтегазовая отрасль (norm)	-0.026	0.572
Энергетика (norm)	0.098	0.134
Телекоммуникации (norm)	0.029	0.460
Металлургия (norm)	0.063	0.221
Машиностроение (norm)	0.051	0.227
Логарифм капитализации фирмы, руб. (norm)	0.015	0.211
<b>Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, % (norm)</b>	-0.002	0.016
Число аналитиков, участвующих в прогнозе (norm)	-0.007	0.304
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.724</b>	
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>	<b>0.632</b>	
<b>P-value F-статистики</b>	<b>0,000</b>	

Как видно, коэффициент при доле акционеров остается значимым ( $P\text{-value} = 0.016$ ). К сожалению, все остальные коэффициенты оказались незначимы. Тем не менее коэффициент при доле акционеров (который нас и интересует) остается по-прежнему устойчив.

Если убрать все незначимые коэффициенты, указанные в табл. III-5, то в итоге получим следующее (табл. III-6).

Таблица III-6

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера с условием гетероскедастичности (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	P-value
Константа (nom)	0.299	0.000
Металлургия (nom)	0.057	0.080
Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера % (nom)	-0.002	0.002
<b>R<sup>2</sup></b>	<b>0.665</b>	
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>	<b>0.645</b>	
<b>P-value F-статистики</b>	<b>0,000</b>	

Как видно, исключение волатильности не меняет результатов (более того, коэффициент при доле крупного акционера оказался значим на 1%-м уровне).

Однако более предпочтительно результат, как уже говорилось, оставлять в табл. III-4 или III-5, например.

## Приложение 2

### Методика расчета индекса прозрачности по Standard&Poor's (2 компонента, которые учитываются в работе)

*Финансовая информация:*

25. Учетная политика.
26. Учетные стандарты, которые использует компания.
27. Соответствие стандартов отчетности местным стандартам учета.

28. Составление годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (IAS/US GAAP).

29. Замечания к годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/US GAAP).

30. Отчет независимого аудитора о годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/US GAAP).

31. Мнение аудитора без замечаний, представленное о годовой финансовой отчетности в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/US GAAP).

32. Подробное раскрытие информации о сделках с заинтересованностью (точные условия сделок или доказательства того, что они совершались преимущественно на рыночных условиях; суммы сделок) в финансовой отчетности.

33. Промежуточная финансовая отчетность (за квартал или полугодие) в соответствии с международными стандартами учета (МСФО/US GAAP).

34. Замечания к указанной финансовой отчетности.

35. Аудит или аудиторский обзор данной финансовой отчетности.

36. Любого вида прогнозы доходов от основной деятельности.

37. Подробные прогнозы доходов.

38. Квартальная финансовая информация.

39. Сегментный анализ (по видам деятельности).

40. Название аудиторской фирмы.

41. Предоставление аудиторского отчета.

42. Размер вознаграждения, выплачиваемого аудитору.

43. Вознаграждения, выплачиваемые аудитору за любую работу, не связанную с аудитом.

44. Консолидированная финансовая отчетность (или отчетность только холдинговой компании).

45. Методы оценки активов.

46. Информация о методе исчисления амортизации основных средств.

47. Список аффилированных лиц, где компания является миноритарным акционером.

48. Структура собственности аффилированных лиц.
49. Перечень или реестр сделок с заинтересованностью.
50. Перечень или реестр сделок, совершенных с дочерними компаниями.

*Операционная информация:*

51. Информация о видах деятельности компании.
52. Информация о товарах или услугах, произведенных/оказанных.
53. Выпуск продукции в натуральном выражении (количество пользователей и т.п.).
54. Характеристика используемых активов.
55. Показатели эффективности (совокупные активы, собственные средства и т.д.).
56. Специфические показатели отрасли.
57. Обсуждение корпоративной стратегии.
58. Инвестиционные планы на ближайшие годы.
59. Подробная информация об инвестиционных планах на ближайшие годы.
60. Любого вида прогнозы выпуска.
61. Обзор тенденций в отрасли.
62. Рыночная доля какого-либо одного или всех видов деятельности компании.

### Приложение 3

*Таблица ПЗ-1*

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Логарифм издержек	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	39	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
1	2	3
Константа	0.064	0.782

Продолжение таблицы ПЗ-1

1	2	3
Логарифм капитализации фирмы, руб.	0.018	0.186
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.013	0.088
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	<b>-0.002</b>	<b>0.006</b>
Нефтегазовая отрасль	-0.068	0.248
Энергетика	0.106	0.055
Телекоммуникации	0.033	0.523
Металлургия	0.068	0.392
Машиностроение	-0.006	0.914
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.465</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.322</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,009</b>

Таблица ПЗ-2

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупных акционеров (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Логарифм издержек	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	39	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	0.055	0.843
Логарифм доли от капитализации фирмы, принадлежащей миноритарным акционерам, руб.	0.009	0.588
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.006	0.519
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупных акционеров (&gt;10%)</b>	<b>0.000</b>	<b>0.985</b>
Нефтегазовая отрасль	-0.032	0.645
Энергетика	0.149	0.017
Телекоммуникации	0.041	0.491
Металлургия	0.085	0.367
Машиностроение	0.025	0.675
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.300</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.111</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,169</b>

Таблица ПЗ-3

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
Константа	-0.028	0.922
Ликвидность акций (логарифм объема торгов в \$)	-0.005	0.711
Волатильность акций	-2.019	0.065
Нефтегазовая отрасль	-0.077	0.267
Энергетика	0.145	0.021
Телекоммуникации	0.017	0.763
Металлургия	0.042	0.598
Машиностроение	0.018	0.735
Логарифм капитализации фирмы, руб.	0.030	0.131
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.037
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.014	0.102
<b><i>R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.507</b>	
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.376</b>	
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>	<b>0,009</b>	

Таблица ПЗ-4

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов		
Спецификация уравнения	Линейная		
Период оценок	Июнь 2004		
Количество наблюдений	37		
	Коэффициент	<i>P-value</i>	
	1	2	
		3	
Константа		-0.097	0.774
Ликвидность акций (спред)		0.144	0.655

Продолжение таблицы ПЗ-4

1	2	3
Волатильность акций	-2.232	0.050
Нефтегазовая отрасль	-0.085	0.183
Энергетика	0.142	0.021
Телекоммуникации	0.016	0.776
Металлургия	0.040	0.617
Машиностроение	0.017	0.749
Логарифм капитализации фирмы, руб.	0.030	0.110
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.036
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.015	0.070
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.550</b>
<b>Adj. <math>R^2</math></b>		<b>0.378</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,009</b>

Таблица ПЗ-5

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	$P$ -value
1	2	3
Константа	-0.052	0.877
Ликвидность акций (спред)	0.067	0.826
Волатильность акций	-2.176	0.063
Нефтегазовая отрасль	-0.086	0.179
Энергетика	0.141	0.022
Телекоммуникации	0.013	0.817
Металлургия	0.039	0.620
Машиностроение	0.016	0.769
Логарифм капитализации фирмы, руб.	0.028	0.139
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.038
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.015	0.067

Продолжение таблицы ПЗ-5

	1	2	3
$R^2$			0.548
$Adj. R^2$			0.374
$P$ -value $F$ -статистики			0,009

Таблица ПЗ-6

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	-0.110	0.747
Ликвидность акций (спред на начало торгов)	0.013	0.617
Волатильность акций	-2.062	0.057
Нефтегазовая отрасль	-0.091	0.161
Энергетика	0.133	0.033
Телекоммуникации	0.014	0.799
Металлургия	0.032	0.697
Машиностроение	0.009	0.866
Логарифм капитализации фирмы, руб.	0.034	0.133
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.036
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.015	0.068
$R^2$		<b>0.551</b>
$Adj. R^2$		<b>0.379</b>
$P$ -value $F$ -статистики		<b>0,009</b>

Таблица ПЗ-7

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера с условием нормирования относительно ликвидности (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	P-value
Константа	0.207	0.000
Ликвидность акций (логарифм спреда)	-0.003	0.827
Волатильность акций (norm)	-2.062	0.057
Нефтегазовая отрасль (norm)	-0.095	0.144
Энергетика (norm)	0.141	0.003
Телекоммуникации (norm)	0.011	0.807
Металлургия (norm)	0.046	0.477
Машиностроение (norm)	-0.031	0.465
Логарифм капитализации фирмы, руб. (norm)	0.015	0.280
<b>Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, % (norm)</b>	-0.003	0.002
Число аналитиков, участвующих в прогнозе (norm)	0.001	0.813
<b><math>R^2</math></b>	<b>0.551</b>	
<b>Adj. <math>R^2</math></b>	<b>0.379</b>	
<b>P-value F-статистики</b>	<b>0,008</b>	

Таблица ПЗ-8

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	P-value
	1	2
	3	
Константа	-0.010	0.971

Продолжение таблицы ПЗ-8

1	2	3
Волатильность акций	-2.082	0.051
Нефтегазовая отрасль	-0.086	0.172
Энергетика	0.141	0.020
Телекоммуникации	0.011	0.841
Металлургия	0.040	0.605
Машиностроение	0.014	0.793
Логарифм капитализации фирмы, руб.	0.026	0.107
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера %</b>	-0.002	0.036
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.015	0.063
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.547</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.396</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,009</b>

Таблица ПЗ-9

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	29	
	Коэффициент	$P$ -value
1	2	3
Константа	-0.105	0.785
Волатильность выручки, скорректированной на сезонную составляющую	-0.064	0.299
Волатильность акций	-1.665	0.260
Нефтегазовая отрасль	-0.102	0.293
Энергетика	0.123	0.230
Телекоммуникации	0.056	0.530
Металлургия	0.039	0.751
Машиностроение	0.020	0.844
Логарифм капитализации компании	0.033	0.133
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.096

Продолжение таблицы ПЗ-9

1	2	3
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.018	0.102
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.572</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.335</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,050</b>

Таблица ПЗ-10

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	29	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	-0.144	0.717
Волатильность балансовой прибыли, скорректированной на сезонную составляющую	-0.001	0.963
Волатильность акций	-1.683	0.300
Нефтегазовая отрасль	-0.102	0.327
Энергетика	0.139	0.194
Телекоммуникации	0.037	0.695
Металлургия	0.058	0.653
Машиностроение	0.040	0.771
Логарифм капитализации компании	0.033	0.150
<b>Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.167
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.019	0.091
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.545</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.292</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,075</b>

Таблица ПЗ-11

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	29	
	Коэффициент	P-value
Константа	-0.136	0.733
Волатильность чистой прибыли, скорректированной на сезонную составляющую	0.000	0.853
Волатильность акций	-1.780	0.257
Нефтегазовая отрасль	-0.099	0.329
Энергетика	0.141	0.184
Телекоммуникации	0.034	0.700
Металлургия	0.056	0.658
Машиностроение	0.030	0.776
Логарифм капитализации компании	0.032	0.159
Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.193
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.019	0.108
<b>R<sup>2</sup></b>		<b>0.546</b>
<b>Adj. R<sup>2</sup></b>		<b>0.294</b>
<b>P-value F-статистики</b>		<b>0,074</b>

Таблица ПЗ-12

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	P-value
	1	2
		3
Константа		0.894

Продолжение таблицы ПЗ-12

1	2	3
Волатильность выручки (I.2000–IV.2003)	-0.022	0.554
Волатильность акций	-2.212	0.046
Нефтегазовая отрасль	-0.079	0.222
Энергетика	0.139	0.023
Телекоммуникации	0.015	0.792
Металлургия	0.032	0.695
Машиностроение	0.009	0.868
Логарифм капитализации компании	0.024	0.153
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.044
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.014	0.118
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.553</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.381</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,008</b>

Таблица ПЗ-13

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	$P$ -value
1	2	3
Константа	-0.033	0.904
Волатильность балансовой прибыли (I.2000–IV.2003)	0.016	0.354
Волатильность акций	-2.446	0.034
Нефтегазовая отрасль	-0.094	0.143
Энергетика	0.131	0.032
Телекоммуникации	0.003	0.961
Металлургия	0.041	0.601
Машиностроение	-0.014	0.819

Продолжение таблицы ПЗ-13

1	2	3
Логарифм капитализации компании	0.028	0.087
Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.029
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.017	0.048
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.562</b>
<b>Adj. <math>R^2</math></b>		<b>0.394</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,007</b>

Таблица ПЗ-14

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	0.031	0.909
Волатильность чистой прибыли (I.2000–IV.2003)	0.006	0.233
Волатильность акций	-2.363	0.031
Нефтегазовая отрасль	-0.080	0.200
Энергетика	0.143	0.017
Телекоммуникации	0.005	0.924
Металлургия	0.041	0.595
Машиностроение	-0.011	0.843
Логарифм капитализации компании	0.023	0.151
Доля акций, принадлежащая на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.070
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.014	0.079
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.572</b>
<b>Adj. <math>R^2</math></b>		<b>0.407</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,005</b>

Таблица ПЗ-15

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
Константа	-0.037	0.898
Волатильность квартальной выручки (2003)	0.004	0.982
Волатильность акций	-1.982	0.078
Нефтегазовая отрасль	-0.088	0.203
Энергетика	0.139	0.027
Телекоммуникации	0.017	0.778
Металлургия	0.043	0.613
Машиностроение	0.004	0.943
Логарифм капитализации компании	0.028	0.112
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.045
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.016	0.068
<b><i>R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.548</b>	
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.367</b>	
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>	<b>0,012</b>	

Таблица ПЗ-16

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
1	2	3
Константа	-0.040	0.873
Волатильность квартальной балансовой прибыли (2003)	0.027	0.006

Продолжение таблицы ПЗ-16

1	2	3
Волатильность акций	-1.158	0.240
Нефтегазовая отрасль	-0.078	0.168
Энергетика	0.072	0.204
Телекоммуникации	0.022	0.658
Металлургия	0.087	0.225
Машиностроение	-0.018	0.722
Логарифм капитализации компании	0.024	0.099
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.022
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.011	0.135
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.668</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.536</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,000</b>

Таблица ПЗ-17

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	$P$ -value
1	2	3
Константа	-0.007	0.977
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003)	0.026	0.004
Волатильность акций	-1.674	0.078
Нефтегазовая отрасль	-0.078	0.158
Энергетика	0.084	0.123
Телекоммуникации	0.020	0.685
Металлургия	0.097	0.173
Машиностроение	-0.040	0.430
Логарифм капитализации компании	0.024	0.095

Продолжение таблицы ПЗ-17

1	2	3
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.014
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.013	0.092
$R^2$		<b>0.680</b>
$Adj. R^2$		<b>0.552</b>
$P$ -value $F$ -статистики		<b>0,000</b>

Таблица ПЗ-18

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	0.039	0.887
Волатильность годовой выручки	-0.048	0.239
Волатильность акций	-2.236	0.037
Нефтегазовая отрасль	-0.095	0.134
Энергетика	0.122	0.047
Телекоммуникации	0.000	0.994
Металлургия	0.006	0.940
Машиностроение	0.004	0.943
Логарифм капитализации компании	0.025	0.119
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.023
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.012	0.157
$R^2$		<b>0.571</b>
$Adj. R^2$		<b>0.406</b>
$P$ -value $F$ -статистики		<b>0,005</b>

Таблица ПЗ-19

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	37	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
Константа	-0.007	0.979
Волатильность годовой балансовой прибыли	-0.014	0.455
Волатильность акций	-1.764	0.124
Нефтегазовая отрасль	-0.096	0.141
Энергетика	0.127	0.044
Телекоммуникации	0.012	0.821
Металлургия	0.037	0.640
Машиностроение	0.015	0.775
Логарифм капитализации компании	0.027	0.101
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.029
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.016	0.053
<b><i>R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.557</b>	
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.386</b>	
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>	<b>0,007</b>	

Таблица ПЗ-20

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов		
Спецификация уравнения	Линейная		
Период оценок	Июнь 2004		
Количество наблюдений	37		
	Коэффициент	<i>P-value</i>	
	1	2	
Константа		0.037	0.896
Волатильность годовой чистой прибыли		0.005	0.410

Продолжение таблицы ПЗ-20

1	2	3
Волатильность акций	-2.067	0.054
Нефтегазовая отрасль	-0.088	0.167
Энергетика	0.134	0.027
Телекоммуникации	0.000	0.994
Металлургия	0.035	0.655
Машиностроение	-0.009	0.876
Логарифм капитализации компании	0.023	0.160
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	-0.002	0.054
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	-0.014	0.086
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.559</b>
<b>Adj. <math>R^2</math></b>		<b>0.389</b>
<b>P-value F-статистики</b>		<b>0,007</b>

Таблица ПЗ-21

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	P-value
1	2	3
Константа	0.214	0.320
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003)	0.000	0.002
Волатильность цен товаров (квартальные данные 2002–2003)	-0.003	0.998
Волатильность акций	-0.103	0.923
Нефтегазовая отрасль	-0.065	0.291
Энергетика	0.040	0.697
Телекоммуникации	-0.002	0.991
Металлургия	0.042	0.832
Машиностроение	-0.032	0.574
Логарифм капитализации компании	0.008	0.593

Продолжение таблицы ПЗ-21

	1	2	3
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %		-0.002	0.017
Число аналитиков, участвующих в прогнозе		-0.005	0.494
$R^2$			<b>0.690</b>
$Adj. R^2$			<b>0.547</b>
$P$ -value $F$ -статистики			<b>0,001</b>

Таблица ПЗ-22

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	0.309	0.057
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003)	0.000	0.000
Волатильность цен товаров (квартальные данные 2002–2003)	0.339	0.315
Волатильность акций	0.623	0.393
Логарифм капитализации компании	-0.004	0.638
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %	-0.002	0.009
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	0.001	0.856
$R^2$		<b>0.559</b>
$Adj. R^2$		<b>0.389</b>
$P$ -value $F$ -статистики		<b>0,007</b>

Таблица ПЗ-23

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
Константа	0.162	0.436
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003)	0.026	0.005
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003)	0.119	0.790
Волатильность акций	–1.546	0.138
Нефтегазовая отрасль	–0.046	0.366
Энергетика	0.066	0.512
Телекоммуникации	–0.001	0.991
Металлургия	0.088	0.489
Машиностроение	–0.043	0.467
Логарифм капитализации компании	0.014	0.241
<b>Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %</b>	<b>–0.002</b>	<b>0.021</b>
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	–0.010	0.194
<b><i>R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.667</b>	
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.515</b>	
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>	<b>0,001</b>	

Таблица ПЗ-24

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
	1	2
		3
Константа	0.227	0.159

Продолжение таблицы ПЗ-24

1	2	3
Волатильность квартальной балансовой прибыли (2003)	0.000	0.000
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003)	0.302	0.062
Волатильность акций	0.136	0.848
Логарифм капитализации компании	0.002	0.791
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %	–0.002	0.008
Число аналитиков, участвующих в прогнозе	–0.003	0.650
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.646</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.573</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,000</b>

Таблица ПЗ-25

**Результаты оценки уравнения зависимости дисперсии прогнозов от доли крупного акционера (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	0.261	0.000
Волатильность квартальной балансовой прибыли (2003)	0.000	0.000
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003)	0.261	0.039
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, %	–0.002	0.006
<b><math>R^2</math></b>		<b>0.641</b>
<b><math>Adj. R^2</math></b>		<b>0.608</b>
<b><math>P</math>-value <math>F</math>-статистики</b>		<b>0,000</b>

Таблица ПЗ-26

**Результаты оценки уравнения (47 (см. раздел 2)) (с учетом гетероскедастичности) (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
Константа (norm)	0.075	0.627
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003) (norm)	0.022	0.003
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003) (norm)	0.448	0.001
Волатильность акций (norm)	–1.328	0.049
Логарифм капитализации компании (norm)	0.016	0.046
Доля акций, приходящаяся на наиболее крупного акционера, % (norm)	–0.002	0.002
Число аналитиков, участвующих в прогнозе (norm)	–0.012	0.032
<b><i>R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.682</b>	
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>	<b>0.582</b>	
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>	<b>0,000</b>	

Таблица ПЗ-27

**Результаты оценки уравнения (47) (июнь 2004 г.)**

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	<i>P-value</i>
	1	2
		3
Константа	–0.062	0.727
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003)	0.030	0.001
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003)	0.552	0.003
Волатильность акций	–1.687	0.041
Логарифм капитализации компании	0.015	0.123

Продолжение таблицы ПЗ-27

	1	2	3
Число аналитиков, участвующих в прогнозе		-0.007	0.243
$R^2$			<b>0.499</b>
$Adj. R^2$			<b>0.415</b>
$P$ -value $F$ -статистики			<b>0,001</b>

Таблица ПЗ-28

Результаты оценки уравнения (47) (июнь 2004 г.)

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов	
Спецификация уравнения	Линейная	
Период оценок	Июнь 2004	
Количество наблюдений	36	
	Коэффициент	$P$ -value
Константа	0.193	0.000
Волатильность квартальной чистой прибыли (2003)	0.030	0.000
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003)	0.458	0.003
Волатильность акций	-1.294	0.094
$R^2$		<b>0.455</b>
$Adj. R^2$		<b>0.404</b>
$P$ -value $F$ -статистики		<b>0,000</b>

Таблица ПЗ-29

Результаты оценки уравнения (47) (июнь 2004 г.)

Объясняемая переменная	Дисперсия прогнозов		
Спецификация уравнения	Линейная		
Период оценок	Июнь 2004		
Количество наблюдений	36		
	Коэффициент	$P$ -value	
	1	2	
		3	
Константа		0.150	0.000
Волатильность квартальной балансовой прибыли (2003)		0.032	0.000

*Продолжение таблицы ПЗ-29*

	1	2	3
Волатильность цен товаров (годовые данные 2000–2003)		0.406	0.007
<b><i>R</i><sup>2</sup></b>			<b>0.461</b>
<b><i>Adj. R</i><sup>2</sup></b>			<b>0.428</b>
<b><i>P-value F</i>-статистики</b>			<b>0,000</b>

## **Библиография**

### **Российские нормативно-правовые акты**

- Конституция Российской Федерации. Принята 12 декабря 1993 г.
- Федеральный конституционный закон «О судебной системе Российской Федерации» от 31 декабря 1996 г. № 1-ФКЗ.
- Федеральный закон «О несостоятельности (банкротстве)» от 26 октября 2002 г. № 127-ФЗ.
- Федеральный закон «Об акционерных обществах» от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ.
- Федеральный закон «О государственной регистрации юридических лиц и индивидуальных предпринимателей» от 8 августа 2001 г. № 129-ФЗ.
- Федеральный закон «О рынке ценных бумаг» от 22 апреля 1996 г. № 39-ФЗ.
- Федеральный закон «Об оценочной деятельности в Российской Федерации» от 29 июля 1998 г. № 135-ФЗ.
- Федеральный закон «Об инвестиционных фондах» от 29 ноября 2001 г. № 156-ФЗ.
- Федеральный закон «О негосударственных пенсионных фондах» от 7 мая 1998 г. № 75-ФЗ.
- Федеральный закон «О рекламе» от 18 июля 1995 г. № 108-ФЗ.
- Федеральный закон «Об обязательном страховании гражданской ответственности владельцев автотранспортных средств» от 25 апреля 2002 г. № 40-ФЗ.
- Федеральный закон «О некоммерческих организациях» от 12 января 1996 г. № 7-ФЗ.
- Федеральный закон «Об аудиторской деятельности» от 7 августа 2001 г. № 119-ФЗ.
- Федеральный закон «О лицензировании отдельных видов деятельности» от 8 августа 2001 г. № 128-ФЗ.
- Федеральный закон «О третейских судах в Российской Федерации» от 24 июля 2002 г. № 102-ФЗ.
- Федеральный закон «О государственной регистрации прав на недвижимое имущество и сделок с ним» от 21 июля 1997 г.

Федеральный закон «О государственной гражданской службе Российской Федерации» от 27 июля 2004 г. № 79-ФЗ.

Федеральный закон «О техническом регулировании» от 27 декабря 2002 г. № 184-ФЗ.

Закон РФ «Об организации страхового дела в Российской Федерации» от 27 ноября 1992 г. № 4015-1.

Гражданский кодекс Российской Федерации. Часть 1. ФЗ от 30.11.1994 г. № 151-ФЗ.

Гражданский кодекс Российской Федерации, Часть 2. Федеральный закон от 26 января 1996 г. № 14-ФЗ.

Кодекс РФ об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. № 195-ФЗ.

Арбитражный процессуальный кодекс РФ от 24 июля 2002 г. № 95-ФЗ.

Гражданский процессуальный кодекс РФ от 14 ноября 2002 г. № 138-ФЗ.

Указ Президента РФ «Вопросы Федеральной регистрационной службы» от 13 октября 2004 г. № 1315.

Постановление Правительства РФ «Об утверждении положения о Федеральной службе по финансовым рынкам» от 30 июня 200 г. № 317.

Распоряжение ФКЦБ «О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения» от 4 апреля 2002 г. № 421/р.

Постановление ФКЦБ «Об утверждении Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров» от 31 мая 2002 г. № 17/пс.

Постановление ФКЦБ «О методических рекомендациях по составу и форме предоставления сведений о соблюдении кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ» от 30 апреля 2003 г. № 03-049/р.

Распоряжение ФКЦБ «Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения» от 18 июня 2003 г. № 03-1169/р.

Постановление ФКЦБ «Об утверждении Положения о саморегулируемых организациях профессиональных участников рынка ценных бумаг и положения о лицензировании саморегулируемых организаций профессиональных участников рынка ценных бумаг» от 1 июля 1997 г. № 24.

Приказ ФСФР «Об утверждении Положения о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг» от 15 декабря 2004 г. № 04-1245/пз-н.

Приказ ФСФР «Об утверждении Положения о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» от 16 марта 2005 г. № 05-5/пз-н.

Приказ Министерства юстиции РФ «Об утверждении положения о порядке ведения единого государственного реестра саморегулируемых организаций арбитражных управляющих и формы выписки из единого государственного реестра» от 30 декабря 2004 г. № 202.

Положение о третейском суде для разрешения экономических споров при Торгово-промышленной палате РФ. Утверждено постановлением Президиума Торгово-промышленной палаты РФ от 23 октября 1992 г. № 80-9.

Постановление Конституционного суда РФ по делу о проверке конституционности ч. 4 ст. 47 Уголовно-процессуального кодекса РСФСР в связи с жалобами граждан Б.В. Антипова, П.Л. Гитиса и С.В. Абрамова от 28 января 1997 г. № 2-П.

Постановление Конституционного суда РФ по делу о проверке конституционности отдельных положений статей 2, 12, 17, 24 и 34 Основ законодательства РФ о нотариате от 19 мая 1998 г. № 15-П.

Обзор судебной практики по гражданским делам Верховного Суда РФ за IV квартал 2004 г. Утвержден постановлением Президиума Верховного Суда РФ от 9 февраля 2005 г. Источник: Справочная правовая система «Гарант».

Решение Третейского суда ТПП РФ по делу №18/2000. Обзор практики Третейского суда при Торгово-промышленной палате Российской Федерации за 2000 год. Источник: сайт ТПП РФ: [www.tpprf.ru](http://www.tpprf.ru).

Материалы судебной практики по обжалованию отказов учреждения юстиции в государственной регистрации прав на основании решений третейских судов. Размещено на сайте: [http://just.siberia.net/sud\\_pra\\_krasn.htm](http://just.siberia.net/sud_pra_krasn.htm).

Решение Арбитражного суда Красноярского края от 29 июля 2003 г. по делу № А33-5775/03-сбн, размещено на сайте [http://just.siberia.net/sud\\_pra\\_krasn.htm](http://just.siberia.net/sud_pra_krasn.htm).

Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 1 апреля 2004 г. № КГ-А40/1707-04. Источник: Справочная правовая система «Гарант».

Постановление Федерального арбитражного суда Московского округа от 1 апреля 2004 г. № КГ-А40/2124-04. Источник: Справочная правовая система «Гарант».

### **Зарубежное законодательство, кодексы корпоративного поведения, акты рекомендательного характера, локальные документы**

Принципы корпоративного управления, ОЭСР (утверждены в 1999 г., подписаны министрами на заседании Совета ОЭСР на уровне министров 26–27 мая 1999 г.). Размещены на сайте [www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru).

Securities Exchange Act of 1934.

Communications Act 2003.

Amnesty International's Human Rights Guidelines for Companies.

Best practices in public companies. Утвержден на Форуме корпоративного управления (Corporate Governance Forum) в 2002 г. в Польше.

Coalition for Environmentally Responsible Economics (Ceres) Principles.

Combined code on corporate governance (UK). Утвержден в июле 2003 г. Кодекс размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Corporate Governance Recommendations from the Federation of Belgian Companies (VBO/FEB), утверждены в январе 1998 г. Размещены на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Euroshareholders corporate governance guidelines 2000. Размещены на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Corporate Governance Code for Polish listed companies (final proposal) (Польша) Утвержден в июне 2002 г., размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Corporate governance code based on the OECD principles (Словакия). Подготовлен при содействии the British-Slovak Action Plan and DFID Jennie Mills, Milford international Associates LTD в сентябре 2002 г. Размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Corporate governance code in Romania от 24 марта 2000 г. Размещен на сайте [www.rid.ru](http://www.rid.ru).

Corporate governance code (Италия). Утвержден Комитетом по корпоративному управлению компаний, чьи акции котируются на бирже, последняя редакция кодекса от июля 2002 г., кодекс размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Corporate governance for Belgian listed companies (декабрь 1998 г.) Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Corporate Governance in Denmark – recommendations for good corporate governance in Denmark.

Corporate governance rules as of November 3 2004 adopted by New York Stock Exchange. [www.nyse.com](http://www.nyse.com).

A Draft code of conduct for European enterprises operating in developing countries (European Parliament).

European Association of Securities Dealers Principles & Recommendations (май 2000).

German Corporate governance code. Размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Global Sullivan Principles.

Guidance on internal control (the Trinbull Guidance) (UK), утверждены в сентябре 1999 г.

ICC Rules of Conduct on Extortion and Bribery in International Business Transactions.

ICC Business Charter for Sustainable development.

International Labour Organization (ILO) Tripartite Declaration of Principles concerning the Caux Principles (Caux Round Table).

Inter-Faith Center on Corporate Responsibility/Ecumenical Council for Corporate Responsibility/Ecumenical Council for Corporate Responsibility/Taskforce on the Churches and Corporate Responsibility (ICCR/ECCR/TCCR) Principles for Global Corporate Responsibility Benchmarks for measuring business performance.

Organization for Economic Cooperation and Development (OECD) Guidelines for Multinational Enterprises.

Recommendations on corporate governance» adopted by Commission on corporate governance (AFG-ASFI) (Франция). Приняты 9 июня 1998 г., дополнены в 2001 г. ([www.ecgi.org](http://www.ecgi.org))

Responsible Care programme.

Revised Corporate Governance Code based on the OECD principles (Чехия). Проект в окончательной редакции от февраля 2001 г. Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Swedish Shareholder's Association «Corporate Governance Policy – a guidelines for better control and transparency for owners of companies quoted on the Swedish stockmarket. Размещено на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

Swiss Code of best practice for corporate governance). Утвержден в марте 2002 г., опубликован в июле 2002 г. Размещен на сайте [www.ecgi.org](http://www.ecgi.org).

### **Акты ООН**

Всеобщая декларация прав человека (the Universal Declaration of Human Rights, 1948).

Декларация Международной организации труда в отношении фундаментальных принципов и прав на работу (ILO Declaration on Fundamental Principles and Rights at Work, 1998).

Декларация устойчивого развития RIO (the Rio Declaration on Sustainable Development, 1992).

### **Документы саморегулируемых организаций**

Положение о третьей суде саморегулируемой организации «Национальная ассоциация участников фондового рынка», утверждено советом директоров НАУФОР от 3 октября 1997 г. (с

последними изменениями и дополнениями, утвержденными 25 октября 2004 г.).

Положение о Третейском суде Ассоциации российских банков. Утверждено Советом Ассоциации российских банков решением от 30 июня 2003 г. № 1. Размещено на сайте [www.arb.ru](http://www.arb.ru).

Регламент Постоянно-действующего суда при некоммерческом партнерстве «Российское газовое общество». Утвержден Решением общего собрания членов некоммерческого партнерства «Российское газовое общество», размещен на сайте [www.gazo.ru](http://www.gazo.ru).

Регламент Третейского суда Профессиональной ассоциации регистраторов, трансфер-агентов депозитариев, утвержден советом директоров ПАРТАД 29 июня 1999 г. Согласован с ФКЦБ РФ 28 февраля 2000 г.

Устав НАУФОР, утвержденный решением общего собрания членов НАУФОР (Протокол № 1 от 19 мая 2004 г.).

Устав Всероссийского союза страховщиков от 20 февраля 2004 г.

Устав Российского общества оценщиков от 5 марта 1993 г. в редакции от 12 июня 1995 г. Размещен на сайте [www.mrsa.ru](http://www.mrsa.ru).

Устав Института профессиональных аудиторов от 18 декабря 2002 г. Размещен на сайте [www.i-par.ru](http://www.i-par.ru).

### **Кодексы корпоративного управления и иные документы компаний**

Кодекс корпоративного управления ОАО «Ростелеком», утвержден на заседании совета директоров ОАО «Ростелеком» от 28 апреля 2004 г. Протокол № 5. Размещен на сайте [www.rostelecom.ru](http://www.rostelecom.ru).

Кодекс корпоративного управления (свод правил) ОАО «ЦентрТелеком», утвержден советом директоров ОАО «ЦентрТелеком». Протокол № 27 от 20 февраля 2004 г. Размещен на сайте [www.centrtelcom.ru](http://www.centrtelcom.ru).

Кодекс корпоративного управления РАО «ЕЭС России», размещен на сайте [www.rao-ees.ru](http://www.rao-ees.ru).

Кодекс корпоративной этики и поведения ОАО «Чепецкий механический завод», принят советом директоров ОАО «Чепецкий

механический завод». Протокол № 56 от 8 сентября 2004 г. Размещен на сайте [www.chmz.net](http://www.chmz.net).

Кодекс корпоративного поведения ОАО НПО «Сатурн», утвержден 10 декабря 2002 г. Размещен на сайте [www.amr.ru](http://www.amr.ru).

Кодекс корпоративного управления Сбербанка России, утвержден общим собранием акционеров компании в июне 2002 г. Размещен на сайте [www.sbrf.ru](http://www.sbrf.ru).

Кодекс корпоративного поведения ОАО «Научно-производственная корпорация «Иркут», размещен на сайте [www.nccg.ru](http://www.nccg.ru).

Кодекс корпоративного управления (поведения) ОАО «Газпром». Утвержден годовым общим собранием акционеров ОАО «Газпром», протокол № 1 от 28 июня 2002 г. Размещен на сайте [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru).

Положение о Третьей инстанции при РАО «ЕЭС России». Утверждено решением совета директоров РАО «ЕЭС России» от 7 марта 2001 г. Размещено на сайте [www.rao-ees.ru](http://www.rao-ees.ru).

Устав корпоративного управления ОАО «Сибнефть», утвержден советом директоров ОАО «Сибнефть» в июле 1998 года. Размещен на сайте [www.skrin.ru](http://www.skrin.ru).

### **Монографии, статьи, обзоры**

Абрамов А.Е., Иванов К.В., Лагунов В.Я. (1999). СРО: идеи, практика и предложения // Право и экономика. Апрель 1999 г.

Авакян Е. (2004). Членство в СРО – знак качества // Вестник НАУФОР. № 7 Июль.

Алмаев М.Х. (2004). Роль саморегулирования. Аппарат Совета Федерации ФС РФ, аналитическое управление. 2004 г. (<http://council.gov.ru/index.htm>).

Аналитический центр Ассоциации «Россия»: Нужны ли банкам саморегулируемые организации. – <http://asros.ru/?hid=135&pid=78&cid=92>.

Анникова Н., Беликов И. Проблемы создания комитета по аудиту в российских компаниях. Институт фондового рынка и управления. Статья размещена на сайте [www.rid.ru](http://www.rid.ru).

Балаян Л. (2005). Новая жизнь арбитража ММВБ // Биржевое обозрение. № 4 (18).

Башун В., Горбовцов С. В ожидании спроса // Эксперт. 2005. № 12. С. 52.

Булеков М. (2004). Саморегулирование. Проект Федерального закона «О саморегулируемых организациях» ([www.ratek.org](http://www.ratek.org)).

БЭА (2004). Развитие саморегулирования бизнеса и государственное вмешательство в экономику // Информационно-аналитический бюллетень № 59. Июнь 2004.

Волконский В.А. (1998). Институциональные проблемы российских реформ. М.: Диалог-МГУ.

Гайдар Е.Т. (1989). Экономические реформы и иерархические структуры. В: Гайдар Е.Т. Сочинения в 2 т. Т. 2. Изд-во «Евразия», 1997.

Гайдар Е.Т. (2005). Долгое время. Россия в мире. Очерки экономической истории. М.: Дело.

Голант О., Жаворонков С., Мау В., Черный Д., Яновский К. (2001). Проблемы становления новой институциональной структуры в переходных странах. Научные труды № 31. М.: ИЭПП.

Голикова В., Бурмистрова М. Обзор тенденций в области корпоративного управления в России. «Круглый стол» «Корпоративное управление в России» (ОЭСР). Москва. 2–3 октября 2003 г.

Долгопятова Т.Г. (ред.) Российская промышленность: институциональное развитие. М., 2002.

Дубовицкая Е. (2004). Европейское корпоративное право. М.: Волтерс Клувер.

Дубонос П.В. (2004). Саморегулирование: простое и сложное // Рынок ценных бумаг. № 7.

Жаворонков С., Мау В., Черный Д., Яновский К. (2001). Дeregулирование российской экономики. Научные труды № 32. М.: ИЭПП.

Импортированные институты в странах с переходной экономикой: эффективность и издержки (2003). Научные труды № 68. М.: ИЭПП.

Интервью с заместителем исполнительного директора Ассоциации по защите прав инвесторов О. Федровым (2002). И один в поле воин, если он независимый директор // Экономика России: XXI век. № 9.

Капелюшников Р. (2001). Собственность и контроль в российской промышленности: некоторые итоги опроса российских предприятий // Рынок ценных бумаг. № 20.

Кибенко Е.Р. (2003). Корпоративное право Великобритании. Киев: Юстиниан.

Кирдяшкин Д., Хинкин П. К вопросу об обязательности членства в СРО. Размещено на сайте [www.sro.ru](http://www.sro.ru).

Кисилева О. (2002). Поделится ли государство властью. Бюро правовой информации, размещено 27 декабря 2002 г. на сайте <http://www.bpi.ru/articles/531.html>.

Клейнер Г.Б. (2004). Эволюция институциональных систем. М.: Наука.

Кодекс корпоративного поведения (2003). Корпоративное поведение в России. М.: Экономика.

Козлова К.Б. (1987). Институционализм в американской политэкономии: идейно-теоретические основы либерального реформизма. М.: Наука.

Концептуальные предложения по закону о саморегулируемых организациях (СРО) (июль 2002). Размещено на сайте [www.sro.ru](http://www.sro.ru).

Костиков И.В. (2002). Совет директоров в системе корпоративного управления компании / Под общ. ред. И.В. Костикова. М.: Российский институт директоров. Костиков И.В.

(2003). Кодекс корпоративного поведения. Корпоративное поведение в России / Под общ. ред. И.В. Костикова. М.: Экономика.

Кочетков Г.Б., Супян В.Б. (2005). Корпорация: американская модель. СПб.: Питер. Крючкова П. (2001). Саморегулирование. Пособие для предпринимателей. М.: ИНП «Общественный договор».

Крючкова П. (2001а). Саморегулирование как гибридная форма институциональных соглашений // Вопросы экономики. 2001. № 6.

Крючкова П. (2001б). Саморегулирование хозяйственной деятельности как альтернатива избыточному государственному регулированию. М.: Общественный договор.

Крючкова П., Обыденков А. (2003). Издержки и риски саморегулирования. М.: ИИФ «СПРОС-КонфОП».

Крючкова П.В. (2005). Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук «Саморегулирование как дискретная институциональная альтернатива регулирования рынков».

Крючкова П.В. Комментарий к проекту Федерального закона «О саморегулируемых организациях» (проект 348631-3 ко второму чтению). Бюро экономического анализа. Размещено на сайте [www.beafnd.org](http://www.beafnd.org).

Кузнецов Б.В. (2003). Развитие спроса на институты на примере корпоративного законодательства (взгляд экономиста). В: «Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе». Научные доклады МОНФ № 148.

Кузьминов Я.И., Радаев В.В., Яковлев А.А., Ясин Е.Г. (2005). Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменений. М.: Изд. ГУ–ВШЭ.

Лазарко И., Кирдяшкин Д. Саморегулирование // Вестник НАУФОР. 2000. № 7.

Левенчук А. (1998). Институциональная реформа саморегулирования. ([www.libertarium.ru/libertarium/regul](http://www.libertarium.ru/libertarium/regul)).

Левенчук А. (1997). Саморегулирование и разработка стандартов. ([www.libertarium.ru/libertarium/regul](http://www.libertarium.ru/libertarium/regul)).

Локк Дж. (1988). Сочинения в 3 т. М.: Мысль.

Материалы V съезда Всероссийской ассоциации приватизируемых и частных предприятий (работодателей). 16 апреля 2004 г. (<http://rabotodateli.ru/vip/76.html>).

Материалы семинара «Корпоративное управление в России: роскошь или необходимость», состоявшегося 17 декабря 2003 г. Размещены на сайте [www.cfbe.ru](http://www.cfbe.ru).

Мау В.А. (1998). Экономика и право. Конституционные проблемы экономической реформы посткоммунистической России. Научные труды № 9. М.: ИЭПП.

Национальный рейтинг корпоративного управления консорциума «РИД-Эксперт РА» ([www.rid.ru](http://www.rid.ru), [www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)).

Обзор основных положений закона Сарбейнса-Оксли от 2002 г. Ernst and Young. Сентябрь 2002 г. [www.lin.ru](http://www.lin.ru).

Осипенко О. (2004). Еще раз о логике и задачах профессионального саморегулирования // Рынок ценных бумаг. № 5 (269).

Осипова А. (2003). Независимый директор – миф или реальность? Top-Manager. Март 2003 г.

Пайпс Р. (2000). Собственность и свобода. М.: Московская школа политических исследований.

Плескачевский В. (2003). Концепция саморегулирования. Специальные положения (финансовые рынки). Фонд рыночных исследований. 1 декабря 2003 г. Размещена на сайте [www.sro.ru](http://www.sro.ru).

Проект Федерального закона «О саморегулируемых организациях», принятый Государственной Думой РФ в первом чтении от 31 марта 2003 г. № 348631-3. Размещен на сайте [www.sro.ru](http://www.sro.ru).

Поланьи К. (2002). Великая трансформация. Политические и экономические истоки нашего времени. СПб.: Алетейя.

Полтерович В.М. (2001). Трансплантация институтов // Экономическая наука современной России. № 3.

Практика корпоративного управления в российских акционерных обществах: Отчет о результатах исследования Российского института директоров по итогам 2003 г. Москва 2003–2004 гг. Отчет размещен на сайте [www.rid.ru](http://www.rid.ru).

Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Гонтмахер А.Е., Межераупс И.В. (2004) Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. Научные труды № 73. М.: ИЭПП.

Радыгин А., Энтов Р. Межераупс И. (2002). Проблемы правоприменения (инфорсмент) в сфере защиты прав акционеров. Научные труды № 41. М.: ИЭПП.

Радыгин А.Д., Энтов Р.М. (1999). Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. Научные труды № 12. М.: ИЭПП.

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

Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. (2003). Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. Научные труды № 55. М.: ИЭПП.

РАО «ЕЭС России»: равнение на США. 21 апреля 2003 г. Источник: [www.interbiz.com](http://www.interbiz.com).

Рекомендации Парламентских слушаний на тему «Саморегулируемые организации. Проблемы развития, законодательства и правоприменительной практики», прошедших в Совете Федерации 27 мая 2004 г. Размещены на сайте <http://www.arpp.ru/020604-3.html>.

Рекомендации Парламентских слушаний на тему: «Законодательное обеспечение административной реформы». Москва. 8 июня 2004 г.

Рожкова М.А. (2004). Возможность разрешения и урегулирования коммерческих споров // Правосудие и Поволжье. № 5. Июль – август 2004 г.

Розенберг Н., Бирдцелл Л.Е.-мл. (1995). Как Запад стал богатым. Экономическое преобразование индустриального мира. Пер. с англ. М.: Catallaxy; Новосибирск: Экор.

Романихин А. (2003). Саморегулирование по-российски. Размещено на сайте [http://www.valuer-cis.ru/files/ds/inf\\_151203.htm](http://www.valuer-cis.ru/files/ds/inf_151203.htm) 15.12.03.

Саватюгин А. (2002). Два замечания о саморегулировании // Рынок ценных бумаг. № 22 (229).

Смит А. (1962). Исследование о природе и причинах богатства народов. М.: Мысль.

Старков О.Ю. (2002). Развитие институтов жилищного кредитования: проблема трансплантации. М.: ЦЭМИ РАН.

Стенограмма Парламентских слушаний Комитета по экономической политике и предпринимательству, прошедших 12 октября 2001 г.

Трегуб А. (2004). Саморегулируемые организации и разрешение споров: опыт NASD // Вестник НАУФОР. № 4.

Филатов А. (2004). Независимые директора – часть корпоративного управления (российский опыт) // Журнал для акционеров. Февраль 2004. Статья размещена на сайте [www.cfbe.ru](http://www.cfbe.ru).

Харриет Холл, Симпсон Робин (2002). Компонент 5: Саморегулирование. Документ подготовлен в рамках проекта ТАСИС «Содействие Министерству экономического развития и торговли Российской Федерации». Окончательный вариант: 28 октября 2002 г. – размещен на сайте <http://medt.strategypartner.ru/selfreg.htm>.

Харрод Р. (1959). К теории экономической динамики. Новые выводы экономической теории и их применение к экономической политике. М.: Изд-во иностр. лит-ры.

Хаши И. (2004). Законодательная база эффективного корпоративного управления: сравнительный анализ опыта ряда постсоциалистических стран. Опубликовано в серии «Исследования и анализ» (№ 268) Центра социально-экономических исследований (Варшава). Размещено на сайте [www.iet.ru](http://www.iet.ru).

Хикс Дж. (2003). Теория экономической истории // Вопросы экономики.

Шумпетер Й. (1995). Капитализм, социализм и демократия. М.: Экономика.

Экономика переходного периода. Очерки экономической политики посткоммунистической России 1998–2002. М.: Дело, 2003. Гл. 12–13. С. 441–522.

Яковлев А.А. (2003). Возможные стратегии экономических агентов по отношению к институтам корпоративного управления. В: «Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе». Научные доклады МОНФ № 148.

Abdel-Malek A. (1981). *Civilization and Social Theory*. State University of New York Press.

Acemoglu D. (2003). Why Not a Political Coase Theorem? // *Journal of Comparative Economics*. Vol. 31.

Acemoglu D., Aghion Ph., Zilibotti F. (2002). Distance to Frontier, Selection, and Economic Growth. NBER Working Paper № 9066 Washington.

Acemoglu D., Johnson S., Robinson J. (2004). Institutions as the Fundamental Cause of Long-Run Growth. In: "Handbook of Economic Growth". Ed. by Aghion Ph., Durlauf S. North-Holland.

Acemoglu D., Johnson S., Robinson J., Thaicharoen (2003). Institutional Causes, Macroeconomic Symptoms: Volatility, Crises and Growth // *Journal of Monetary Economics*. Vol. 50.

Acemoglu D., Robinson J. (2002). Economic Backwardness in Political Perspective. NBER Working Paper № 8831 Washington.

Acemoglu D., Zilibotti F. Information Accumulation in Development // *Journal of Economic Growth*. 1999. Vol. 4. Issue 1. March.

Aghion Ph. (2005). Growth and Institutions // *Empirica*. Vol. 32.

Aghion Ph., Howitt P., Mayer-Foulkes D. (2005). The Effect of Financial Development on Convergence: Theory and Evidence // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. CXX Issue 1.

Arrighetti A., R.Bachman, S. Deakin (1997). Contract Law, Social Norms and Inter-Firm Cooperation // *Cambridge Journal of Economics*. Vol. 21. March.

Arrow K. (1970). *Essays in the Theory of Risk-Bearing*. North-Holland.

Arrow K.J. (1974). Gifts and Exchanges. In: *Philosophy and Public Affairs*. Summer. 1 (4). P. 343–362.

Barro R. (1991). Economic Growth in a Cross-section of Countries // *The Quarterly Journal of Economics*. Vol. 106. Issue 2.

Barro R. (1996). Determinants of Economic Growth: a Cross-Country Empirical Study. NBER Working Paper № 5698 Washington.

Barro R., Lee J.-W. (1993). International Comparisons of Educational Attainment // *Journal of Monetary Economics*. Vol. 32 December.

Barro R., Sala -i-Martin X. (1995). *Economic Growth*. McGraw Hill.

Becht M., Bolton P., Roell A. Corporate Governance and Control. In: Handbook of the Economics of Finance. 2002. Vol. 1A. Ch. 1. P. 1–109.

Beck T., Demirgüç-Kunt A., Levine R., Maksimovic V. (2001). Financial Structure and Economic Development: Firm, Industry, and Country Evidence. In: Financial Structure and Economic Growth. Ed. by Demirgüç-Kunt A., Levine R. MIT-Press.

Beck T., Levine R. (2004). Legal Institutions and Financial Development. NBER Working Paper № 10417. Washington.

Beck T., Levine R., Loayza N. (2000). Finance and the Source of Growth // Journal of Financial Economics. Vol. 58.

Becker G. (1968). Crime and Punishment: An Economic Approach // Journal of Political Economy. Vol. 76.

Becker G., Stigler G. (1974). Law Enforcement, Malfeasance and Compensation of Enforcers // Journal of Legal Studies. Vol. 3. № 1.

Bencivenga V., Smith B. (1992). Deficits, Inflation and the Banking System in Developing Countries: The Optimal Degree of Financial Repression // Oxford Economic Papers. Vol. 44.

Berkovitz D., Pistor K., Richard J. (2003). Economic Development, Legality, and the Transplant Effect // European Economic Review. Vol. 47.

Bloom D., Sachs J. (1998). Geography, Demography, and Economic Growth in Africa // Brookings Papers in Economic Activity. Issue 2.

Botosan Christine A., Marlene Plumlee, Disclosure Level and Expected Cost of Equity Capital: An Examination of Analysts' Rankings of Corporate Disclosure. 2000.

Brown, Richardson, Schwager. An Information Interpretation of Financial Analyst Superiority in Forecasting Earnings // Journal of Accounting Research. 1987. 25(1). 49–68.

Bushman, R., Piotroski, R., Smith, A. What Determines Corporate Transparency? Unpublished Working Paper. University of Chicago, 2003.

Butler Kirt C. The Forecast Accuracy of Individual Analysts: Evidence of systematic Optimism and Pessimism // Journal of Accounting Research. 1991.

Chang James J. Tarun Khanna, Krishna Palepu, *Analyst Activity Around the World*. Harvard Business School Strategy Working Paper Series, 2000.

Clark C. (1984). *Development Economics. The Early Years*. In: *Pioneers in Development*. Ed. by Meier G., Seers D. Oxford University Press.

Coase R. (1960). *The Problem of Social Cost // Journal of Law and Economics*. Vol. 3.

Commons J. (1924). *The Legal Foundations of Capitalism*. New York.

Commons J. (1934). *Institutional Economics*. New York.

Corporation. *Encyclopedia Britannica*. 11th ed. Vol. 7.

Davies N. (1996). *Europe. A History*. Oxford.

Deakin S., Lane C., Wilkinson F. (1997). *Contract Law, Trust Relations, and Incentives for Cooperation: A Comparative Study*. In: *Contracts, Cooperation and Compensation*. Ed. by S. Deakin, J. Michie. Oxford.

Denison E. (1985). *Trends in American Economic Growth. 1929–1982*. The Brookings Institution.

Dine J. (1998). *Company law*. 3d edition. Macmillan.

Djankov S., Glaeser E., La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A. (2003). *The New Comparative Economics // Journal of Comparative Economics*. Vol. 31.

Djankov S., La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A. (2003). *Courts // Quarterly Journal of Economics*. Vol. 118.

EASD (2002). *Comparative Study of Corporate Governance to the European Union and its Member States on behalf of the European Commission, Internal Market Directorate General*. Final report and Annexes I–III in consultation with European Association of Securities Dealers and European Corporate governance Network, January 2002.

Easterly W., Levine R. (2003). *Tropics, Germs and Crops: How Endowments Influence Economic Development // Journal of Monetary Economics*. Vol. 50.

Ellickson R. (1991). *Order Without Law: How Neighbors Settle Disputes*. Cambridge: Harvard University.

Financial Structure and Economic Growth. A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development (2001). Ed. by Demirgüç-Kunt A., Levine R. MIT-Press.

Fremond O., M.Capaul (2002). Corporate Governance: One Size Fits All? – [http://rru.worldbank.org/Hot\\_Topics\\_Fremond\\_Capaul.asp](http://rru.worldbank.org/Hot_Topics_Fremond_Capaul.asp).

Galor O., Moav O. (2002). Natural Selection and the Origin of Economic Growth // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 117. Issue 4.

Glaeser E., Shleifer A. (2002). Legal Origins // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 117. Issue 4.

Goldberg V. (1976). Commons, Clark, and the Emerging Post-Coasian Law and Economics // *Journal of Economics Issues*. Vol. 11.

Greene W. (2003). *Econometric Analysis*. 5-th ed. Prentice-Hall.

Greenwood J., Smith B. (1996). Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets // *Journal of Economic Dynamics and Control*. Vol. 21.

Gregory H.J. The globalization of corporate governance, Weil, Gotshal and Manges LLP, 2001; Gregory H.J. Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States, Weil Gotshal and Manges LLP, 2002.

Gregory H.J. (2002). Comparative Matrix of Corporate Governance Codes Relevant to the European Union and its Member States. Annex V, 2002. Weil Gotshal and Manges LLP.

Greif A. (1989). Reputations and Coalitions in Medieval Trade: Evidence on the Maghribi Traders // *Journal of Economic History*. Vol. 49. № 4.

Greif A. (1993). Contract enforceability and Economic Institutions in Early Trade: the Maghribi Traders' Coalition // *American Economic Review*. Vol. 83.

Greif A. (1997). Contracting, Enforcement and Efficiency: Economic beyond Law. In: *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics*. 1996. Ed. by M. Bruno, B. Pleskovic. Washington.

Greif A., E. Kandel (1995). Contract Enforcement Institutions: Historical Perspective and Current Status in Russia. In: *Economic*

Transition in Eastern Europe and Russia: Realities of Reform. Ed. by E. Lazear. Hoover Institution Press.

Greif A., Milgrom P., Weingast B. (1994). Coordination, Commitment, and Enforcement: The Case of Merchant Guild // *Journal of Political Economy*. Vol. 102. № 4.

Hart O., B. Holmström (1987). The Theory of Contracts. In: *Advances in Economic Theory*. Ed. by T. Bewley. Cambridge University Press.

Hopt K. Modern Company Law Problems: A European Perspective. In: *Company Law Reform in OECD Countries. A Comparative Outlook of Current Trends*. Stockholm, Sweden. 7–8 December 2000.

ICC (2000). Responsible business conduct : an ICC approach. Group on Business in Society. 2000. 6 May.

Johnson S., J. McMillan, C. Woodruff (1999a). Contract Enforcement in Transition. Fifth Nobel Symposium in Economics – The Economics in Transition, Stockholm, September 10–12. 1999. Session 6.

Johnson S., McMillan J., Woodruff C. (1999b). Property Rights, Finance and Entrepreneurship. Fifth Nobel Symposium in Economics – The Economics in Transition, Stockholm. September 10–12. 1999. Session 6.

Johnson S., McMillan J., Woodruff C. (2002). Courts and Relational Contracts // *Journal of Law, Economics, and Organization*. Vol. 18.

Jorgenson D. (2004). Calculation of Economic Growth. In: *Handbook of Economic Growth*. Ed. by Aghion Ph., Durlauf S. North-Holland.

King R., Levine R. (1993). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right // *Quarterly Journal of Economics*. Vol. 108.

Klein B. (1996). Why Hold-Ups Occur: The Self-Enforcing Range of Contractual Relationships // *Economic Inquiry*. Vol. 34. № 3.

Klein B., Leffler K. (1981). The Role of Market Forces in Assuring Contractual Performance // *Journal of Political Economy*. Vol. 89. № 4.

Kreps D., Wilson R. (1982). Reputation and Imperfect Information // *Journal of Economic Theory*. Vol. 27.

Kumar K., Rajan R., Zingales L. (1999). What Determines Size? NBER Working Paper № 7208. Cambridge, Mass.

La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Pop-Eleches C., Shleifer A. (2004). Judicial Checks and Balances // *Journal of Political Economy*. Vol. 112.

La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1997). Legal Determinants of External Finance // *Journal of Finance*. Vol. 52.

La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (1998). Law and Finance // *Journal of Political Economy*. Vol. 106.

La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2000). Investor Protection and Corporate Governance // *Journal of Financial Economics*. Vol. 58.

La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. (2002). Investor Protection and Corporate Valuation // *Journal of Finance*. Vol. 57.

Lang Mark H., Russell J. Lundholm, Corporate Disclosure Policy and Analyst Behavior // *ACCOUNTING REVIEW*. 1996. Vol. 71. No 4.

Levin H. (1967). The Limits of Self-Regulation // *Columbia Law Review*. 1967. Vol. 57. No. 4. P. 603–644.

Li Jin, Myers S., R-Squared Around the World. National Bureau of Economic Research Working Paper 10453, 2004.

Lucas R. (1987). *Models of Business Cycles*. Basil Blackwell.

Lucas R. (1988). On the Mechanics of Economic Development // *Journal of Monetary Economics*. Vol. 22.

Macaulay S. (1963). Non-Contractual Relationships in Business: a Preliminary Study // *American Sociological Review*. Vol. 28.

MacNeil I. (1978). Contracts: Adjustments of Long-Term Economic Relations Under Classical, Neoclassical, and Relational Contract Law // *Northwestern University Law Review*. Vol. 72.

Means R. (1980). *Underdevelopment and the Development of Law*. The University of North Caroline Press.

Milgrom P., North D., Weingast B. (1990). The Role of Institutions in the Revival of Trade: the Law Merchant, Private Judges, and the Champagne Fairs // *Economics and Politics*. Vol. 2. № 1.

NCC (2000): *Models of Self-Regulation*. National Consumer Council. London.

Neal L. (1990). *The Rise of Financial Capitalism: International Capital Markets in the Age of Reason*. Cambridge University Press.

Nenner H., Jones J. (1992). *Liberty Secured? Britain Before and After 1688*. Stanford University Press.

Niehans J. (1990). A History of Economic Theory Classic Contributions, 1720–1980. The John Hopkins University Press.

North D., Thomas R. (1973). The Rise of Western World: A New Economic History. Cambridge University Press.

North D., Weingast B. (1989). The Evolution of Institutions Governing Public Choice in 17-th Century England // Journal of Economic History. Vol. 49.

OECD (1995). Recommendation of the Council of the OECD on Improving the Quality of Government Regulation. Paris, 1995.

OECD (2001). Behind the Corporate Veil. Using corporate entities for illicit purposes. Paris: OECD.

Pagano M. (1993). Financial Markets and Growth: an Overview // European Economic Review. Vol. 37. № 2–3.

Pallage S., Robe M. (2003). On the Welfare Cost of Economic Fluctuations in Developing Countries // International Economic Review. Vol. 44. № 2.

Patel, Sandeep A., George, Dallas S. Transparency and Disclosure: Overview of Methodology and Study Results–United States. Standard&Poor's.

Perotti Enrico C. Ernst-Ludwig von Thadden, Outside Finance, Dominant Investors and Strategic Transparency. December, 2000.

Pistor K., Raiser M., Gelfer S. (2000). Law and finance in transition economies. Economies of Transition 8 (2).

Polishchuk L., Savvateev A. (2004). Spontaneous (non)emergence of Property Rights // The Economy of Transition. Vol. 12. № 1.

Posner R. (1997). Social Norms and the Law: an Economic Approach // American Economic Review. Vol. 87.

Radygin A., Shmeleva N. Main Corporate Governance Mechanisms and Their Specific Features in Russia. – In: The Economics of Russian Transition. Ed. by Y.Gaidar. Foreword by S.Fischer. The MIT Press, Cambridge, Massachusetts, 2003. Ch.15. P. 461–510.

Rajan R., Zingales L. (1998). Financial Dependence and Growth // American Economic Review. Vol. 88.

Rajan R., Zingales L. (2003). The Great Reversals: the Politics of Financial Development in the Twentieth Century // Journal of Financial Economics. Vol. 69. № 1.

Ramey G., Ramey V. (1995). Cross-Country Evidence on the Links between Volatility and Growth // American Economic Review. Vol. 85.

Rindi Barbara Transparency, Liquidity and Price Formation. Bocconi University, Ctr. for Monetary & Financial Economics Working Paper; EFA 2002 Berlin Meetings Presented Paper.

Rodrik D., Subramanian A. Trebbi F. (2004). Institutions Rule: The Primacy of Institutions over Geography and Integration in Economic Development // Journal of Economic Growth. Vol. 9.

Roubini N., Sala-i-Martin X. (1992). Financial Repression and Economic Growth // Journal of Development Economics. Vol. 39. № 1.

Sachs J. (2001). Tropical Underdevelopment. NBER Working Paper № 8119 Washington.

Sachs J. (2003). Institutions Don't Rule: Direct Effects of Geography on Per Capita Income. NBER Working Paper № 9490 Washington.

Sirri E., Tufano P. (1995). The Economics of Pooling. In: The Global Finance System: a Functional Perspective. Ed. by D. Crane a. o. Harvard Business School Press.

Solow R. (1956). A Contribution to the Theory of Economic Growth // Quarterly Journal of Economics. Vol. 70.

Svaleryd H., Vlachos J. (2002). Market for Risk and Openness to Trade: How Are They Related? // Journal of International Economics. Vol. 57.

Telser L. (1980). A Theory of Self-Enforcing Contracts // Journal of Business. Vol. 53.

Tirole J. (1996). A Theory of Collective Reputations (with Applications to the Persistence of Corruption and to Firm Quality) // Review of Economic Studies. Vol. 63.

Trueman Brett, Analyst Forecasts and Herding Behavior. Review of Financial Studies, 1994.

Williamson O. (2000). The New Institutional Economics: Taking Stock, Looking Ahead // The Journal of Economic Literature. Vol. XXXVIII. № 3.

Wurgler J. (2000). Financial Markets and the Allocation of Capital // Journal of Financial Economics. Vol. 58.

### **Интернет-ресурсы**

[www.lawsociety.uk](http://www.lawsociety.uk)

[www.sec.gov](http://www.sec.gov)

[www.bbb.org](http://www.bbb.org)

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

[www.energy-retail.org.uk](http://www.energy-retail.org.uk)

[www.ofcom.org.uk](http://www.ofcom.org.uk)

[www.corp-gov.ru](http://www.corp-gov.ru)

[www.ecgi.org](http://www.ecgi.org)

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

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

[www.i-par.ru](http://www.i-par.ru)

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

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

[www.aipm.org](http://www.aipm.org)

[www.rspp-etica.ru](http://www.rspp-etica.ru)

[www.rao-ees.ru](http://www.rao-ees.ru)

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

---

**Институтом экономики переходного периода с 1996 года  
издается серия "Научные труды". К настоящему времени  
в этой серии вышло в свет более 90 работ.**

---

**Последние опубликованные работы  
в серии "Научные труды"**

№ 100Р Ю.Н. Бобылев, Д.Н. Четвериков. **Факторы развития  
рынка нефти. 2006.**

№ 99Р Дежина И.Г. **Механизмы государственного финанси-  
рования науки в России. 2006.**

№ 98Р Лазарева О., Денисова И., Цухло С. **Наем или переоб-  
учение: опыт российских предприятий. 2006.**

№ 97Р В.А. Бессонов, И.Б. Воскобойников. **Динамика основ-  
ных фондов и инвестиций в российской переходной эконо-  
мике. 2006.**

№ 96Р С. Дробышевский, С. Пашенко. **Анализ конкуренции в  
российском банковском секторе. 2006.**

№ 95Р П. Кадочников. **Анализ импортозамещения в России  
после кризиса 1998 года. 2006.**

№ 94Р Дробышевский С., Трунин П. **Взаимодействие пото-  
ков капитала и основных макроэкономических показате-  
лей в Российской Федерации. 2006.**

№ 93Р Белякова С.А. **Модели финансирования вузов: ана-  
лиз и оценка. 2005.**

№ 92Р Черемухин А. **Паритет покупательной способности и  
причины отклонения курса рубля от паритета в России.  
2005.**

№ 91Р Дежина И.Г. **Вклад международных организаций и  
фондов в реформирование науки в России. 2005.**

**Энтов Револьд Михайлович  
Радыгин Александр Дмитриевич  
Межераупс Ирина Владимировна  
Швецов Павел Александрович**

**Корпоративное управление и саморегулирование  
в системе институциональных изменений**

*Редакторы:* Н. Главацкая, К. Мезенцева

*Корректор:* Н. Андрианова

*Компьютерный дизайн:* В. Юдичев

Подписано в печать 23.10.2006.

Тираж 300 экз.

125993, Москва, Газетный пер., 5

Тел. (495) 629–6736

Факс (495) 203–8816

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

[info@iet.ru](mailto:info@iet.ru)