

## ПРАКТИКА МЕНЕДЖМЕНТА

### ИССЛЕДОВАНИЕ ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ: СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ПО ИТОГАМ 2004–2009 гг.

*Исследование Российского института директоров  
при участии Российской экономической школы*

Основываясь на данных о практике корпоративного управления в России, накопленных за многие годы наблюдений Российским институтом директоров (РИД), эксперты РИД и Российской экономической школы (РЭШ) проанализировали динамику изменения качества корпоративного управления с 2004 по 2009 г., выявили и обосновали тенденции в развитии российской практики корпоративного управления, а также оценили влияние на ее состояние таких факторов, как отраслевая принадлежность, структура собственности и размер компаний.

Результаты исследования свидетельствуют о сохранении в 2009 г. тенденции повышения общего уровня практики корпоративного управления, наблюдавшейся в течение предыдущих пяти лет с 2004 по 2008 г., однако динамика позитивных изменений была неодинакова для различных компонентов и для различных подгрупп компаний. Кроме того, по-прежнему сохраняется недостаточно комплексный характер происходящих позитивных изменений практики корпоративного управления компаний. Исследование также показало, что госкомпании в настоящее время не демонстрируют лидерства в области развития корпоративного управления. Результаты факторного анализа, выполненного в рамках исследования, свидетельствуют о том, что ключевую роль при определении качества корпоративного управления играют размер компании и ее отраслевая принадлежность.

Многолетние усилия Российского института директоров (РИД) и других организаций, оценивающих качество корпоратив-

ного управления в российских компаниях, привели к существенному улучшению ситуации с данными по корпоративному

---

«Российский журнал менеджмента» благодарит директора Российского института директоров (РИД) И. В. Беликова за предоставление материала для публикации.

Экспертная группа РИД по проведению исследования: И. В. Беликов, В. К. Вербицкий, Е. В. Никитчанова, К. А. Гуляев, Н. Лихачева, И. И. Ахмед, А. А. Бекшоков.

Экспертная группа РЭШ по проведению исследования: Р. С. Ениколопов, С. М. Гуриев, Г. Е. Бесстремьянная, О. И. Рубанов.

© Российский институт директоров, Российская экономическая школа, 2011

управлению в России. Теперь исследователи располагают подробной информацией по различным аспектам корпоративного управления в обширной выборке ведущих российских корпораций за несколько лет. Это позволяет провести достаточно строгий анализ факторов, влияющих на качество корпоративного управления. Именно такая попытка и предпринята в данном исследовании, где рассматривается влияние следующих факторов: отраслевая принадлежность, структура собственности и размер предприятий. Кроме того, приводится сравнение различных мер качества корпоративного управления, а также описывается динамика изменения качества корпоративного управления в 2004–2009 гг.

### Информация об исследовании

Представляемый анализ практики корпоративного управления в российских акционерных обществах является очередным, седьмым проектом в серии исследований, проводимых РИД ежегодно начиная с 2003 г.

Целями исследования являются:

- 1) определение уровня корпоративного управления, сложившегося в среднем в российских компаниях, включенных в исследование, и проведение сравнительного анализа динамики развития основных компонентов практики корпоративного управления в данных компаниях;
- 2) выявление основных аспектов практики корпоративного управления, в которых наиболее заметно проявилось ее улучшение;
- 3) выявление наиболее проблемных аспектов практики корпоративного управления, требующих усиления внимания к ним со стороны акционеров, менеджмента, потенциальных инвесторов, государства и других заинтересованных сторон;
- 4) сопоставление уровня развития корпоративного управления по выборке в целом и в компаниях, относящихся к различным группам в рамках выборки

(в компаниях с госучастием и в компаниях, имеющих листинг);

- 5) выявление и обоснование новых тенденций на основе анализа данных о развитии практики корпоративного управления за несколько лет.

Объектом анализа в рамках настоящего исследования стала практика корпоративного управления по итогам 2009 г. в 150 российских компаниях. Данные компании относятся к числу крупнейших и наиболее динамично развивающихся в России, а также предпринимающих шаги по повышению своей инвестиционной привлекательности.

Для повышения надежности, обоснованности и сопоставимости результатов наблюдений разных лет мы стремимся к тому, чтобы состав выборки на протяжении периода исследований претерпевал, по возможности, минимальные изменения. В частности, из 150 компаний, вошедших в выборку исследования по итогам 2009 г., 136 перешли из исследования предыдущего года. В основном выбыли компании, которые в результате консолидации активов стали 100%-ми дочерними компаниями более крупных холдингов. Часть компаний была исключена в связи с прекращением раскрытия ими существенной информации, необходимой для проведения оценки практики корпоративного управления. Одна компания была исключена по причине ее банкротства в результате кризиса.

Среди 150 компаний, включенных в настоящее исследование, были выделены две подгруппы: компании, акции которых включены в котировальные списки крупнейшей российской фондовой биржи ММВБ<sup>1</sup> (далее — «компании, имеющие листинг»), и компании с государственным участием<sup>2</sup> (далее — «компании с госучастием» или «госкомпании») (табл. 1).

<sup>1</sup> По состоянию на 31 декабря 2009 г.

<sup>2</sup> В рамках настоящего исследования к компаниям с государственным участием относятся напрямую контролируемые государством компании (государству принадлежит более 50% обыкновенных акций).

Таблица 1

## Компании выборки исследования

Компании	Исследование по итогам 2009 г.	Исследование по итогам 2008 г.
Всего компаний в выборке	150	150
Компании, акции которых включены в котировальные списки российской фондовой биржи ММВБ	67	57
Компании с государственным участием	29	21

Большую часть из вновь вошедших в исследование компаний составили госкомпании. Создание такой подгруппы для анализа по итогам 2008 г. и ее расширение в 2009 г. обусловлено общей тенденцией усиления влияния государства в основных отраслях российской экономики, в том числе путем приобретения компаниями с участием государства активов у частных компаний.

Наращивание государством своего влияния в основных отраслях российской экономики началось еще до кризиса 2008 г., примерно с конца 2004 г., и активно продолжается в течение последних трех лет. По разным оценкам, участие государства в российской экономике — как прямое, так и косвенное — в настоящее время составляет более 50%. Это участие реализуется в двух основных формах — путем приобретения компаниями с участием государства активов у частного бизнеса и путем создания госкорпораций. Первая форма получила особенно широкое распространение с началом кризиса в 2008 г., когда собственники значительного числа крупных частных компаний, чтобы не обанкротиться и получить господдержку, передали контроль над своими бизнесами компаниям, находящимся под контролем государства, или финансовым институтам, контролируемым государством (Сбербанк, ВЭБ).

Учитывая значительный рост количества активов, контролируемых государством, объективно возникает потребность в повышении эффективности управления ими, в том числе за счет инструментов корпоративного управления.

В России на государственном уровне провозглашен курс на внедрение и развитие стандартов корпоративного управления в компаниях с госучастием, что повышает актуальность изучения практики корпоративного управления именно этой группы компаний. Так, с 2008 г. осуществляется частичная замена чиновников в советах директоров акционерных обществ на внешних директоров: представителей государства, не являющихся чиновниками («профессиональных поверенных»<sup>3</sup>), и независимых директоров.

Основные характеристики подгруппы «Компании с госучастием» следующие:

- всего в выборке 29 компаний с госучастием (19% от общего числа компаний в исследовании);
- листинг на ФБ ММВБ имеют 7 из 29 компаний с госучастием (24%).

Распределение госкомпаний по доле обыкновенных акций, принадлежащих государству, представлено на рис. 1.

С целью обеспечения репрезентативности выборки в исследование были включены компании, характеризующиеся не только разными формами собственности (государственная, частная, смешанная), но и различной отраслевой принадлежностью (рис. 2).

В основу методики исследования положена оценка соответствия практики

<sup>3</sup> Профессиональные поверенные обязаны голосовать в соответствии с директивами, выданными им Федеральным агентством по управлению государственным имуществом по ряду оговоренных вопросов. По другим вопросам они могут голосовать в соответствии со своей личной позицией.

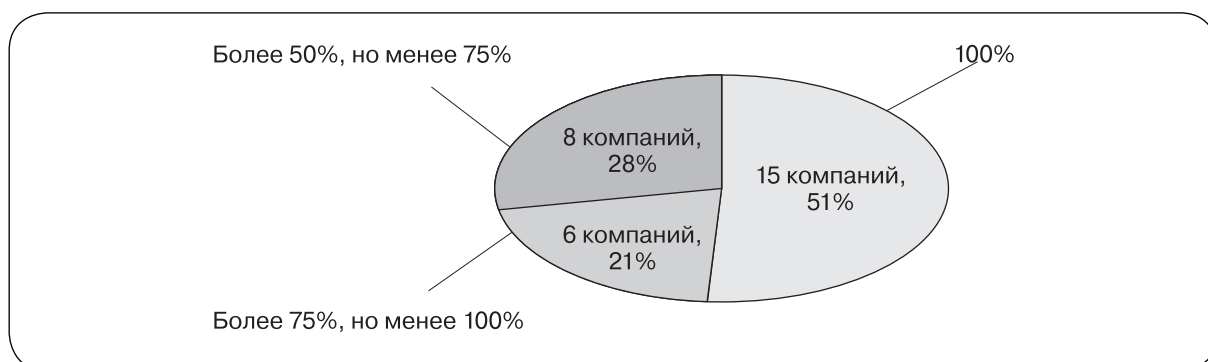


Рис. 1. Распределение госкомпаний по доле обыкновенных акций, принадлежащих государству

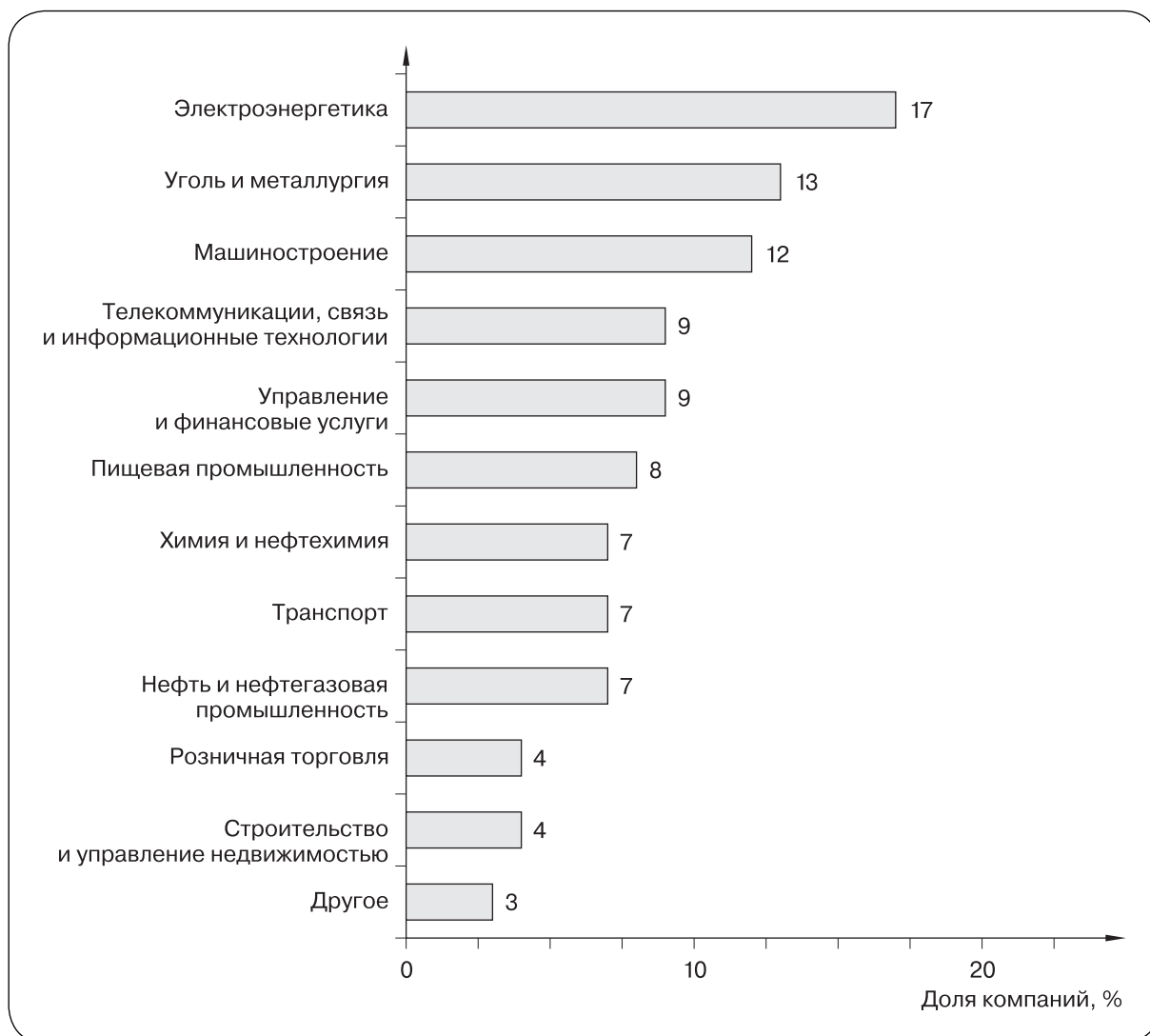


Рис. 2. Распределение компаний по отраслям, % от общего числа компаний в выборке

корпоративного управления в компаниях критериям методики Национального рейтинга корпоративного управления «РИД — Эксперт РА».<sup>4</sup> В рамках исследования оценивались следующие компоненты практики корпоративного управления в российских компаниях:

- обеспечение прав акционеров;
- деятельность органов управления и контроля;
- раскрытие информации;
- корпоративная социальная ответственность.

В качестве основных источников информации для проведения анализа использовались корпоративные интернет-сайты компаний, ежеквартальные отчеты компаний (I–IV кварталы 2009 г.), годовые отчеты по итогам 2009 г., финансовая отчетность по РСБУ и/или МСФО за 2009 г., ленты новостей информационных агентств, а также иные публично доступные информационные источники, в которых содержалась соответствующая информация.

При анализе экспертами РИД использовались оценки, подразумевающие только два варианта ответа — «да» или «нет», т. е. наличие или отсутствие в компании соответствующего аспекта практики корпоративного управления, поэтому в данном исследовании не отражено частичное соблюдение тех или иных рекомендаций или наличие отдельных составляющих компонентов в практике корпоративного управления.

Основная ценность настоящего исследования заключается в предоставлении обширных статистических данных об уровне развития корпоративного управления в России, что, на наш взгляд, подтверждается следующими характеристиками исследования:

- анализ широкого набора аспектов практики корпоративного управления — около 100 аспектов;

<sup>4</sup> Подробная информация о Национальном рейтинге корпоративного управления представлена на интернет-сайтах Российского института директоров (<http://www.rid.ru/>) и рейтингового агентства «Эксперт РА» (<http://www.raexpert.ru/>).

- большая выборка анализируемых российских компаний — 150 компаний в 2009 г.;
- длительный временной интервал проведения анализа — шесть лет с 2004 по 2009 г.;
- сопоставление статистических данных об уровне развития корпоративного управления в разных группах компаний: (1) в целом по выборке; (2) в компаниях с госучастием; (3) в компаниях, имеющих листинг.

Мы считаем, что данные исследований, проводимых РИД начиная с 2004 г., дают значительный объем информации о состоянии практики корпоративного управления в группе компаний, составляющих основу российской экономики и являющихся основными объектами внимания инвесторов, прежде всего тех, кто осуществляет свои вложения через фондовый рынок.

Мы приглашаем экспертов различных организаций к дальнейшему анализу и интерпретации полученных нами данных и обсуждению содержания и направленности процессов, протекающих в практике корпоративного управления российских компаний.

### **Общая картина: сохранение позитивной динамики**

В целом в 2009 г. сохранилась тенденция повышения общего уровня практики корпоративного управления, наблюдавшаяся в течение предыдущих пяти лет, с 2004 г. по 2008 г., однако динамика позитивных изменений была неодинакова для различных компонентов и для различных подгрупп компаний (рис. 3).

1. В рамках компонента «Обеспечение прав акционеров», где уровень развития практики российских компаний в течение 2004–2008 гг. колебался в узком диапазоне от 47 до 51%, в 2009 г. наметилась позитивная динамика: здесь доля соблюдаемых в среднем рекомендаций в целом по выборке за последний

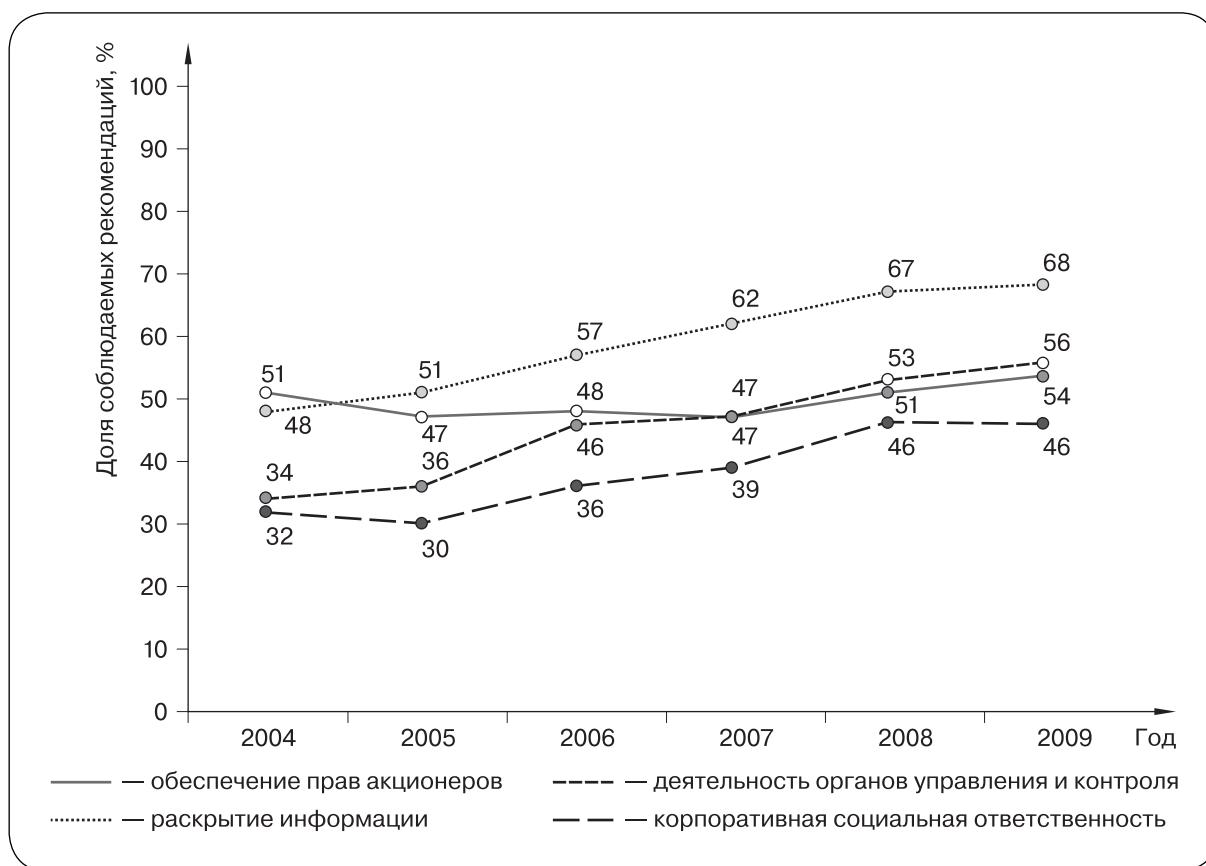


Рис. 3. Тенденции развития практики корпоративного управления в 2004–2009 гг.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках каждого компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых компаниями в целом по выборке.

год выросла на 3 процентных пункта (п. п.) и составила 54%.

- В рамках компонента «Деятельность органов управления и контроля» сохранилась устойчивая динамика роста, наблюдавшаяся в течение 2004–2008 гг.: здесь доля соблюдаемых в среднем рекомендаций в целом по выборке в 2009 г. достигла 56%, превысив значение предыдущего года на 3 п. п.
- В рамках компонента «Раскрытие информации» сохраняется наиболее высокий относительно других компонентов уровень развития практики корпоративного управления. По сравнению с 2004 г. доля соблюдаемых в среднем рекомендаций в целом по выборке выросла на 20 п. п. — до 68% в 2009 г. Однако ди-

намика изменений за последний год заметно снизилась: прирост показателя в 2009 г. составил 1 п. п., в то время как в течение 2004–2008 гг. в среднем ежегодный прирост был на уровне 4,75 п. п.

- В компоненте «Корпоративная социальная ответственность» постепенный рост уровня данной составляющей практики корпоративного управления российских компаний, наблюдавшийся в течение 2004–2008 гг., прекратился. В 2009 г. доля рекомендаций, соблюдаемых в среднем по выборке, осталась неизменной — 46%. Корпоративная социальная ответственность остается наименее развитым из всех рассматриваемых в рамках исследования компонентов практики корпоративного управления.

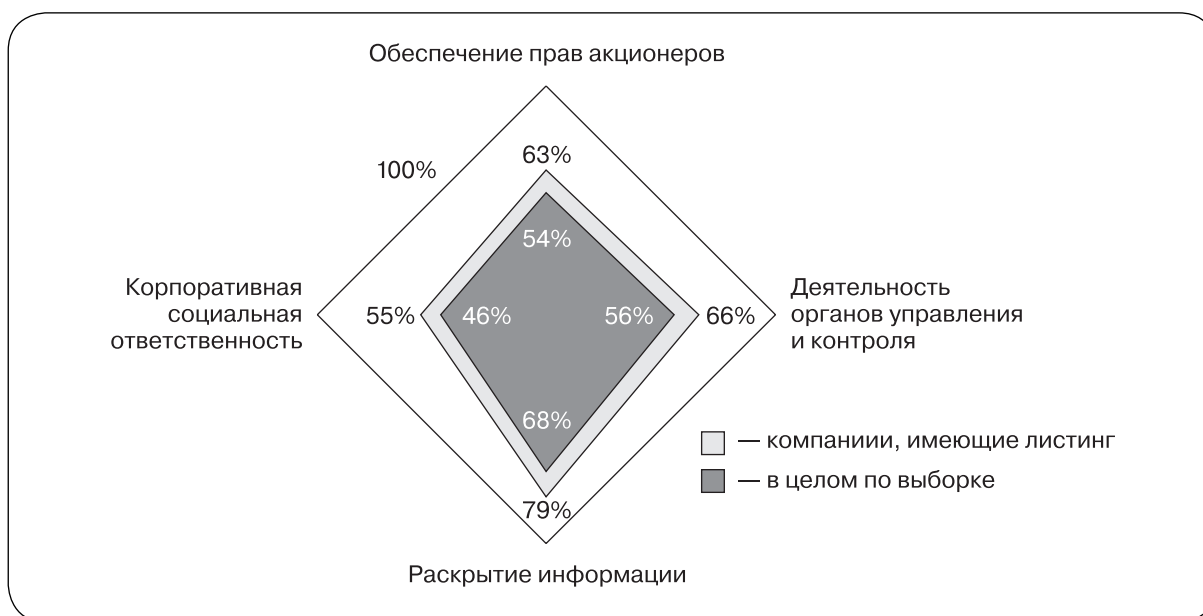


Рис. 4. Уровень развития практики корпоративного управления в группе компаний, имеющих листинг, и в целом по выборке, 2009 г.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках каждого компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых компаниями, имеющими листинг, и компаниями в целом по выборке.

В рамках каждого компонента практики корпоративного управления выделяются как аспекты, по которым наблюдалась положительная динамика их изменения, так и аспекты, находящиеся на невысоком уровне развития и требующие серьезного улучшения. Подробный анализ по всем аспектам практики корпоративного управления представлен далее.

Анализ результатов исследования показывает, что основным стимулом, побуждающим российские компании улучшать практику своего корпоративного управления, постепенно внедряя и используя больше принципов, стандартов и процедур передовой практики в этой области, продолжает оставаться *включение акций компании в биржевой листинг* и необходимость соблюдения его правил в части корпоративного управления. Потому компании, имеющие листинг, демонстрируют более высокий, чем в целом по выборке, уровень развития практики корпоративного управления (рис. 4).

Распределение компаний по степени соблюдения рекомендаций передовой практики корпоративного управления в рамках отдельных компонентов является неравномерным (рис. 5).

- по компоненту «Обеспечение прав акционеров» 36% компаний выполняют от 50 до 70% рекомендаций. В 2009 г. по сравнению с предыдущим годом заметно увеличилась доля компаний, соблюдавших свыше 70% рекомендаций: рост этой доли составил 7 п. п. — с 14 до 21%;
- в рамках компонента «Деятельность органов управления и контроля» доля компаний, соблюдающих от 50 до 70% рекомендаций, сопоставима с уровнем по компоненту «Обеспечение прав акционеров» и составляет 31%; при этом компаний, имеющих высокий уровень развития практики в этой области (соблюдающих более 70% рекомендаций), здесь стало еще больше — 31% в 2009 г. против 22% годом ранее;

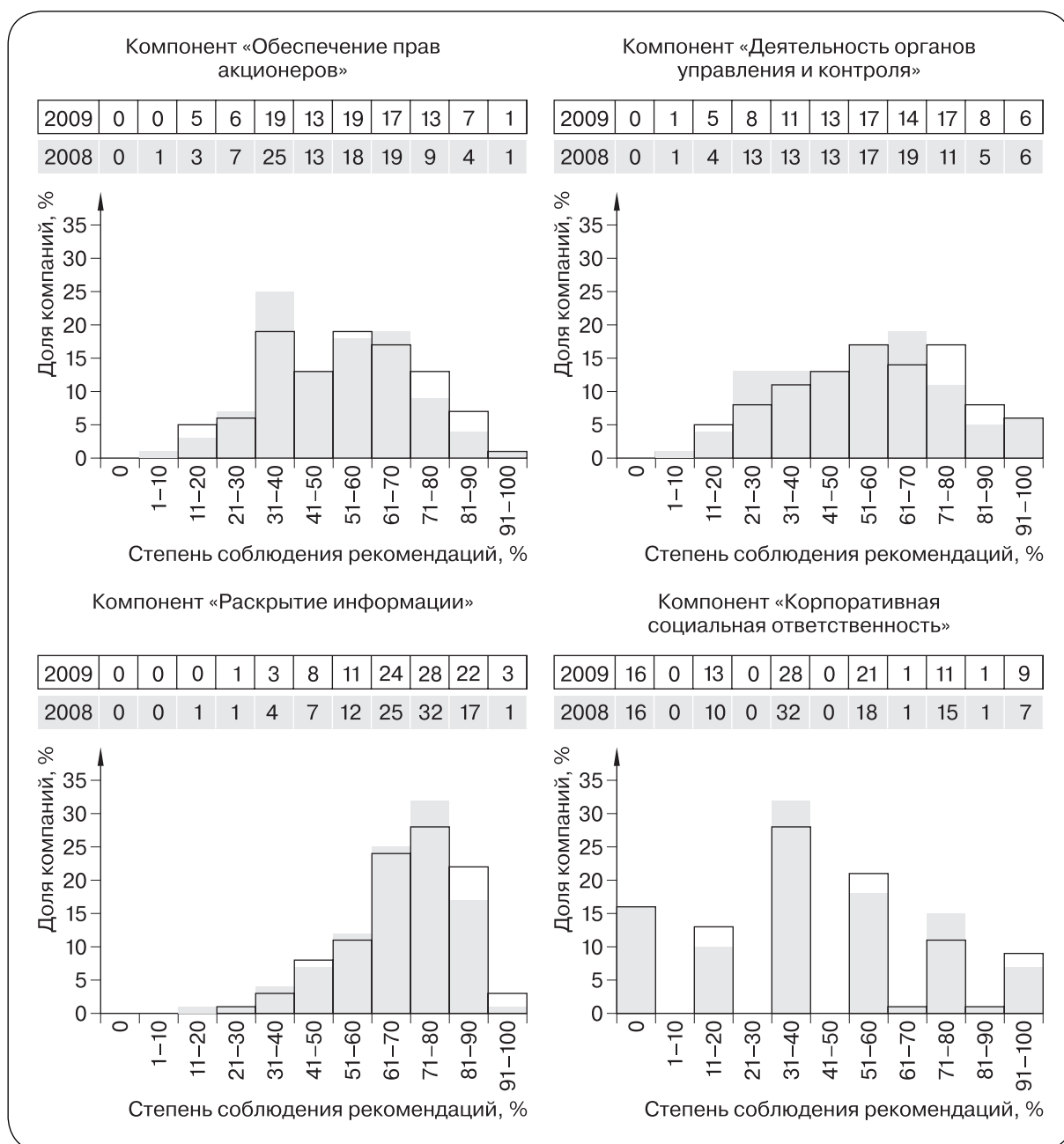


Рис. 5. Распределение компаний по степени соблюдения рекомендаций передовой практики корпоративного управления в рамках различных компонентов в 2008–2009 гг.

Примечание: степень соблюдения рекомендаций выражается на рисунке в % от максимально возможного уровня соблюдения всех рекомендаций в рамках каждого компонента практики корпоративного управления.

- по компоненту «Раскрытие информации» распределение компаний смещено в сторону более высокой степени со-

блюдения рекомендаций: больше половины компаний (53%) соблюдают более 70% рекомендаций; еще 35% компаний



имеют степень соблюдения рекомендаций по раскрытию информации от 50 до 70%.

- наименее равномерное распределение компаний по соблюдению рекомендаций наблюдается в рамках компонента «Корпоративная социальная ответственность», где 58% имеют низкую степень соблюдения рекомендаций (менее 50%), 22% — среднюю степень соблюдения (от 50 до 70%) и 21% — высокую степень соблюдения (более 70%).

Анализ результатов исследования по отраслям показывает, что наиболее высокий уровень развития по всем компонентам практики корпоративного управления демонстрируют компании трех отраслей: «Телекоммуникации, связи и информационные технологии», «Электроэнергетика» и «Нефть и нефтегазовая промышленность» (рис. 6). Распределение лидерских позиций этих отраслей между собой меняется от компонента к компоненту. К числу отстающих в области развития корпоративного управления относятся отрасли «Машиностроение», «Пищевая промышленность», «Розничная торговля».

### **Характер происходящих изменений: влияние кризиса и недостаток комплексности**

Анализ произошедших в 2009 г. изменений в практике корпоративного управления показывает, что они в целом отражают тенденции развития общей ситуации в экономике в условиях финансово-экономического кризиса. Наиболее характерные и довольно предсказуемые в условиях кризиса изменения в практике корпоративного управления наблюдались в рамках компонента «Обеспечение прав акционеров». В частности, усилился контроль со стороны акционеров компаний за сохранностью их активов. В целом по выборке доля компаний, в которых совет директоров принимает решение об одобрении сделок на сумму менее 10% от балансовой стоимости активов, возросла за 2009 г. с 38 до

43%.<sup>5</sup> Среди компаний, имеющих листинг, наблюдался еще больший рост данного показателя, отражающего усиление контроля со стороны акционеров за сохранностью активов — с 51 до 58%. В госкомпаниях также усилился контроль за сделками с активами, однако степень этого контроля оказалась ниже: среди госкомпаний выросла доля тех, в которых совет директоров принимает решение об одобрении сделок на сумму от 10 до 25% от балансовой стоимости активов (с 24% в 2008 г. до 35% в 2009 г.), при небольшом снижении доли тех компаний, где совет директоров одобряет сделки на сумму менее 10% от балансовой стоимости активов (с 28% в 2008 г. до 24% в 2009 г.).

Сложные экономические условия в период кризиса привели к ухудшению практики компаний в области выплаты дивидендов. Так, в целом по выборке доля компаний, которые объявляли и успешно осуществляли выплату дивидендов непрерывно на протяжении последних трех лет, сократилась в 2009 г. с 51 до 38%. Более существенное снижение этого показателя наблюдалось среди госкомпаний — с 81 до 34%.<sup>6</sup>

Кроме того, помимо сокращения числа компаний, выплачивавших дивиденды в кризисный период, ухудшились и условия осуществления этих выплат. Так, в целом по выборке увеличилась доля компаний, которые либо устанавливали большой срок для выплаты объявленных дивидендов (более 60 дней), либо исполняли свои обязательства в указанный срок в объеме менее 90% от суммы объявленных дивидендов. В целом по выборке доля таких компаний увеличилась с 69 до 77%, среди имеющих

<sup>5</sup> Подробные статистические данные (динамика за 2004–2009 гг.) по каждому из описываемых здесь и далее аспектов практики корпоративного управления представлены в Приложении к исследованию.

<sup>6</sup> Здесь и далее изменения в практике корпоративного управления госкомпаний отчасти могут быть обусловлены расширением в отчетном году выборки в данной подгруппе компаний.

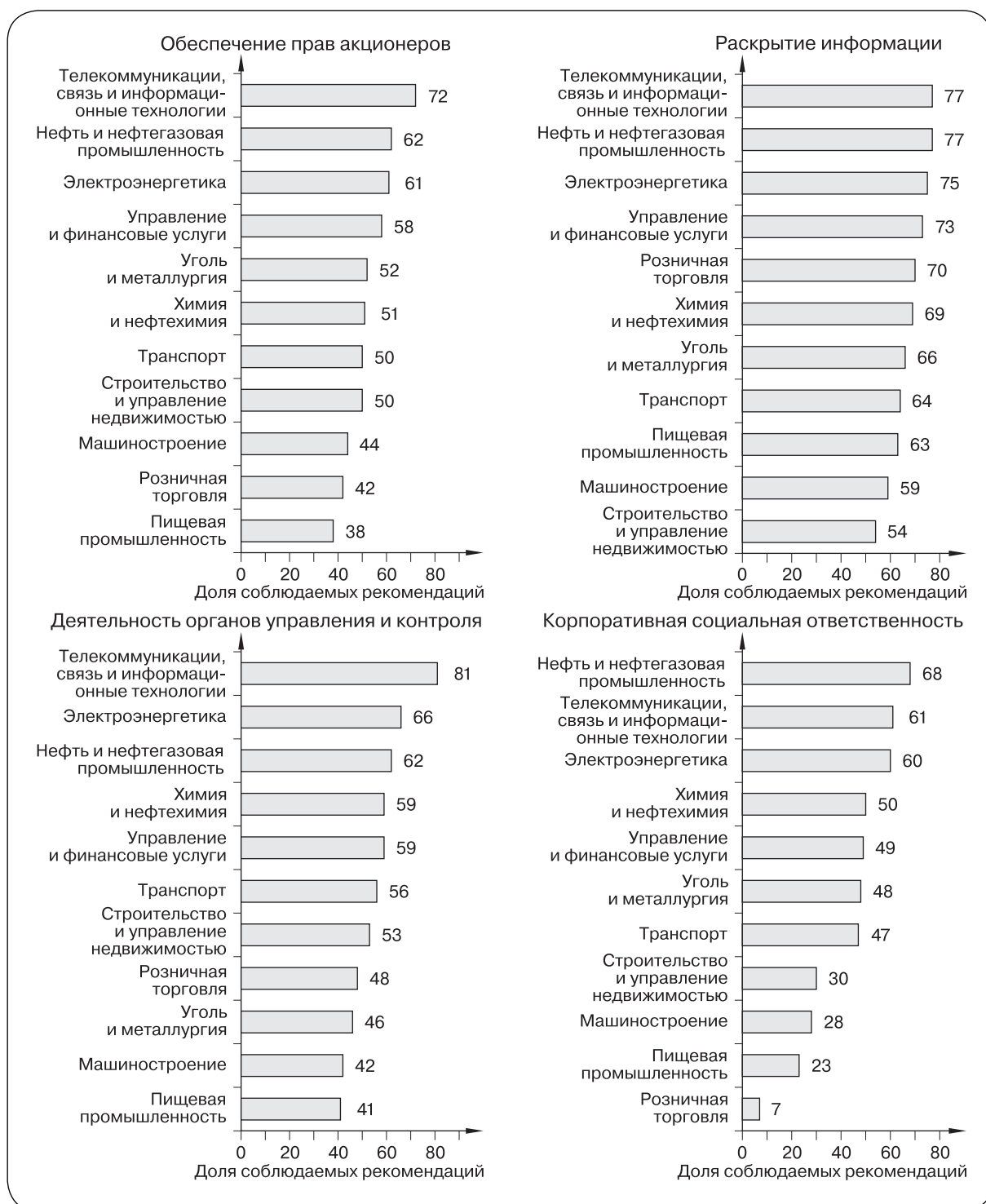


Рис. 6. Уровень развития практики корпоративного управления по отраслям в целом по выборке, 2009 г.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках каждого компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых компаниями каждой отрасли в целом по выборке.

листинг компаний — с 65 до 82%, а среди госкомпаний — с 52 до 69%.

В области деятельности органов управления и контроля в компаниях также можно выделить ряд изменений, произошедших в 2009 г. под влиянием кризиса. В 2009 г. значительно возросло число заседаний советов директоров компаний. Так, в целом по выборке доля компаний, в которых заседания совета директоров проходят один раз в шесть недель или чаще, увеличилась с 64 до 73%. Несколько большее увеличение данного показателя наблюдалось среди листинговых компаний: плюс 13 п. п. — с 68 до 81%. Наибольший же рост числа компаний, в которых заседания совета директоров стали проводиться более часто, был зафиксирован в подгруппе госкомпаний. Здесь доля компаний, в которых заседания совета директоров проходят один раз в шесть недель и чаще, в 2009 г. составила 76% против 57% в предыдущем году.

Большее распространение среди компаний получила практика использования механизмов, снижающих риск возникновения конфликта интересов у членов советов директоров и исполнительного руководства компаний. Так, в целом по выборке доля компаний, во внутренних документах которых закреплена процедура декларирования членами совета директоров своей аффилированности, в 2009 г. выросла с 69 до 73%, среди имеющих листинг компаний — с 70 до 79%, а среди госкомпаний — с 38 до 55%. Динамика показателя закрепления аналогичных процедур для исполнительного руководства компаний в 2009 г. выглядела следующим образом: в целом по выборке — рост с 58 до 63%, среди листинговых компаний — с 63 до 78%, среди госкомпаний — показатель остался на уровне 48%.

Повышение активности работы советов директоров, а также необходимость привлечения к работе в этом органе управления профессиональных директоров, обладающих высокой квалификацией, знаниями, опытом и репутацией, подталкивают компании, несмотря на кризис, следовать

практике выплаты вознаграждений членам совета директоров. Так, в 2009 г. по сравнению с предыдущим годом в целом по выборке доля компаний, в которых выплачивается вознаграждение членам совета директоров, увеличилась с 79 до 82%. Среди листинговых компаний данный показатель достиг почти 100%-го уровня — 99 против 91% в 2008 г. Госкомпании также расширили данную практику. Здесь доля компаний, выплачивающих вознаграждение членам совета директоров, возросла в 2009 г. с 48 до 55%.

Необходимость повышения эффективности системы внутреннего контроля в компании, что особенно актуально в условиях кризиса, привела в 2009 г. к большему распространению среди компаний практики создания служб внутреннего аудита — отдельного структурного подразделения, осуществляющего функции по оценке эффективности и совершенствованию системы внутреннего контроля. Так, в целом по выборке доля компаний, создавших у себя такую службу, выросла за 2009 г. с 67 до 73%, а среди листинговых компаний — с 84 до 94%. Вместе с тем в госкомпаниях наблюдалась обратная ситуация: доля компаний, имеющих службу внутреннего аудита, снизилась, хотя и незначительно — с 62 до 59%.

Как указывалось ранее, уровень развития практики корпоративного управления в области раскрытия информации в 2009 г. остался практически без изменений по сравнению с 2008 г. При этом выделяются несколько показателей, увеличение уровня раскрытия информации по которым свидетельствует о ее важности в условиях кризиса.

В частности, в 2009 г. заметно улучшилась практика публичного раскрытия компаниями аудиторских заключений, подтверждающих достоверность публикуемой отчетности. Так, в целом по выборке доля компаний, раскрывающих аудиторское заключение, выросла с 80 до 87%, среди листинговых компаний — с 84 до 93%, а среди госкомпаний — с 81 до 93%

(при уровне раскрытия отчетности по РСБУ в среднем более 95%).

Активнее в 2009 г. стала раскрываться информация о стратегии развития компаний. Доля компаний, которые раскрывают на своем интернет-сайте информацию о стратегии развития, в целом по выборке в 2009 г. увеличилась по сравнению с предыдущим годом на 5 п. п. — до 60%, а среди имеющих листинг компаний — на 9 п. п. — с 70 до 79%. Вместе с тем среди госкомпаний сравнимого роста данного показателя за минувший год не наблюдалось (69% против 67% в 2008 г.).

Практически без изменений остался уровень развития практики корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности. Более того, произошло сокращение реализации компаниями различных программ социальной ответственности, в частности для населения по месту деятельности компании, а также в отношении ее контрагентов. В целом по выборке доля реализующих такие проекты компаний в 2009 г. снизилась с 75 до 67% и с 32 до 31% соответственно.

Практически неизменным остался лишь уровень реализации программ социальной ответственности для сотрудников компаний и членов их семей. В целом по выборке доля компаний, реализовавших такие проекты, осталась на уровне 2008 г. — 77%, среди листинговых компаний она несколько возросла — с 82 до 85%. Среди госкомпаний, наоборот, наблюдался рост этой доли с 62 до 69%.

Незначительно, но все-таки вырос уровень распространения практики утверждения компаниями внутренних документов, связанных с реализацией корпоративной социальной ответственности (внутренние документы, закрепляющие принципы, цели и порядок реализации социальной политики, и кодексы корпоративной этики).

Описанная выше положительная динамика развития практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров и деятельности органов управления и контроля в 2009 г., с одной сторо-

ны, и отсутствие позитивных изменений в компонентах «Раскрытие информации» и «Корпоративная социальная ответственность», с другой стороны, могут, на наш взгляд, служить подтверждением следующей гипотезы. С наступлением кризиса корпоративное управление как атрибут *внешней инвестиционной привлекательности* компании уже не дает прежнего эффекта. Инвесторы, помимо снижения своей активности в целом, становятся еще и более осмотрительными и внимательными к таким вопросам практики корпоративного управления, как функционирование системы внутреннего контроля и управления рисками, реальное (а не формальное) выполнение советом директоров задач стратегического управления компанией и контроля работы ее менеджмента, обоснованность и эффективность мотивации менеджеров. В этой ситуации у собственников и руководства компании возникает, если его не было ранее, или усиливается осознание значимости той роли, которую может сыграть совершенствование корпоративного управления, направленное на удовлетворение *внутренних потребностей*, продиктованных логикой развития самого бизнеса этой компании, отрасли, в которой она работает, и экономики в целом.

Вместе с тем полученные в рамках исследования данные за 2009 г., наряду с результатами наблюдений предыдущих лет, свидетельствуют о сохранении недостаточно комплексного характера происходящих позитивных изменений практики корпоративного управления компаний. Это означает, что в большом числе случаев даже при заметном улучшении практики по тому или иному аспекту очень часто наблюдался низкий уровень развития тесно связанного с ним другого аспекта корпоративного управления, и это снижало общий позитивный эффект функционирования корпоративного управления как системы.

Так, при усилении контроля за сохранностью активов компании со стороны ее совета директоров сохраняется низкий уровень распространения практики обязатель-

ного привлечения *независимого оценщика* при проведении тех или иных сделок с активами в случаях, находящихся за рамками предусмотренных законодательством. Доля компаний, следующих такой практике, в 2009 г. в целом по выборке составила 28% (27% в 2008 г.).

Довольно широкое распространение имеет практика привлечения компаниями в качестве *внешнего аудитора* фирм, являющихся лидерами на этом рынке и имеющих высокую профессиональную репутацию (в целом по выборке 87% в 2009 г.). Однако при этом, несмотря на расширение этой практики в 2009 г., все еще сохраняется невысокий уровень распространения практики проведения конкурса по выбору этого внешнего аудитора (для компаний в целом по выборке 41 и 51% в 2008 и 2009 гг. соответственно). Исключение составляют лишь госкомпании, среди которых тендер по выбору аудитора в 2009 г. проводился в 97% случаев (76% в 2008 г.). Однако госкомпании стали реже привлекать аудиторов из числа лидеров рынка аудиторских услуг (76% в 2009 г. против 86% в 2008 г.).

При относительно высоком общем уровне развития практики раскрытия информации, в том числе через корпоративные интернет-сайты, компании недостаточно активно используют последние для размещения на них информации для акционеров при подготовке к проведению общих собраний акционеров. Так, доля компаний, разместивших материалы к общему собранию акционеров на своих интернет-сайтах, в 2009 г. в целом по выборке составила 32% (31% в 2008 г.), среди листинговых компаний — 55% (47%), среди госкомпаний — 28% (29%).

Постепенное увеличение числа компаний, утверждающих отдельный документ, который регулирует их дивидендную политику (41% в 2009 г. против 35% в 2008 г. в целом по выборке), не сопровождается улучшением практики выплаты объявляемых дивидендов, что отмечено выше.

При росте регулярности, с которой проводятся заседания совета директоров, осо-

бенно в минувшем году, чрезвычайно низким остается уровень раскрытия информации об *итогах* этих заседаний. Так, доля компаний, на интернет-сайтах которых раскрываются протоколы заседаний советов директоров или выписки из них, в целом по выборке в 2009 г. составляла 19%, среди имеющих листинг компаний — 27%, а среди госкомпаний — 17%.

Другим примером отсутствия комплексности может служить то, что при росте числа компаний, создающих *комитеты совета директоров по аудиту*, улучшений качества состава и работы таких комитетов не происходит. В 2009 г. наблюдался значительный рост числа компаний, создавших комитет по аудиту: в целом по выборке с 69 до 77%, среди листинговых компаний — с 95 до 99%, среди госкомпаний — с 57 до 72%. Однако при этом по-прежнему велика доля компаний, в которых в комитет совета директоров по аудиту входят исполнительные директора: в целом по выборке — 54% в 2009 г. (54% в 2008 г.), среди листинговых компаний — 44% (48%), среди госкомпаний — 52% (58%). Кроме того, в 2009 г. сократилась регулярность проведения заседаний комитета по аудиту. Доля компаний, в которых заседания комитета по аудиту проводятся три раза в год и чаще, в 2009 г. составила в целом по выборке 55% против 63% годом ранее, среди листинговых компаний — 56% против 65%, среди госкомпаний — 45% против 50%.

Аналогичная картина наблюдается и в отношении *комитетов совета директоров по кадрам и вознаграждениям*. В 2009 г. доля компаний, создавших такой комитет, увеличилась в целом по выборке на 10 п. п., с 55 до 65%, среди имеющих листинг компаний — также на 10 п. п., с 75 до 85%, а среди госкомпаний наблюдался наибольший прирост — плюс 21 п. п. — с 48 до 69%. В то же время доля компаний, в которых в состав комитета по кадрам входят только независимые либо неисполнительные и независимые директора, продолжает снижаться. В целом по выборке — 36% в 2009 г. против 40% годом

ранее, среди листинговых компаний — 51% (52%), среди госкомпаний — 35% (40%). Регулярность проведения заседаний данного комитета в 2009 г. также сократилась, причем еще сильнее, нежели регулярность заседаний комитета по аудиту: в целом по выборке — минус 12 п. п. — до 51%, среди листинговых компаний — минус 14 п. п. — до 51%, среди госкомпаний — минус 18 п. п. — до 32%.

При отмечавшемся ранее увеличении числа компаний, в которых в период кризиса появилась *служба внутреннего аудита*, пока не все из них сделали ее подотчетной функционально комитету совета директоров по аудиту (совету директоров, если комитет по аудиту не создан), а административно — генеральному директору. Больше всего компаний, в которых данная служба функционально и административно подчинена генеральному директору, пока сохраняется среди госкомпаний — 59% в 2009 г. В целом по выборке и среди листинговых компаний данный показатель составил в 2009 г. 36 и 29% соответственно.

При неизменно высокой доле компаний, раскрывающих подробную информацию о членах советов директоров и исполнительных органов, практика *раскрытия информации о размере индивидуального вознаграждения членов совета директоров и исполнительных органов* остается по-прежнему низкой. Так, в 2009 г. доля компаний, раскрывающих информацию о вознаграждениях в индивидуальном порядке по каждому члену совета директоров, в целом по выборке составила 11% (13% в 2008 г.), среди листинговых компаний — 16% (21%), а среди госкомпаний — 7% (5%). В части раскрытия информации об индивидуальном вознаграждении членов исполнительных органов ситуация обстоит еще хуже. Доля компаний, раскрывающих такую информацию, в целом по выборке составила в 2009 г. 4% (3% в 2008 г.), среди листинговых компаний — 3% (5%), среди госкомпаний — 3% (0%).

Как указывалось выше, раскрытие финансовой отчетности по РСБУ и МСФО не

всегда сопровождается раскрытием соответствующего заключения внешнего аудитора о достоверности данной отчетности, что может снижать ценность последней для ее получателей.

При раскрытии почти всеми рассматриваемыми в рамках исследования компаниями на своих интернет-сайтах годовых отчетов (99% компаний в 2009 г.), относительно невысоким остается уровень соблюдения этими компаниями требований законодательства к содержанию годового отчета. Объем соблюдения требований законодательства к содержанию годового отчета в среднем в целом по выборке в 2009 г. составил 60%, среди листинговых компаний — 67%, среди госкомпаний — 53%.

При достаточно высоком уровне распространения практики реализации проектов корпоративной социальной ответственности для сотрудников общества и членов их семей, а также населения по месту деятельности общества, наблюдается низкая доля компаний, утвердивших внутренний документ, который устанавливает принципы корпоративной социальной ответственности компании. Так, доля компаний, в которых утвержден подобный документ о корпоративной социальной ответственности, в 2009 г. в целом по выборке составила 27%, среди листинговых компаний — 34%, среди госкомпаний — 24%.

### **Госкомпании: демонстрируют ли они лидерство в развитии корпоративного управления?**

Сопоставление уровня развития практики корпоративного управления в целом по выборке с уровнем в госкомпаниях показывает, что последние в целом отстают по всем четырем компонентам, хотя по некоторым это отставание незначительно (рис. 7).

- По компоненту «Обеспечение прав акционеров» уровень развития практики корпоративного управления в госкомпаниях практически полностью сопоставим с уровнем в среднем по выборке (53 против 54%). Однако в 2008 г. гос-

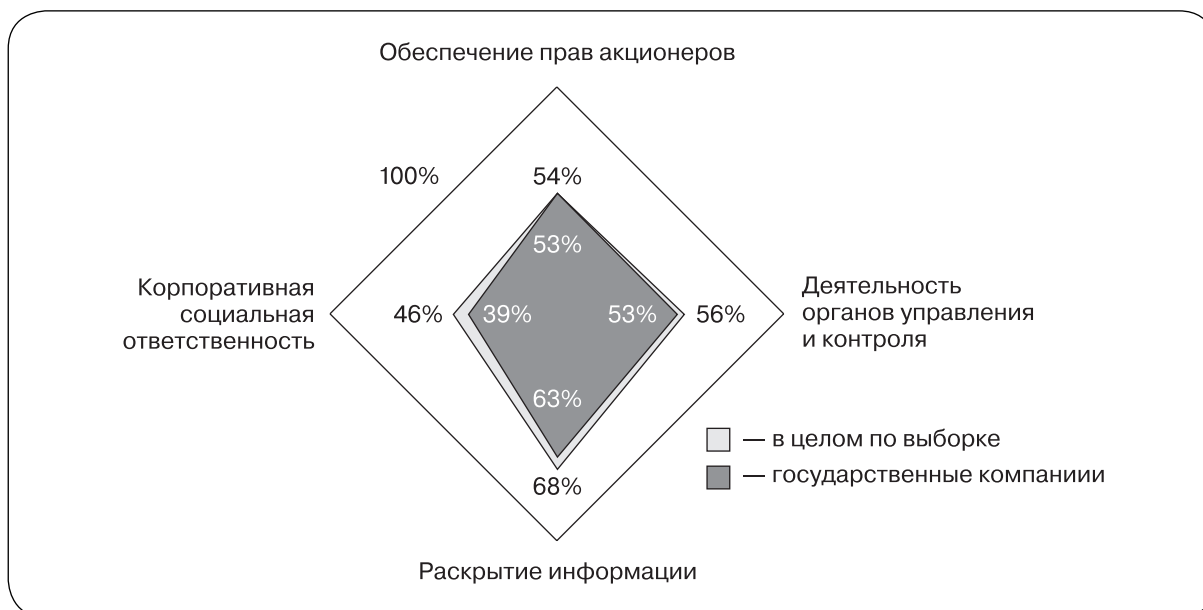


Рис. 7. Уровень развития практики корпоративного управления в госкомпаниях и в целом по выборке, 2009 г.

Примечание: показана доля рекомендаций в рамках каждого компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых госкомпаниями и компаниями в целом по выборке.

компании опережали по данному показателю компании в целом по выборке (53 против 51%).

- Единственным компонентом, по которому в 2009 г. госкомпании сократили свое отставание по уровню развития корпоративного управления от компаний в целом по выборке, стала «Деятельность органов управления и контроля». Здесь разрыв между соответствующими показателями госкомпаний и компаний в целом по выборке составил в 2009 г. 3 п. п. в пользу последних (в 2008 г. — 5 п. п.).
- В рамках компонента «Раскрытие информации» отставание госкомпаний от компаний в целом по выборке несколько увеличилось и составило 5 п. п. (в 2008 г. — 2 п. п.).
- Уровень развития корпоративного управления в рамках компонента «Корпоративная социальная ответственность» в 2009 г. в госкомпаниях снизился и составил 39%, что увеличило до 7 п. п. разрыв по этому показателю между ни-

ми и компаниями в целом по выборке, в которых уровень развития данного компонента в 2009 г. не изменился.

Сопоставление показателей уровня развития практики корпоративного управления в компаниях, имеющих листинг, которые отличаются более высоким уровнем развития корпоративного управления по сравнению с выборкой в целом, с госкомпаниями показывает, что последние существенно отстают от листинговых компаний (рис. 8).

- В рамках компонента «Обеспечение прав акционеров» разрыв между госкомпаниями и листинговыми компаниями по уровню развития практики корпоративного управления в 2009 г. увеличился до 10 п. п. — 53% против 63% (53% против 59% в 2008 г.).
- Отставание госкомпаний от компаний в листинге по уровню развития корпоративного управления в рамках компонента «Деятельность органов управления и контроля» осталось на уровне 2008 г. — 13 п. п. (53 против 66%).

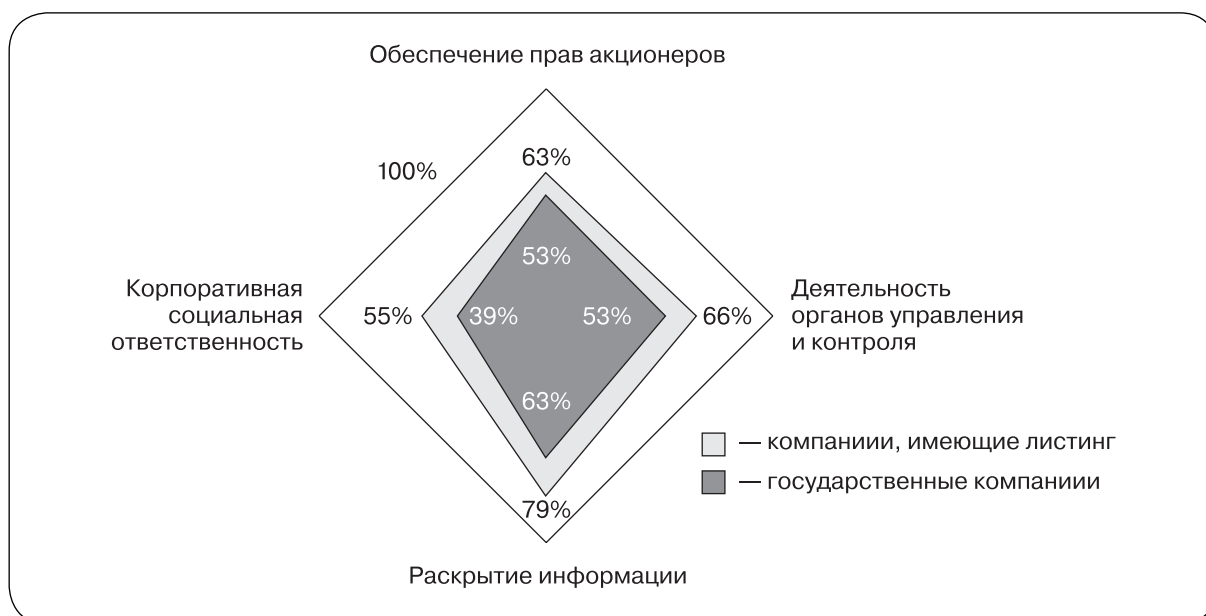


Рис. 8. Уровень развития практики корпоративного управления в госкомпаниях и в группе компаний, имеющих листинг, 2009 г.

Примечание: указывается доля рекомендаций в рамках каждого компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых госкомпаниями и компаниями, имеющими листинг.

- В рамках компонента «Раскрытие информации» госкомпании в 2009 г. отстали от листинговых компаний несколько больше, чем годом ранее, — на 16 п. п. (63 против 79%) вместо 13 п. п. в 2008 г. (65% против 78%).
- В рамках компонента «Корпоративная социальная ответственность» в 2009 г. появился разрыв между госкомпаниями и компаниями, имеющими листинг, в пользу последних — 6 п. п. (39% против 55%), в то время как в 2008 г. данные компании были на одинаковом уровне по этому компоненту (45%).

Более детальные данные о том, по каким аспектам практики корпоративного управления госкомпании отстают от компаний в целом по выборке и от компаний в листинге и насколько велико это отставание, представлены далее в исследовании в разделе «Анализ по компонентам практики корпоративного управления».

Полученные результаты указывают на то, что госкомпании в настоящее время не демонстрируют лидерства в области раз-

вития корпоративного управления, о чем свидетельствует их отставание в этой области от компаний, имеющих листинг, которые характеризуются наиболее высоким уровнем развития практики корпоративного управления.

В то же время в рамках каждого компонента практики корпоративного управления можно выделить некоторые аспекты, по которым госкомпании демонстрируют более высокие результаты, чем компании в целом по выборке, а также компании, имеющие листинг.

Так, в 2009 г. существенно увеличилось число госкомпаний, в советах директоров которых независимые директора составляют 1/4 состава совета директоров и более. Доля таких компаний увеличилась по сравнению с 2008 г. на 21 п. п. и составила в 2009 г. 45%. При этом в целом по выборке и среди листинговых компаний наблюдалась отрицательная динамика данного показателя (минус 5 п. п. — с 38 до 33% и минус 9 п. п. — с 53 до 44% соответственно).



Госкомпании демонстрируют более высокую дисциплину выплаты дивидендов, однако в целом уровень развития данного компонента остается пока невысоким. Так, доля компаний, которые устанавливают небольшой срок для выплаты объявленных дивидендов (менее 60 дней) и исполняют свои обязательства в указанный срок в объеме не менее 90% от суммы объявленных дивидендов, в 2009 г. в целом по выборке составила 23%, а среди листинговых компаний — только 18%. При этом среди госкомпаний доля таковых составила 31%.

Существенно выше у госкомпаний показатели, характеризующие практику проведения тендеров при выборе поставщиков товаров и услуг. Так, доля компаний, во внутренних документах которых закреплено требование о проведении тендера при выборе поставщика товаров и услуг, стоимость которых превышает установленный компанией уровень, в 2009 г. в целом по выборке составила 58% (64% среди листинговых компаний), а среди госкомпаний — 83% (29% в 2008 г.).

Однако количество аспектов практики корпоративного управления, показатели по которым у госкомпаний выше, чем у компаний в среднем по выборке или даже листинговых компаний, пока невелико. Успех госкомпаний по этим показателям определяется в первую очередь как результат государственного регулирования, направленного в том числе и на внедрение и развитие стандартов корпоративного управления в компаниях с госучастием.

Как отмечалось ранее, происходящие позитивные изменения в практике корпоративного управления госкомпаний так же, как и в практике других компаний, пока не характеризуются комплексностью. Реализуемые государством шаги по распространению практики привлечения в госкомпании независимых директоров можно было бы рассматривать как начало изменения самой модели управления, используемой государством в отношении компаний с его участием. Переход от «ручного управления» через служащих госу-

дарственных органов к модели действительно стратегического управления и контроля стал бы очень своевременным шагом. Современное корпоративное управление — это не только меры, облегчающие понимание состояния дел в компаниях и перспектив их развития, повышающие степень защиты прав различных категорий инвесторов. Это также и способ повышения эффективности управления компаниями на стратегическом уровне, более эффективного использования имеющихся у них ресурсов, действенного управления рисками, контроля и мотивации высшего менеджмента, что в конечном итоге обеспечивает устойчивость этих хозяйствующих субъектов в долгосрочной перспективе. Однако конечный результат, на наш взгляд, может быть получен лишь в том случае, если шаги по изменению состава советов директоров компаний с государственным участием станут начальными мерами по комплексному улучшению практики корпоративного управления в них и получат дальнейшее продолжение. Если же внедрение института независимых директоров будет рассматриваться в качестве самодостаточной меры и не будет поддержано комплексным развитием практики корпоративного управления, высока вероятность того, что цели повышения эффективности их деятельности не будут достигнуты, а институт независимых директоров будет сильно дискредитирован, по крайней мере в отношении этих компаний. Кроме того, на наш взгляд, именно реализация комплексного подхода, предполагающего создание и совершенствование органов, политик и процедур корпоративного управления, является важным условием для проявления лидерства в этой области.

### **Покомпонентный анализ практики корпоративного управления**

#### *Обеспечение прав акционеров*

В период с 2004 по 2009 г. уровень развития в российских компаниях практики корпоративного управления в области

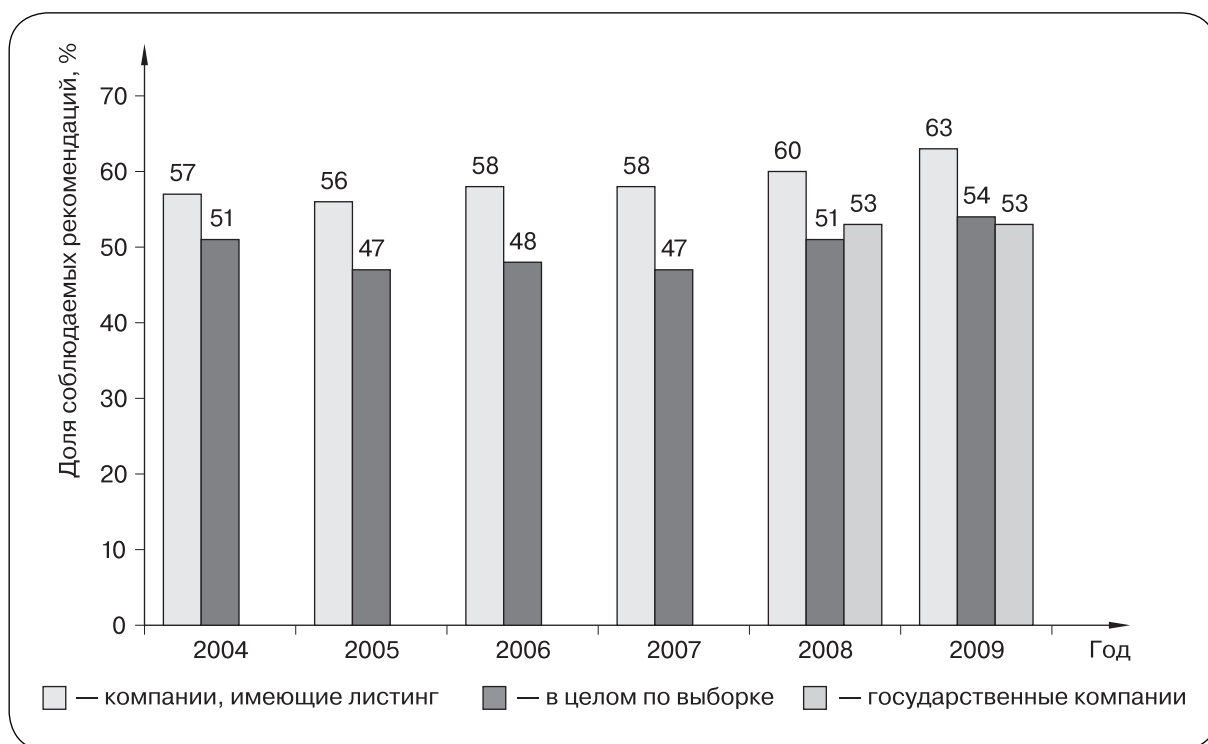


Рис. 9. Динамика развития практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров в 2004–2009 гг.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках компонента «Обеспечение прав акционеров», в среднем соблюдаемых компаниями анализируемых групп.

обеспечения прав акционеров почти не изменился и продолжает оставаться на относительно невысоком уровне (см. рис. 9).

1. В целом по выборке компании в 2009 г. соблюдали в среднем 54% рекомендаций, относящихся к компоненту «Обеспечение прав акционеров», что выше показателя за 2008 г. только на 3 п. п.
2. В компаниях, акции которых включены в котировальные списки ФБ ММВБ, уровень практики корпоративного управления в данном компоненте в 2009 г. повысился по сравнению с предыдущим годом незначительно: компании этой группы соблюдали в среднем 63% рекомендаций (рост составил 3 п. п.). Вместе с тем компании именно этой подгруппы сохраняют более высокий уровень развития практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров.

3. Для госкомпаний данный показатель в 2009 г. остался без изменений по сравнению с предыдущим годом и составил 53%, что сопоставимо с уровнем для выборки в целом, но ниже уровня листинговых компаний на 10 п. п.

В качестве наиболее развитых аспектов практики корпоративного управления в рамках компонента «Обеспечение прав акционеров», общий уровень которого в 2009 г. достиг довольно высокого показателя, выделяются следующие.

- Широкое распространение получила практика привлечения в качестве внешнего аудитора фирм, являющихся лидерами на этом рынке и имеющих высокую профессиональную репутацию (87% — в целом по выборке, 99% — среди имеющих листинг компаний). Однако среди госкомпаний уровень данного показателя в 2009 г. существенно

снизился — до 76% (минус 10 п. п. по сравнению с 2008 г.).

- Большинство компаний не использует практику перекрестного владения акциями (89% — в целом по выборке; 91% — среди имеющих листинг компаний; 97% — среди госкомпаний).
- Относительно высока доля компаний, которые передают ведение реестра своих акционеров независимому регистратору (73% — в целом по выборке; 75% — среди имеющих листинг компаний). В то же время среди госкомпаний доля компаний, передавших ведение реестра акционеров независимому регистратору, значительно ниже (52%).
- Практически все компании из числа имеющих листинг утвердили отдельные внутренние документы, регулирующие использование инсайдерской информации (99% в 2009 г.). В целом по выборке данный показатель составляет 71%.
- Для госкомпаний характерен высокий уровень распространения практики проведения конкурсного отбора при выборе внешнего аудитора (97% в 2009 г.), а также практика закрепления во внутренних документах требований о проведении тендера при выборе поставщика товаров и услуг, стоимость которых превышает установленный компанией уровень (83% в 2009 г.).

В ходе исследования был выделен ряд аспектов практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров, по которым в 2004–2009 гг. наблюдалась устойчивая положительная динамика изменений.

- Расширение практики регулирования использования инсайдерской информации в компаниях. Произошло увеличение доли компаний, которые утвердили отдельные внутренние документы, регулирующие использование инсайдерской информации: с 2004 г. данный показатель вырос в целом по выборке на 41 п. п. (в среднем более 8 п. п. ежегодно) до 71% в 2009 г.

- Увеличение доли компаний, которые не используют практику перекрестного владения акциями (2005–2009 гг.: с 70 до 89% — в целом по выборке и с 67 до 91% — среди имеющих листинг компаний).
- Увеличение доли компаний, которые расширяют компетенцию совета директоров в части предварительного одобрения сделок с активами на сумму менее 25% балансовой стоимости активов, наблюдается с 2005 г. (в среднем на 3,5 п. п. ежегодно в целом по выборке до 61% в 2009 г. и на 6,5 п. п. — среди имеющих листинг компаний до 73% в 2009 г.).
- Постепенное распространение практики привлечения в качестве внешнего аудитора фирм, являющихся лидерами на этом рынке и имеющих высокую профессиональную репутацию (2004–2009 гг.: с 59 до 87% в целом по выборке и с 72 до 99% среди имеющих листинг компаний).
- Постепенное увеличение доли компаний, принявших собственный кодекс корпоративного поведения (2004–2009 гг.: с 26 до 53% в целом по выборке и с 60 до 76% — среди имеющих листинг компаний). Однако абсолютный уровень распространения данной практики остается невысоким.

По итогам анализа за 2009 г. можно также выделить ряд требующих улучшения аспектов практики корпоративного управления в рамках компонента «Обеспечение прав акционеров».

- Уровень распространения практики размещения компаниями на своих интернет-сайтах информации при подготовке к общему собранию акционеров остается низким (32% — в целом по выборке; 55% — среди листинговых компаний; 28% — среди госкомпаний).
- Несмотря на рост показателя в 2009 г., пока только примерно половина компаний в целом по выборке проводит конкурсный отбор при определении внешнего аудитора (51% против 41% в 2008 г.);

Таблица 2

## Обеспечение прав акционеров: в госкомпаниях и в целом по выборке

Аспекты, по которым уровень развития корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров в госкомпаниях по сравнению с компаниями в целом по выборке:		
выше	сопоставим	ниже
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Закрепление во внутренних документах требования о проведении тендера при выборе поставщиков товаров и услуг.</li> <li>2. Отсутствие практики перекрестного владения.</li> <li>3. Проведение тендера при выборе внешнего аудитора.</li> <li>4. Выплата дивидендов по обыкновенным акциям в срок 60 дней</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Привлечение оценщика в случаях, помимо предусмотренных ФЗ «Об акционерных обществах».</li> <li>2. Наличие утвержденной дивидендной политики.</li> <li>3. Совет директоров принимает решение об одобрении сделок на сумму менее 25% балансовой стоимости активов.</li> <li>4. Размещение материалов к общему собранию акционеров на интернет-сайте компании.</li> <li>5. Компания объявляла и выплачивала дивиденды ежегодно на протяжении 3 последних лет</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Передача ведения реестра акционеров независимому регистратору.</li> <li>2. Отсутствие акционера, владеющего 75% и более акционерного капитала.</li> <li>3. Наличие в компании внутреннего документа, регулирующего использование инсайдерской информации.</li> <li>4. Привлечение внешнего аудитора из «большой четверки» или из числа других ведущих аудиторов.</li> <li>5. Наличие утвержденного Кодекса корпоративного поведения</li> </ol>

среди компаний, имеющих листинг, — 53% против 39% годом ранее.

- Остается невысокой дисциплина выплаты дивидендов в полном объеме (не менее 90%) и в разумный срок (60 дней). Большинство компаний допускают установление сроков выплаты объявленных дивидендов, превышающих 60 дней, или выплату в эти сроки дивидендов не в полном объеме (доля таких компаний в целом по выборке — 77%; среди имеющих листинг компаний — 82%; среди госкомпаний — 69%).
- Практика ежегодной выплаты дивидендов, и ранее находившаяся на невысоком уровне, еще больше ухудшилась в период кризиса. В целом по выборке доля компаний, ежегодно выплачивавших дивиденды на протяжении трех последних лет, снизилась по сравнению с предыдущим годом на 13 п. п. и составила в 2009 г. 38% (снижение с 46 до 61% — среди имеющих листинг компаний; снижение с 81 до 34% — среди госкомпаний).
- Несмотря на постепенное увеличение доли компаний, принявших собственный кодекс корпоративного поведения,

абсолютный уровень распространения данной практики остается невысоким (53% — в целом по выборке; 45% — среди госкомпаний). Исключение — листинговые компании, среди которых 76% имеют собственный кодекс корпоративного поведения.

- Практика обязательного привлечения независимого оценщика в случаях, помимо предусмотренных законодательством, имеет слабое распространение — 28% в целом по выборке, 34% — в группе листинговых компаний и 28% — среди госкомпаний.

Результаты исследования позволяют также провести сопоставление уровня развития различных аспектов практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров, сложившегося в компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем по выборке в целом (табл. 2).

Сопоставление уровня развития различных аспектов практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров, сложившегося в компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем у компаний, имеющих листинг, представлено в табл. 3.

Таблица 3

**Обеспечение прав акционеров: в госкомпаниях и в компаниях с листингом на ФБ ММВБ**

Аспекты, по которым уровень развития корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров в госкомпаниях по сравнению с компаниями, имеющими листинг на ФБ ММВБ:		
выше	сопоставим	ниже
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Закрепление во внутренних документах требования о проведении тендера при выборе поставщиков товаров и услуг.</li> <li>2. Отсутствие практики перекрестного владения.</li> <li>3. Проведение тендера при выборе внешнего аудитора</li> <li>4. Привлечение оценщика в случаях, помимо предусмотренных ФЗ «Об акционерных обществах».</li> <li>5. Выплата дивидендов по обыкновенным акциям в срок 60 дней</li> </ol>	—	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Передача ведения реестра акционеров независимому регистратору.</li> <li>2. Совет директоров принимает решение об одобрении сделок на сумму менее 25% балансовой стоимости активов.</li> <li>3. Наличие в компании внутреннего документа, регулирующего использование инсайдерской информации.</li> <li>4. Отсутствие акционера, владеющего 75% и более акционерного капитала.</li> <li>5. Размещение материалов к общему собранию акционеров на интернет-сайте компании.</li> <li>6. Привлечение внешнего аудитора из «большой четверки» или из числа других ведущих аудиторов.</li> <li>7. Наличие утвержденной дивидендной политики.</li> <li>8. Компания объявляла и выплачивала дивиденды ежегодно на протяжении 3 последних лет.</li> <li>9. Наличие утвержденного Кодекса корпоративного поведения</li> </ol>

Сопоставление компаний различных отраслей экономики по уровню развития практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров представлено на рис. 10.

*Деятельность органов управления и контроля*

В течение 2004–2009 гг. наблюдалась устойчивая тенденция улучшения практики корпоративного управления российских компаний в области деятельности органов управления и контроля (рис. 11).

1. Компании в целом по выборке в 2009 г. соблюдали в среднем 56% рекомендаций, относящихся к компоненту «Деятельность органов управления и контроля», продолжив положительную динамику изменения практики корпоративного управления в этой области. По сравнению с 2004 г. показатель вырос на 22 п. п., среднегодовой прирост за период с 2004 по 2009 г. составил более 5 п. п.
2. Относительно других компаний более высокий уровень развития данной прак-

тики наблюдается среди компаний, акции которых включены в котировальные списки ФБ ММВБ (соблюдение в среднем 66% всех рекомендаций в 2009 г.). Этот уровень повысился по сравнению с предыдущим годом на 5 п. п., по сравнению с 2004 г. прирост составляет 23 п. п.

3. Уровень развития практики корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля в госкомпаниях в 2009 г. составил 53%, увеличившись по сравнению с предыдущим годом на 5 п. п. Однако данный показатель ниже уровня по выборке в целом на 3 п. п. и отстает от уровня листинговых компаний по-прежнему на 13 п. п.

Выделяется ряд наиболее развитых аспектов практики корпоративного управления в рамках компонента «Деятельность органов управления и контроля», общий уровень которого в 2009 г. достиг довольно высокого показателя.

- Почти 100% компаний проводят заседания совета директоров чаще одного раза в квартал: в целом по выборке — 99%,

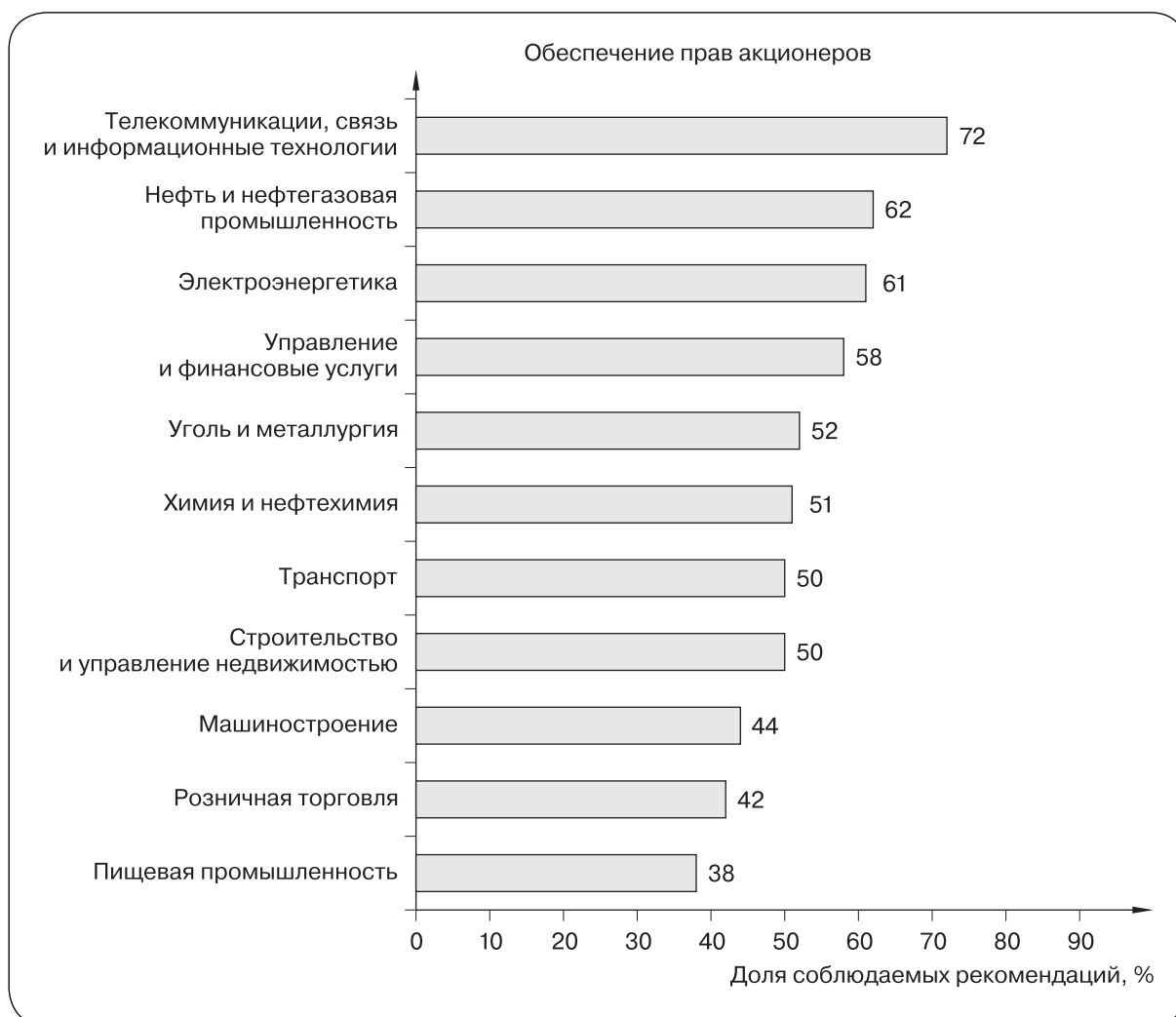


Рис. 10. Уровень развития практики корпоративного управления в области обеспечения прав акционеров по отраслям в целом по выборке, 2009 г.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках указанного компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых компаниями каждой отрасли в целом по выборке.

среди листинговых компаний и госкомпаний — 100%.

- Широкое распространение имеет практика утверждения компаниями отдельного внутреннего документа, регулирующего деятельность совета директоров. Доля компаний, имеющих положение о совете директоров, в целом по выборке в 2009 г. составила 94%, среди имеющих листинг компаний — 99%. Госкомпании в этом плане несколько отстают — среди них данная доля в 2009 г. составила 86%.
- Высокой является в целом по выборке доля тех компаний, которые выплачивают вознаграждение членам совета директоров: 82% в 2009 г. Среди имеющих листинг компаний вознаграждение членам советов директоров выплачивается практически везде: 99% компаний в 2009 г. Однако существенно отстают в этом плане госкомпании: 55% в отчетном году.
- Среди госкомпаний высока доля тех, в состав совета директоров которых входит хотя бы один независимый директор

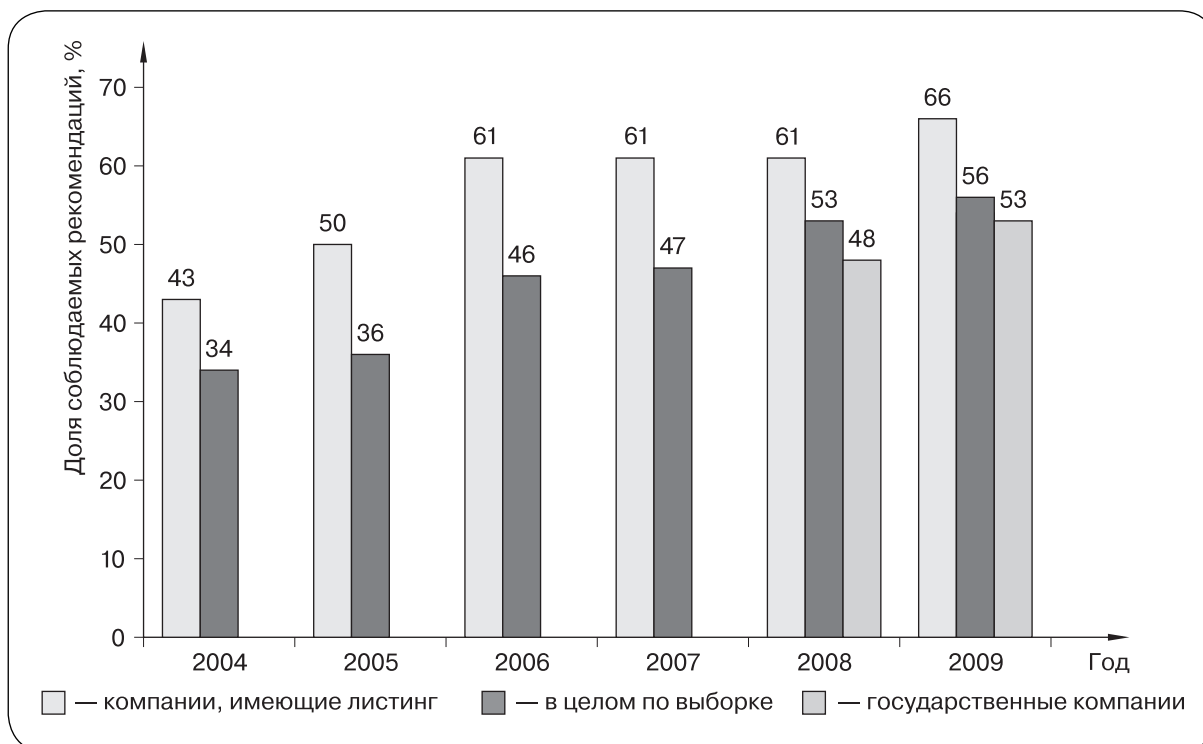


Рис. 11. Динамика развития практики корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля в 2004–2009 гг.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках компонента «Деятельность органов управления и контроля», в среднем соблюдаемых компаниями анализируемых групп.

(83 и 76% в 2009 г. и 2008 гг. соответственно).

- Среди компаний, имеющих листинг, высока доля тех, в которых в 2009 г. были созданы комитеты по аудиту и по кадрам и вознаграждениям (99 и 85% соответственно), а также служба внутреннего аудита (94% в 2009 г. против 84% годом ранее).
- Широко распространена практика утверждения компаниями отдельного внутреннего документа, регулирующего деятельность исполнительных органов. Доля компаний, располагающих такими внутренними документами, в целом по выборке в 2009 г. составила 79%, среди имеющих листинг компаний — 93%.

В ходе исследования были также выделены аспекты практики корпоративного управления в области деятельности

органов управления и контроля, по которым в 2004–2009 гг. наблюдалась устойчивая положительная динамика изменений.

- Более распространенной стала практика создания механизмов, снижающих риск возникновения конфликта интересов у членов совета директоров: доля компаний, создавших такие механизмы, в целом по выборке выросла за период с 2004 по 2009 г. на 29 п. п. — до 73%, среди имеющих листинг компаний — на 23 п. п. — до 79%. В госкомпаниях данный показатель в течение последних двух лет, когда анализировались данная подгруппа компаний, увеличился с 38 до 55%.
- Более широкое распространение получила практика создания комитетов по аудиту и по кадрам и вознаграждениям.

В целом по выборке доля компаний, в совете директоров которых создан комитет по аудиту, увеличилась в течение 2004–2009 гг. на 54 п. п. — до 77%, и на 46 п. п. — до 65% — за этот период увеличилась доля компаний, в совете директоров которых создан комитет по кадрам и вознаграждениям. Соответствующий прирост в течение указанного периода для листинговых компаний составил 43 и 37 п. п. соответственно.

- Более распространенной стала практика создания механизмов, снижающих риск возникновения конфликта интересов у членов исполнительных органов компаний: доля компаний, создавших такие механизмы, в целом по выборке выросла с 2004 г. более чем в два раза — до 63% в 2009 г.; среди имеющих листинг компаний рост составил 42 п. п. — до 78%.
- Более широкое распространение получила практика подчинения служб внутреннего аудита компаний совету директоров. В целом по выборке доля компаний, в которых служба внутреннего аудита функционально подчиняется совету директоров, увеличилась по сравнению с 2005 г. на 25 п. п. до 64% в 2009 г., среди листинговых компаний — на 11 п. п. — до 71%.

В то же время можно выделить ряд требующих улучшения аспектов практики корпоративного управления в рамках компонента «Деятельность органов управления и контроля», степень распространения которых в 2009 г. оставалась низкой.

- По-прежнему около 1/3 компаний не имеют независимых директоров: доля компаний, в составе совета директоров которых нет независимых членов, в целом по выборке составила в 2009 г. 34%, среди листинговых компаний — 24%. Лучше на фоне этих компаний выглядят госкомпании, у которых данный показатель составил в 2009 г. 17%, в то время как годом ранее он был на уровне 24%.

- В группе госкомпаний доля компаний, создавших механизмы снижения риска возникновения конфликтов интересов у членов совета директоров, составляет только 55%.
- Высока доля компаний, в которых отдельные члены совета директоров являются одновременно членами советов директоров более пяти иных акционерных обществ (41% — в целом по выборке; 55% — среди листинговых компаний; 38% — среди госкомпаний).
- Не получила широкого распространения практика повышения квалификации членов совета директоров, а также практика привлечения к их работе внешних консультантов (в целом по выборке — 12 и 37% соответственно; среди листинговых компаний — 16 и 51% соответственно; среди госкомпаний — 7 и 28% соответственно).
- Не развивается практика включения в состав комитетов совета директоров только независимых директоров или независимых и неисполнительных директоров. По-прежнему велика доля компаний, в которых в комитеты совета директоров входят исполнительные директора, а также внешние эксперты с правом голоса, что не соответствует рекомендациям передовой практики корпоративного управления.
- Доля компаний, которые не включают в состав ревизионных комиссий членов органов управления и сотрудников компании, по-прежнему мала (39% — в целом по выборке; 43% — среди компаний, имеющих листинг). Несколько лучше на этом фоне выглядят госкомпании — их доля составляет 62%.
- Доля компаний, в которых создана должность корпоративного секретаря, в целом по выборке составила лишь 42% в 2009 г., среди компаний, имеющих листинг, — 55%. Из числа госкомпаний только в 17% существует такая должность.
- Лишь 39% компаний в целом по выборке закрепили в своих внутренних



Таблица 4

## Деятельность органов управления и контроля: в госкомпаниях и в целом по выборке

Аспекты, по которым уровень развития корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля в госкомпаниях по сравнению с компаниями в целом по выборке:		
выше	сопоставим	ниже
<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Независимые директора занимают 1/4 и более мест в составе совета директоров.</li> <li>2. Исполнительные директора составляют менее 1/4 состава совета директоров.</li> <li>3. Наличие в компании коллегиального исполнительного органа.</li> <li>4. Независимость членов ревизионной комиссии</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Заседания совета директоров проходят не реже одного раза в шесть недель.</li> <li>2. Участие членов совета директоров в работе советов директоров не более пяти иных АО.</li> <li>3. Наличие практики повышения квалификации членов совета директоров.</li> <li>4. Наличие комитетов по кадрам и вознаграждениям и по аудиту в составе совета директоров.</li> <li>5. Исполнительные директора не входят в состав комитетов по кадрам и вознаграждениям и по аудиту.</li> <li>6. Закрепление во внутренних документах зависимости вознаграждений менеджмента от результатов деятельности компании</li> </ol>	<ol style="list-style-type: none"> <li>1. Утверждено Положение о совете директоров.</li> <li>2. Возможность привлечения советом директоров внешних консультантов.</li> <li>3. Выплата вознаграждения членам совета директоров.</li> <li>4. Наличие в компании процедуры декларирования членами совета директоров своей аффилированности.</li> <li>5. Регулярность проведения заседаний комитетов при совете директоров.</li> <li>6. Наличие в компании внутренних документов, регламентирующих деятельность исполнительных органов.</li> <li>7. Наличие механизмов, снижающих риск возникновения конфликта интересов у членов исполнительных органов компании.</li> <li>8. Наличие в компании кадрового резерва для замещения высших менеджеров.</li> <li>9. Наличие службы внутреннего аудита.</li> <li>10. Функциональная подотчетность службы внутреннего аудита совету директоров.</li> <li>11. Наличие в компании должности корпоративного секретаря</li> </ol>

документах в качестве критериев для определения вознаграждения высшего менеджмента результаты деятельности компании (55% — среди имеющих листинг компаний и 38% — среди госкомпаний).

- На невысоком уровне и без заметных изменений оставалась практика формирования и развития в компаниях кадрового резерва для занятия руководящих должностей. Доля компаний, создавших кадровый резерв и программы планирования преемственности для замещения должностей высших менеджеров, в 2009 г. в целом по выборке составила только 32%, среди имеющих листинг компаний — 40%, в подгруппе госкомпаний — 24%.

Результаты исследования позволяют также провести сопоставление уровня развития различных аспектов практики кор-

поративного управления в области деятельности органов управления и контроля, сложившегося в компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем в целом по выборке (табл. 4).

Сопоставление уровня развития различных аспектов практики корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля, сложившегося в компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем в листинговых компаниях представлено в табл. 5.

Сопоставление компаний различных отраслей экономики по уровню развития практики корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля показано на рис. 12.

*Раскрытие информации*

В сравнении с другими компонентами практика российских компаний в области

Таблица 5

**Деятельность органов управления и контроля: в госкомпаниях  
и в компаниях с листингом на ФБ ММВБ**

Аспекты, по которым уровень развития корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля в госкомпаниях по сравнению с компаниями, имеющими листинг на ФБ ММВБ:		
выше	сопоставим	ниже
1. Исполнительные директора составляют менее 1/4 состава совета директоров.	1. Независимые директора занимают 1/4 и более мест в составе совета директоров.	1. Утверждено Положение о совете директоров.
2. Участие членов совета директоров в работе советов директоров не более пяти иных АО.	2. Заседания совета директоров проходят не реже одного раза в шесть недель.	2. Наличие практики повышения квалификации членов совета директоров, а также возможности привлечения советом директоров внешних консультантов.
3. Независимость членов ревизионной комиссии	3. Наличие в компании коллегиального исполнительного органа	3. Выплата вознаграждения членам совета директоров.
		4. Наличие в компании процедуры декларирования членами совета директоров своей аффилированности.
		5. Наличие комитетов по кадрам и вознаграждениям и по аудиту в составе совета директоров.
		6. Регулярность проведения заседаний комитетов при совете директоров.
		7. Исполнительные директора не входят в состав комитетов по кадрам и вознаграждениям и по аудиту.
		8. Наличие в компании внутренних документов, регламентирующих деятельность исполнительных органов.
		9. Наличие механизмов, снижающих риск возникновения конфликта интересов у членов исполнительных органов компании.
		10. Закрепление во внутренних документах зависимости вознаграждений менеджмента от результатов деятельности компании.
		11. Наличие в компании кадрового резерва для замещения высших менеджеров.
		12. Наличие службы внутреннего аудита.
		13. Функциональная подотчетность службы внутреннего аудита совету директоров.
		14. Наличие в компании должности корпоративного секретаря

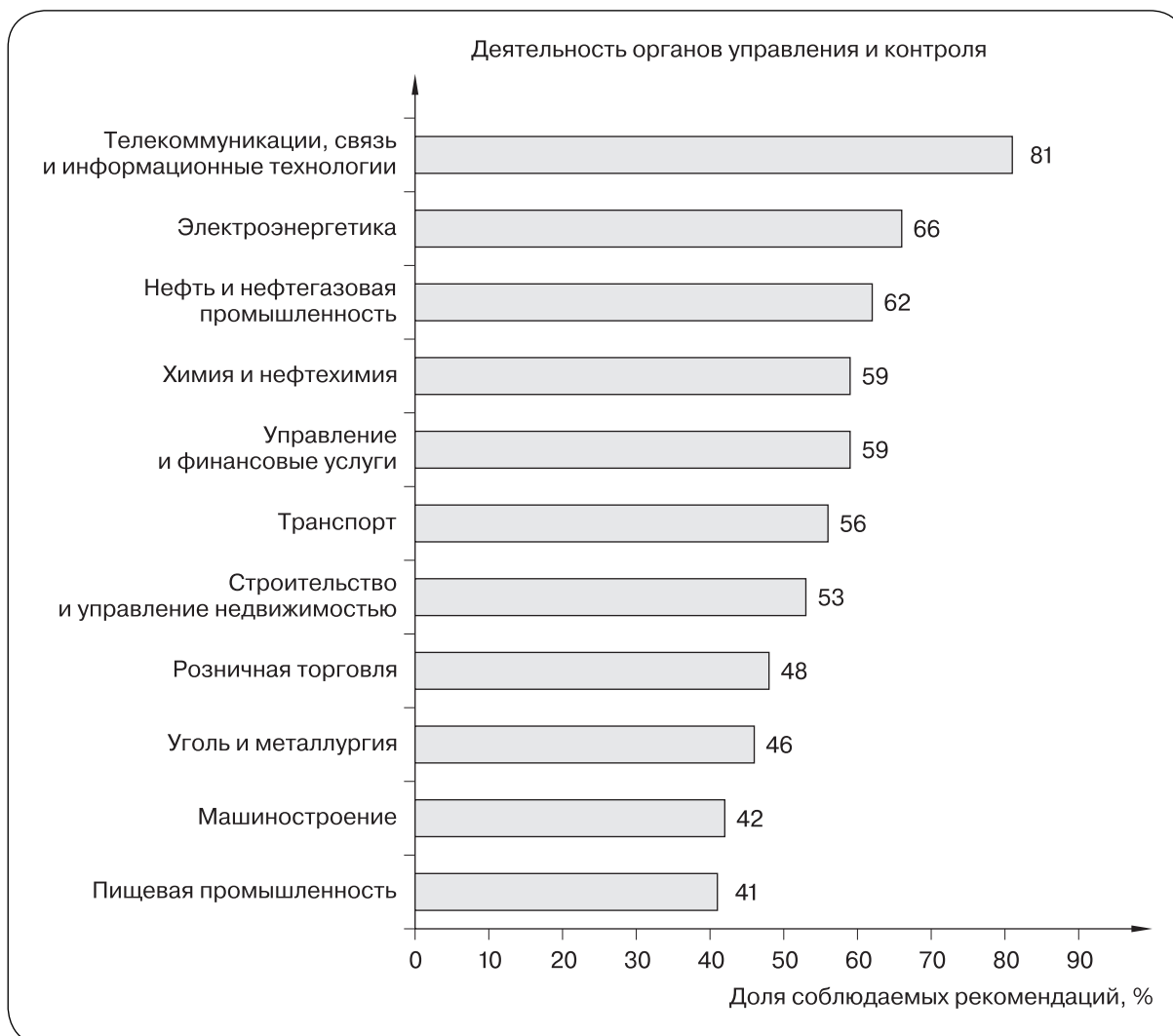
раскрытия информации характеризуется более высоким уровнем развития.

1. Доля соблюдаемых в среднем рекомендаций, относящихся к компоненту «Раскрытие информации», в целом по выборке в 2009 г. составила 68%, увеличившись по сравнению с 2008 г. лишь на 1 п. п. (рис. 13). Динамика изменения данного показателя за период с 2004 по 2008 г. была устойчиво положительной: суммарное увеличение в целом по выборке составляло 19 п. п., среднегодовой прирост — почти 5 п. п. Однако, как видно из диаграммы, в 2009 г. рост этого показателя замедлился. Вероятно, данный компонент переходит в некоторую фазу насыщения, когда динамика его изменения стабилизируется ввиду

достижения предельного уровня развития для текущих условий.

2. Компании, акции которых включены в котировальные списки ФБ ММВБ, демонстрируют более высокий уровень развития практики корпоративного управления в данном компоненте. В 2005 г. было отмечено снижение показателя до минимального значения с 67 до 62%, но с 2005 г. данный показатель ежегодно прибавлял в среднем около 5 п. п. и достиг значения 78% в 2008 г. Однако в 2009 г. эта динамика замедлилась, и в итоге годовой прирост составил лишь 1 п. п.

3. Для госкомпаний этот показатель снизился по сравнению с предыдущим годом на 2 п. п. и составил в 2009 г. 63%. Таким образом, отставание госкомпаний



*Рис. 12.* Уровень развития практики корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля по отраслям в целом по выборке, 2009 г.

*Примечание:* на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках указанного компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых компаниями каждой отрасли в целом по выборке.

по данному показателю от компаний в целом по выборке составляет 5 п. п., а от листинговых компаний — 16 п. п.

Существуют наиболее развитые аспекты практики корпоративного управления в рамках компонента «Раскрытие информации», степень распространения которых к 2009 г. достигла довольно высокого значения.

- Почти 100% компаний раскрывают свою финансовую отчетность по РСБУ (в целом по выборке — 98%; среди листинговых компаний — 100%; среди госкомпаний — 97%).
- Почти 100% рассматриваемых в исследовании компаний раскрывают годовые отчеты на своих корпоративных интернет-сайтах (в целом по выборке — 99%; среди листинговых компаний — 100%; среди госкомпаний — 100%).
- Госкомпании демонстрируют более высокий уровень прозрачности структуры акционерного капитала, раскрывая

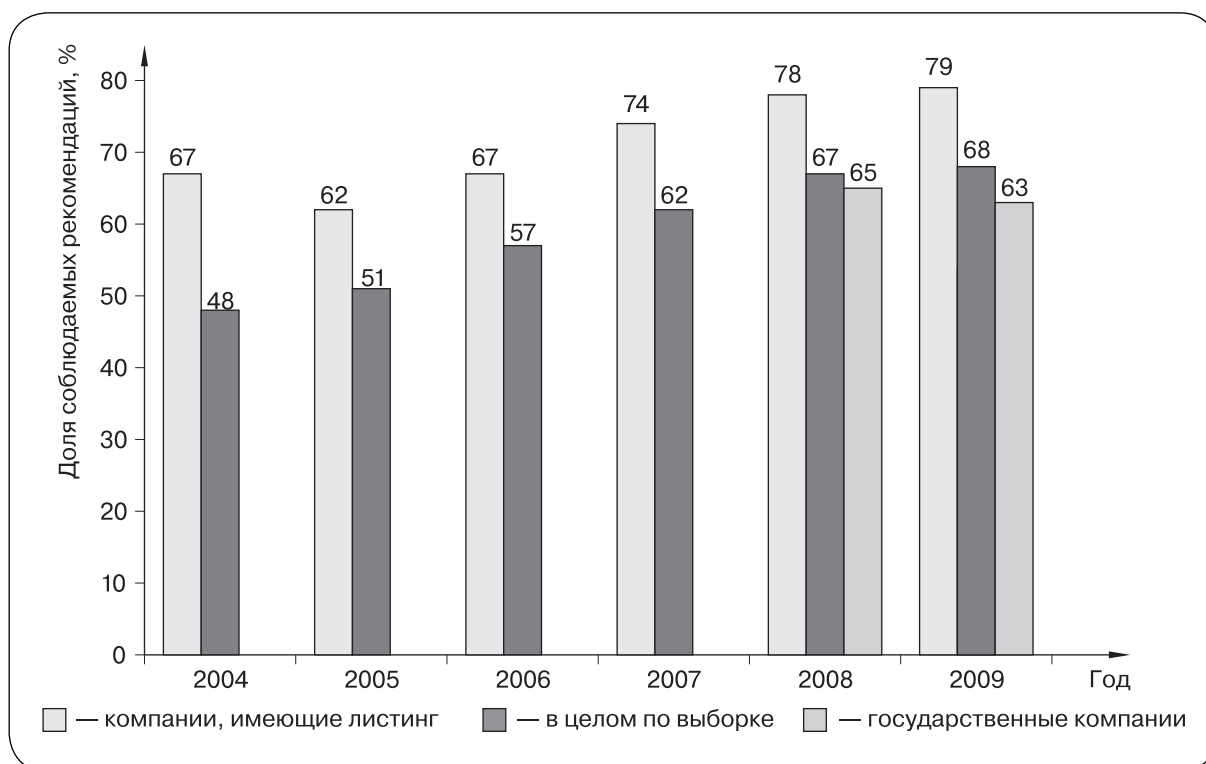


Рис. 13. Динамика развития практики корпоративного управления в области раскрытия информации в 2004–2009 гг.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках компонента «Раскрытие информации», в среднем соблюдаемых компаниями анализируемых групп.

сведения о своем основном собственнике — государстве (79%).

- Почти 100%-й уровень раскрытия информации о составе советов директоров и исполнительных органов наблюдается среди всех рассматриваемых подгрупп компаний.
- Высокий уровень раскрытия информации на корпоративных интернет-сайтах демонстрируют компании, имеющие листинг: доля информации, раскрываемой в среднем от максимально возможного объема, среди таких компаний составила в 2009 г. 80%.

В ходе исследования был выделен ряд аспектов практики корпоративного управления в области раскрытия информации, по которым в 2004–2009 гг. наблюдалась устойчивая положительная динамика изменения.

- В течение последних шести лет происходило постепенное улучшение практики раскрытия компаниями заключений внешнего аудитора, которые должны сопровождать публикуемую отчетность по РСБУ: в целом по выборке рост составил 51 п. п. (в среднем более 10 п. п. ежегодно) до 87% в 2009 г.; среди имеющих листинг компаний — плюс 25 п. п. (в среднем 5 п. п. ежегодно) — до 93%.
- При раскрытии финансовой отчетности по международным стандартам за последние шесть лет наблюдалось существенное улучшение показателей опубликования заключения внешнего аудитора, которое должно сопровождать данную отчетность. Рост составил 40 п. п. (в среднем 8 п. п. ежегодно) в целом по выборке и 28 п. п. (в среднем более 5 п. п. ежегодно) — среди листинговых компаний.

- С 2005 г. наблюдается тенденция роста доли компаний, утвердивших внутренний документ, который регулирует их информационную политику. Рост в целом по выборке составил 23 п. п. — с 34 до 57%, а среди имеющих листинг компаний — 20 п. п. — с 61 до 81%.
- Доля компаний, обеспечивающих равнодоступность информации о своей деятельности для российских и зарубежных инвесторов за счет соблюдения принципа соответствия сведений на русско- и англоязычной версиях интернет-сайта, в 2004–2009 гг. в целом по выборке выросла на 32 п. п., до 48%, а среди имеющих листинг компаний — на 26 п. п. — до 70%.

В то же время присутствуют требующие улучшения аспекты практики корпоративного управления в рамках компонента «Раскрытие информации», степень распространения которых в 2009 г. оставалась низкой.

- Невысокий уровень распространения практики утверждения отдельного внутреннего документа, регулирующего информационную политику компании (57% в целом по выборке).
- Недостаточно высокий уровень прозрачности структуры акционерного капитала (53% — в целом по выборке; 39% — среди компаний, имеющих листинг). Исключение — госкомпании, которые демонстрируют более высокий уровень прозрачности, раскрывая сведения о своем основном собственнике — государстве (79%).
- Крайне низкий уровень раскрытия информации о размере индивидуального вознаграждения, выплачиваемого каждому члену совета директоров и исполнительных органов компании (11% и 4% соответственно — в целом по выборке; 16% и 3% — среди листинговых компаний; 5% и 0% — среди госкомпаний).
- Невысокий уровень соблюдения российскими компаниями требований законодательства к содержанию годового отчета (60% — в целом по выборке; 67% — среди листинговых компаний; 53% — среди госкомпаний).
- Низкий уровень распространения практики раскрытия протоколов заседаний совета директоров (или выписок из протоколов) путем создания соответствующего отдельного раздела на интернет-сайте компании (19% — в целом по выборке; 27% — среди листинговых компаний; 17% — среди госкомпаний).

Результаты исследования позволяют также провести сопоставление уровня развития различных аспектов практики корпоративного управления в области раскрытия информации, сложившегося в компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем в целом по выборке (табл. 6).

Сопоставление уровня развития различных аспектов практики корпоративного управления в области раскрытия информации, сложившегося в компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем в имеющих листинг компаниях, представлено в табл. 7.

Сопоставление компаний различных отраслей экономики по уровню развития практики корпоративного управления в области раскрытия информации представлено на рис. 14.

#### *Корпоративная социальная ответственность*

Развитие практики российских компаний в области корпоративной социальной ответственности продолжает оставаться на невысоком уровне. Компании в целом по выборке в 2009 г. соблюдали в среднем 46% рекомендаций, относящихся к компоненту «Корпоративная социальная ответственность».

1. В то время как в последние пять лет наблюдалась положительная динамика развития практики российских компаний в области корпоративной социальной ответственности (рис. 15), то в 2009 г. она остановилась. С 2004 по 2008 г. уровень выполнения рекомендаций по корпоративной социальной

Таблица 6

**Раскрытие информации: в госкомпаниях и в целом по выборке**

<b>Аспекты, по которым уровень развития корпоративного управления в области раскрытия информации в госкомпаниях по сравнению с компаниями в целом по выборке:</b>		
<b>выше</b>	<b>сопоставим</b>	<b>ниже</b>
1. Раскрытие информации о составе акционеров компании.	1. Раскрытие отчетности по РСБУ.	1. Раскрытие финансовой отчетности по МСФО/ОПБУ США.
2. Раскрытие информации о стратегии развития компании	2. Раскрытие информации о вознаграждении членов совета директоров. 3. Раскрытие информации о вознаграждении членов исполнительных органов. 4. Раскрытие информации о решениях совета директоров компании. 5. Качество интернет-сайта компании	2. Раскрытие информации о составе совета директоров. 3. Раскрытие информации о составе исполнительных органов. 4. Раскрытие информации о практике корпоративного управления. 5. Наличие положений о раскрытии информации. 6. Соблюдение требований законодательства к содержанию годового отчета. 7. Равнодоступность информации для российских и зарубежных инвесторов

Таблица 7

**Раскрытие информации: в госкомпаниях и в компаниях с листингом на ФБ ММВБ**

<b>Аспекты, по которым в госкомпаниях по сравнению с компаниями, имеющими листинг на ФБ ММВБ, уровень развития корпоративного управления в области раскрытия информации:</b>		
<b>выше</b>	<b>сопоставим</b>	<b>ниже</b>
1. Раскрытие информации о составе акционеров компании	1. Раскрытие отчетности по РСБУ	1. Раскрытие финансовой отчетности по МСФО/ОПБУ США. 2. Раскрытие информации о составе совета директоров. 3. Раскрытие информации о составе исполнительных органов. 4. Раскрытие информации о вознаграждении членов совета директоров. 5. Раскрытие информации о вознаграждении членов исполнительных органов. 6. Раскрытие информации о стратегии развития компании. 7. Раскрытие информации о решениях совета директоров компании. 8. Раскрытие информации о практике корпоративного управления. 9. Наличие положений о раскрытии информации. 10. Соблюдение требований законодательства к содержанию годового отчета. 11. Качество интернет-сайта компании. 12. Равнодоступность информации для российских и зарубежных инвесторов

ответственности в целом по выборке вырос на 14 п. п. — с 32 до 46% (в среднем плюс 3,5 п. п. ежегодно). Однако в 2009 г. по сравнению с предыдущим годом данный показатель не изменился и остался на уровне 46%.

2. Компании, акции которых включены в котировальные списки ФБ ММВБ, показывают более высокий уровень развития практики корпоративного управления

по данному компоненту. Так, в 2009 г. он составил в данной подгруппе 55% против 46% в целом по выборке.

3. Уровень данного показателя среди госкомпаний в 2008 г. был сопоставим с уровнем в целом по выборке и составлял 45%. Однако в 2009 г. произошло довольно существенное снижение данного показателя: минус 6 п. п. — с 45 до 39%.

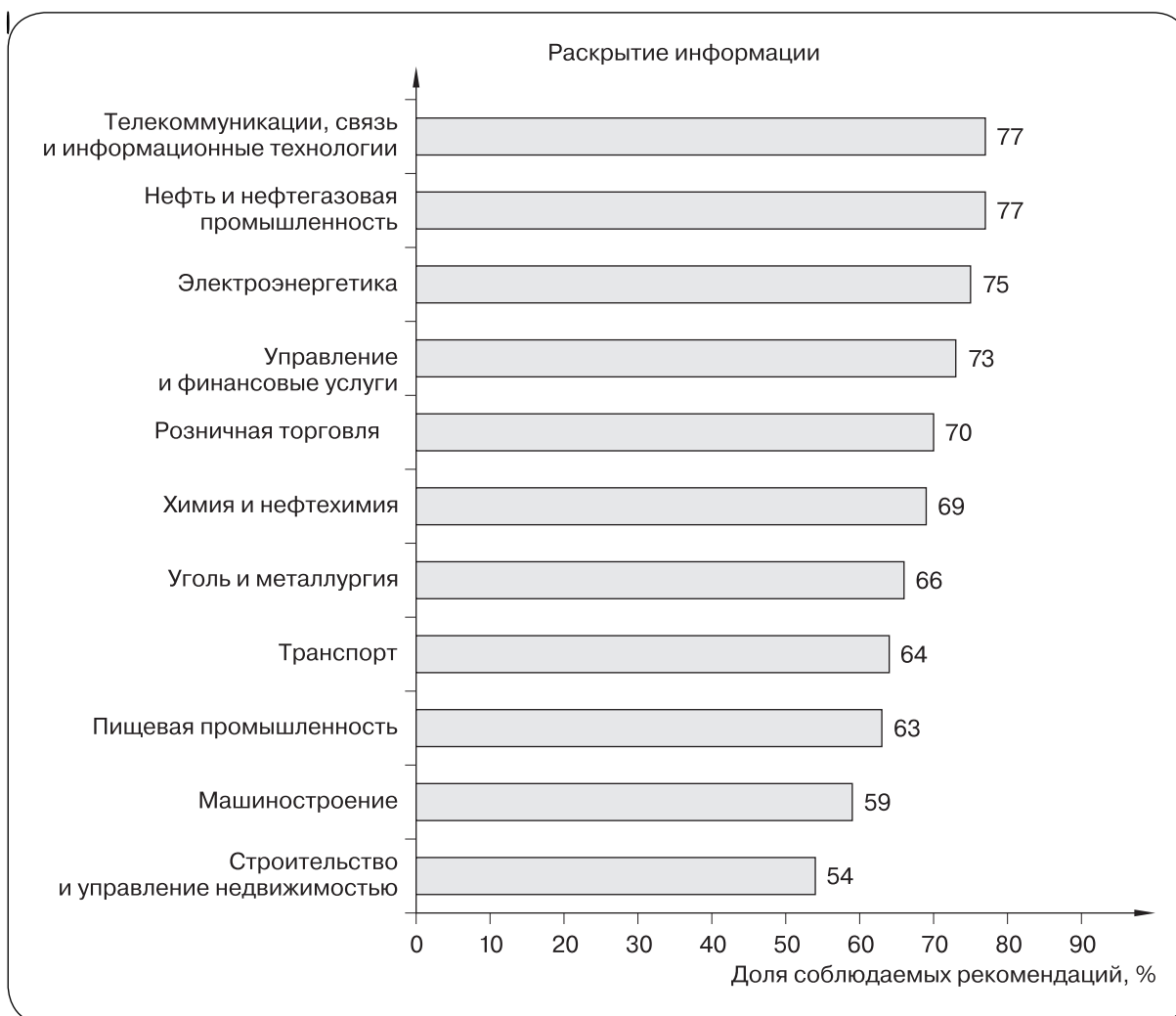


Рис. 14. Уровень развития практики корпоративного управления в области раскрытия информации по отраслям в целом по выборке, 2009 г.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках указанного компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых компаниями каждой отрасли в целом по выборке.

Можно выделить наиболее развитые аспекты практики корпоративного управления в рамках компонента «Корпоративная социальная ответственность», степень распространения которых к 2009 г. достигла довольно высокого значения.

- Распространение практики реализации проектов КСО для сотрудников компании и членов их семей остается на высоком уровне: 77% — в целом по выборке и 85% — среди имеющих листинг компаний.
- Практика реализации проектов КСО для населения по месту деятельности компании также имеет довольно широкое распространение, несмотря на падение его уровня в 2009 г.: 67% (75% в 2008 г.) — в целом по выборке и 78% (86% в 2008 г.) — среди имеющих листинг компаний.

В ходе исследования были выделены аспекты практики корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности, по которым в 2004–2009 гг.

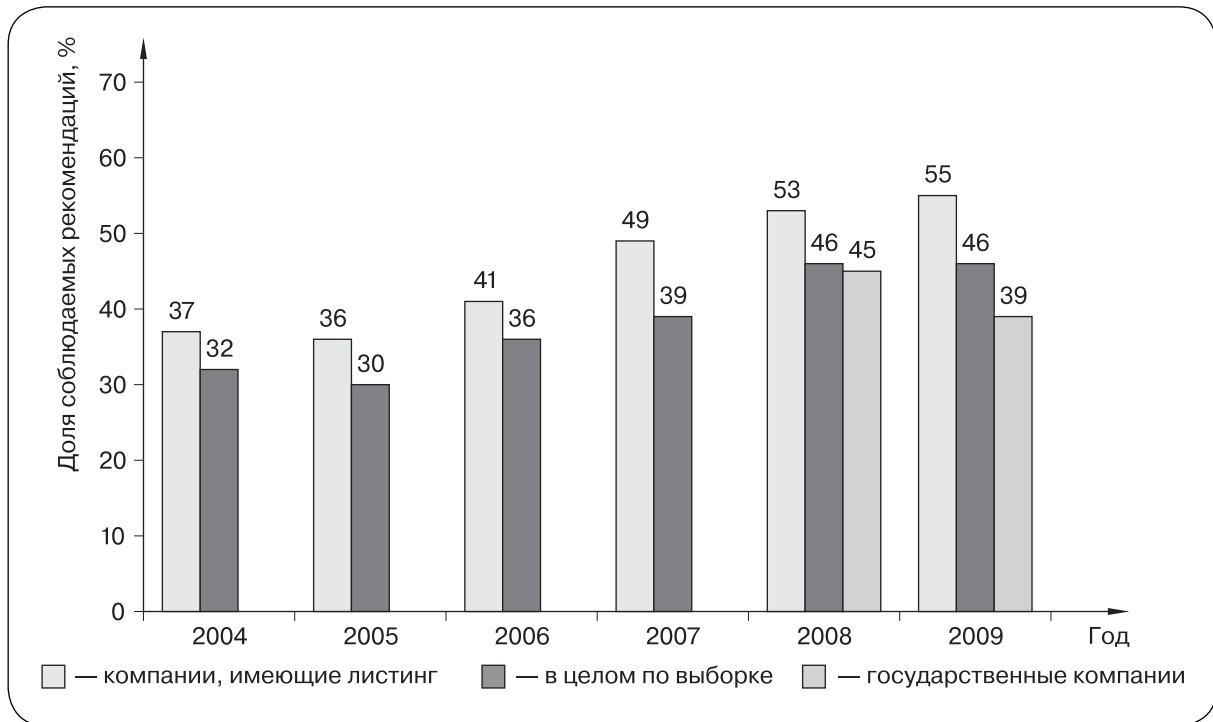


Рис. 15. Динамика развития практики корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности в 2004–2009 гг.

наблюдалась устойчивая положительная динамика их изменения.

- Доля компаний, которые имеют официальные документы, регламентирующие цели, задачи и принципы корпоративной социальной ответственности, выросла за 2005–2009 гг. с 6 до 27% — в целом по выборке и с 6 до 34% — среди имеющих листинг компаний.
- Доля компаний, утвердивших свод правил корпоративной этики, в целом по выборке возросла за последние пять лет с 9 до 27% и среди компаний, имеющих листинг, — с 16 до 39%.

В качестве требующих улучшения аспектов практики корпоративного управления в рамках компонента «Корпоративная социальная ответственность», степень распространения которых в 2009 г. оставалась низкой, выделяются следующие:

- Низкий уровень распространения практики реализации компаниями проектов корпоративной социальной ответственности

для своих контрагентов: в целом по выборке доля таких компаний в 2009 г. составляла 31%; среди имеющих листинг компаний — 37%; среди госкомпаний — 34%.

- Низкий уровень распространения практики принятия публичного документа, закрепляющего принципы и подходы компании к реализации ее корпоративной социальной ответственности: 27% — в целом по выборке; 34% — среди компаний, имеющих листинг; 24% — среди госкомпаний.
- Низкий уровень распространения практики принятия свода правил корпоративной этики: 27% — в целом по выборке; 39% — среди имеющих листинг компаний; 21% — среди госкомпаний.

Результаты исследования позволяют также провести сопоставление уровня развития различных аспектов практики корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности, сложившегося в



Таблица 8

**Корпоративная социальная ответственность: в госкомпаниях и в целом по выборке**

Аспекты, по которым уровень развития корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности в госкомпаниях по сравнению с компаниями в целом по выборке:		
выше	сопоставим	ниже
—	1. Проекты КСО для контрагентов компании 2. Наличие документа, устанавливающего принципы КСО компании	1. Проекты КСО для сотрудников компании и членов их семей 2. Проекты КСО для населения по месту деятельности компании 3. Наличие в компании свода правил корпоративной этики

Таблица 9

**Корпоративная социальная ответственность: в госкомпаниях и в компаниях с листингом на ФБ ММВБ**

Аспекты, по которым уровень развития корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности в госкомпаниях по сравнению с компаниями, имеющими листинг на ФБ ММВБ:		
выше	сопоставим	ниже
—	1. Проекты КСО для контрагентов компании	1. Проекты КСО для сотрудников компании и членов их семей 2. Проекты КСО для населения по месту деятельности компании 3. Наличие документа, устанавливающего принципы КСО компании 4. Наличие в компании свода правил корпоративной этики

компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем в целом по выборке (табл. 8).

Сопоставление уровня развития различных аспектов практики корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности, сложившегося в компаниях с госучастием, с соответствующим уровнем в листинговых компаниях представлено в табл. 9.

Сопоставление компаний различных отраслей экономики по уровню развития практики корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности представлено на рис. 16.

### **Анализ факторов, влияющих на качество корпоративного управления<sup>7</sup>**

#### *Сравнение различных мер качества корпоративного управления*

В исследовании рассматриваются две наиболее известные меры, отражающие ка-

<sup>7</sup> Данный раздел подготовлен специалистами «Российской экономической школы».

чество корпоративного управления в российских компаниях. В качестве основной меры используются данные Национального рейтинга корпоративного управления «РИД — Эксперт РА» (НРКУ). Эта мера основана на оценке корпоративного управления в компаниях по четырем направлениям: (1) обеспечение прав акционеров; (2) деятельность органов управления и контроля; (3) раскрытие информации; (4) корпоративная социальная ответственность.<sup>8</sup> В выборку исследования были включены 78 компаний, оцененных в рамках рейтинга, с максимальным количеством наблюдений во времени.

В качестве дополнительной меры используется индекс информационной прозрачности компаний, составляемый Standard & Poor's. Эта мера оценивает раскрытие информации о компании по трем компонентам: (1) информация о структуре

<sup>8</sup> Подробная информация о Национальном рейтинге корпоративного управления представлена на интернет-сайтах Российского института директоров (<http://www.rid.ru/>) и рейтингового агентства «Эксперт РА» (<http://www.raexpert.ru/>).

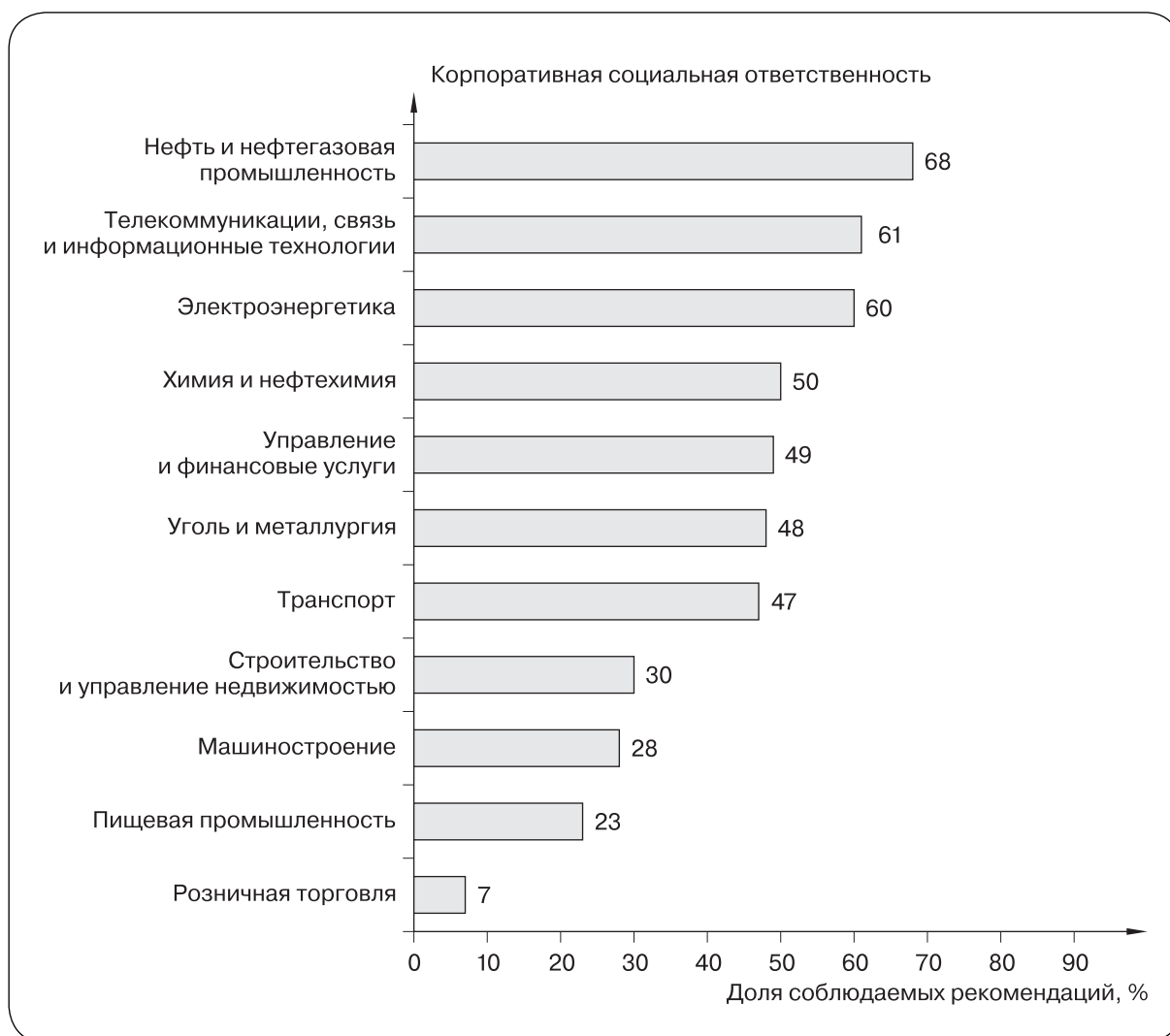


Рис. 16. Уровень развития практики корпоративного управления в области корпоративной социальной ответственности по отраслям в целом по выборке, 2009 г.

Примечание: на рисунке указывается доля рекомендаций в рамках указанного компонента практики корпоративного управления, в среднем соблюдаемых компаниям каждой отрасли в целом по выборке.

собственности и отношения с инвесторами; (2) финансовая и производственная информация; (3) вопросы, касающиеся совета директоров и руководства компании. Итоговый рейтинг строится как среднее этих трех компонент.<sup>9</sup> В выборку исследу-

<sup>9</sup> Подробная информация об исследованиях информационной прозрачности представлена на интернет-сайте компании Standard & Poor's (<http://www.standardandpoors.ru/>).

дования были включены 130 компаний, оцененных S&P.

Несмотря на существенную разницу в методологии оценки корпоративного управления НРКУ и индекса информационной прозрачности S&P, обе меры отражают качество корпоративного управления в российских компаниях, хотя и фокусируются на различных его аспектах. В табл. 10 приводятся результаты регрессий, сравнивающих эти две меры корпора-

Таблица 10

## Сравнение различных мер корпоративного управления

	Общее качество корпоративного управления НРКУ	
	(1)	(2)
Общий уровень информационной прозрачности, S&P	0,040*** (0,013)	0,015* (0,008)
Фиксированные эффекты компании	Нет	Да
Фиксированные эффекты года	Да	Да
Количество наблюдений	150	150
$R^2$	0,49	0,87

Примечание: проанализированы данные за 2004–2009 гг. В колонке (1) приведены результаты внутригрупповой (between effects) модели. В колонке (2) ошибки кластеризованы на уровне фирм. В скобках показаны стандартные ошибки коэффициентов регрессий.

\*\*\* — коэффициент значим на 1%-м уровне;

\* — коэффициент значим на 10%-м уровне.

тивного управления. Результаты анализа без фиксированных эффектов компании<sup>10</sup> (первая колонка табл. 10) свидетельствуют о том, что альтернативные меры НРКУ и S&P тесно скоррелированы друг с другом в том случае, если речь идет о вариации в уровне корпоративного управления между компаниями (т. е. компании с более высоким рейтингом НРКУ имеют в среднем более высокий индекс S&P). Результаты регрессий с включением фиксированных эффектов компаний (вторая колонка табл. 10) указывают на то, что эти меры схожим образом отражают не только средний уровень корпоративного управления по каждой из компаний, но и изменения в качестве корпоративного управления во времени в отдельных компаниях (т. е. компании, в которых наблюдается улучшение рейтинга НРКУ, в среднем демонстрируют рост индекса S&P).

В целом результаты свидетельствуют о том, что обе меры можно считать достаточно хорошими индикаторами качества корпоративного управления, которые адекватно отражают состояние дел в компании, а не определяются исключительно

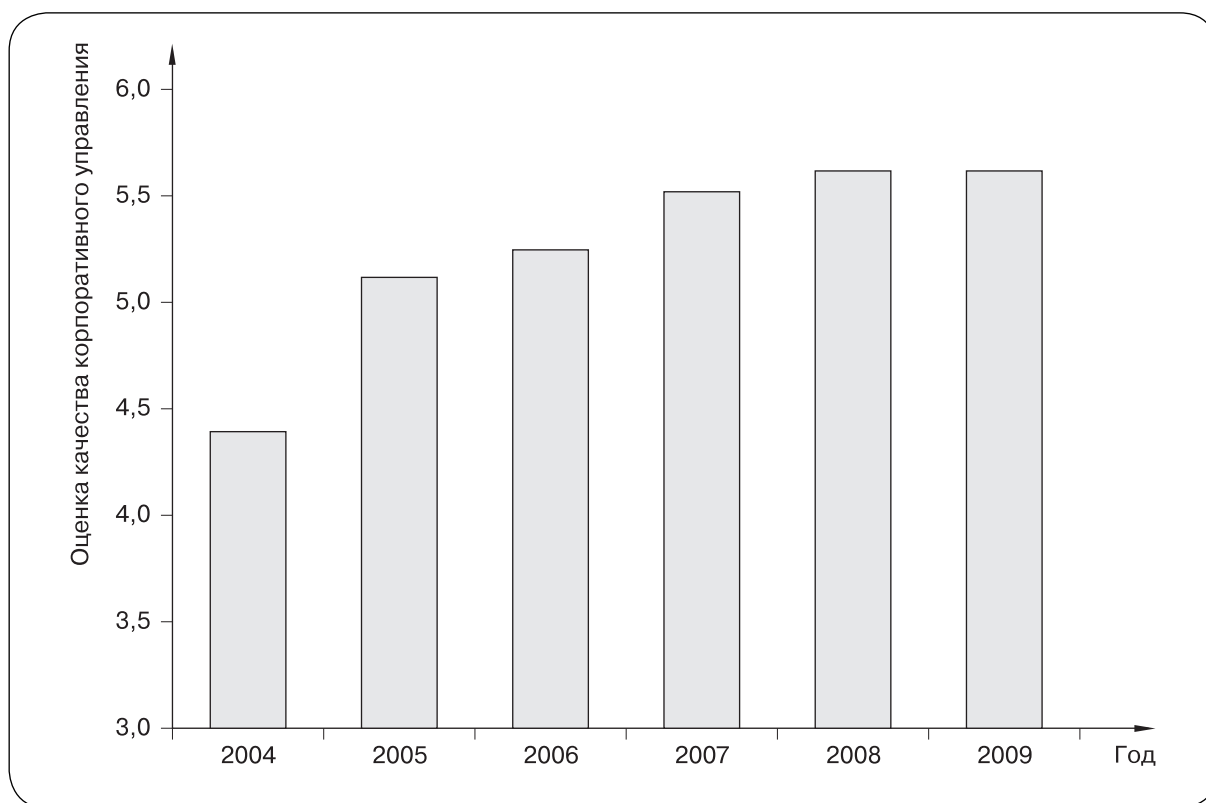
<sup>10</sup> Фиксированные эффекты учитывают все характеристики компаний, не меняющиеся со временем.

но спецификой методологии, используемой при построении конкретного индикатора.<sup>11</sup>

*Изменение корпоративного управления во времени*

Среднее качество корпоративного управления НРКУ и общий уровень прозрачности S&P в целом по выборке растут на протяжении практически всех шести лет. Однако, так как количество компаний в выборке меняется со временем, изменение средних значений индексов может быть связано не с изменением корпоративного управления в компаниях, а с включением в индекс новых компаний, средний уровень корпоративного управления в которых отличается от среднего уровня корпоративного управления в компаниях, уже включенных в выборку. Для того чтобы избавиться от

<sup>11</sup> Анализ корреляции отдельных компонентов индекса РИД с мерой прозрачности S&P показывает, что без включения фиксированных эффектов компании (т. е. когда сравниваются значения каждого из компонентов по разным компаниям), корреляция значима для всех компонентов кроме обеспечения прав акционеров, в то время как с учетом фиксированных эффектов компании (т. е. когда сравниваются изменения значения мер по каждой из компаний) корреляция не значима ни для одного из компонентов.



*Рис. 17. Изменение среднего качества корпоративного управления НРКУ во времени*

*Примечание:* на рисунке показано изменение среднего значения качества корпоративного управления во времени по подвыборке компаний, по которой имеются наблюдения за все годы (30 компаний).

эффекта изменения выборки, в этом разделе мы приводим результаты только по подвыборке компаний, по которым данные доступны за все шесть лет.

На рис. 17 приведена динамика изменения индекса корпоративного управления в период с 2004 по 2009 г. Результаты свидетельствуют о том, что общий уровень корпоративного управления заметно вырос в период с 2004 по 2007 г. и оставался практически неизменным в течение 2008 и 2009 гг. Однако положительная динамика была характерна не для всех компонентов индекса (рис. 18). Устойчивый рост на протяжении всех шести лет наблюдался лишь в компонентах, связанных с раскрытием информации и корпоративной социальной ответственностью. В то же время обеспечение прав акционеров оставалось практически на неизменном уровне, а по-

ложительные изменения в деятельности органов управления и контроля наблюдались лишь в 2005 г.

Положительная динамика в области раскрытия информации подтверждается и данными по уровню открытости S&P (рис. 19), которые в целом также демонстрировали положительную динамику в этом периоде. Анализ динамики по отдельным компонентам (рис. 20) показывает, что улучшение раскрытия информации наблюдалось прежде всего в сфере предоставления информации о структуре собственности и правах акционеров, а также финансовой и производственной информации, в то время как открытость информации по вопросам, касающимся совета директоров и руководства компании, скорее снижалась.

В целом в период с 2004 по 2009 г., наблюдалось улучшение корпоративного

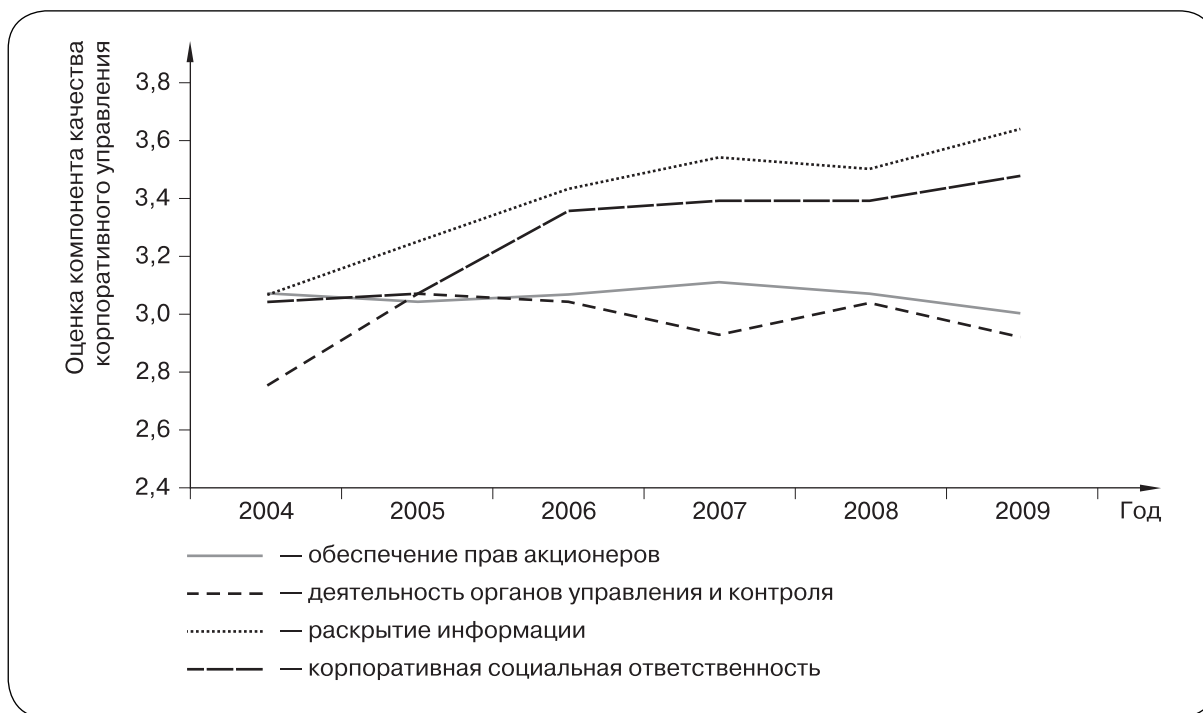


Рис. 18. Изменение во времени различных компонентов качества корпоративного управления НРКУ

Примечание: на рисунке показано изменение среднего уровня различных компонентов качества корпоративного управления во времени по подвыборке компаний, по которой имеются наблюдения за все годы (30 компаний).

управления, которое касалось в первую очередь раскрытия информации и корпоративной социальной ответственности. В вопросах, связанных с обеспечением прав акционеров, положительной динамики не было, а в вопросах деятельности органов управления и контроля она наблюдалась лишь в самом начале периода.

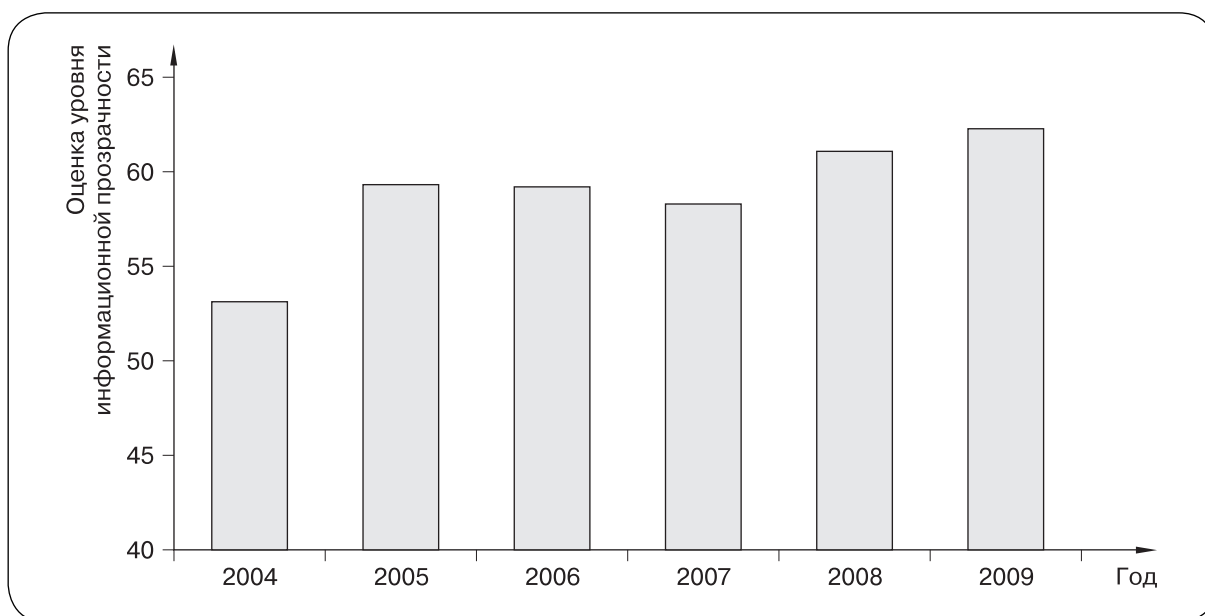
#### *Корпоративное управление в различных отраслях российской экономики*

Качество корпоративного управления существенно различается по отраслям. Для адекватного сравнения качества корпоративного управления в различных отраслях необходимо учитывать такие факторы, как общие изменения в качестве корпоративного управления во времени, размер компаний и структура их собственности (см. далее). Для учета этих факторов оценка влияния отраслевой принадлежности компаний была произведена методом мно-

гомерных регрессий, в которых, помимо индикаторов отрасли, были включены индикаторы года (тем самым учитывались все факторы данного года, общие для всех компаний), структуры собственности и логарифм годовой выручки компании, использованный для учета размера компании.<sup>12</sup>

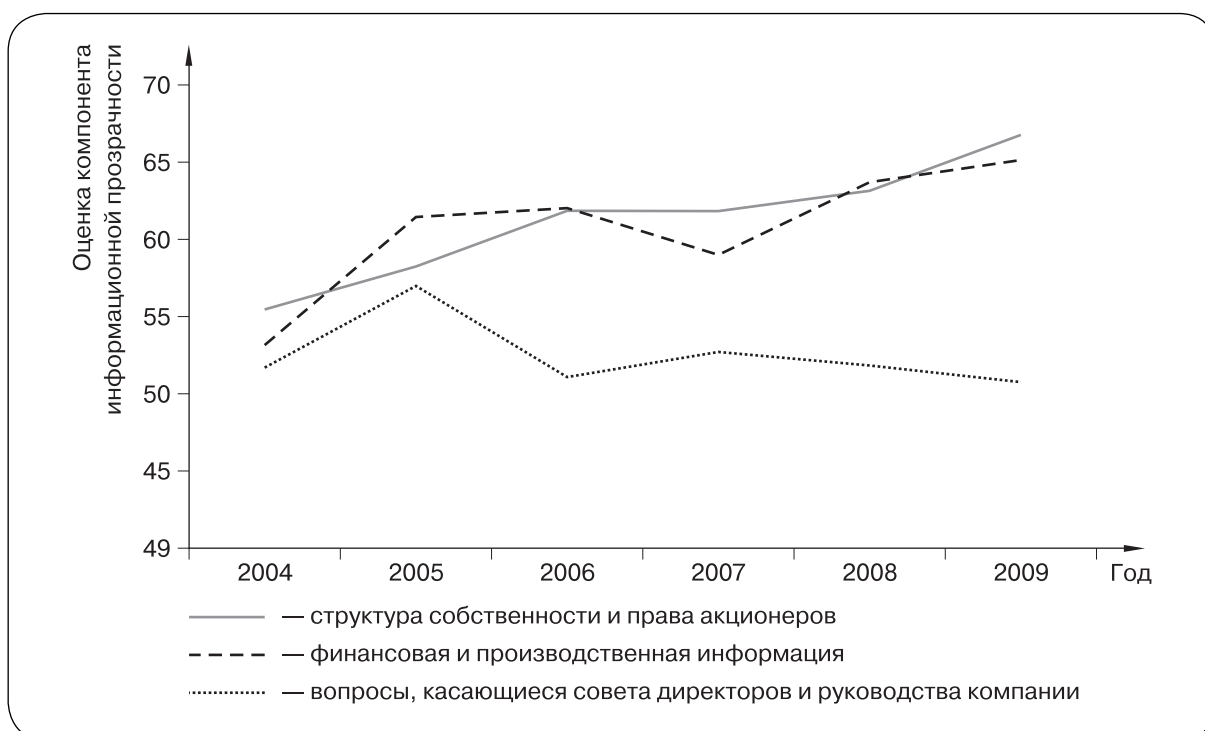
В табл. 11 приведены данные о влиянии принадлежности к одной из одиннадцати отраслей, представленных в выборке, на качество корпоративного управления. Влияние отраслей оценено с учетом структуры собственности и размера компаний. Таким образом, указанные в таблице коэффициенты следует интерпретировать как дополнительную прибавку к рейтингу НРКУ, которую имеют компании

<sup>12</sup> Результаты анализа остаются неизменными, если вместо годовой выручки компании использовать размер активов.



*Рис. 19.* Изменение степени информационной прозрачности S&P во времени

Примечание: на рисунке показано изменение среднего уровня информационной прозрачности во времени по подвыборке компаний, по которой имеются наблюдения за все годы (29 компаний).



*Рис. 20.* Изменение во времени различных компонент меры информационной прозрачности S&P

Примечание: на рисунке показано изменение среднего уровня разных компонентов информационной прозрачности во времени по подвыборке компаний, по которой имеются наблюдения за все годы (29 компаний).

Таблица 11

## Эффект отрасли в оценке качества корпоративного управления

Отрасль	Общее качество корпоративного управления НРКУ	Компоненты качества корпоративного управления НРКУ				Общий уровень открытости S&P
		Обеспечение прав акционеров	Деятельность органов управления и контроля	Раскрытие информации	Корпоративная социальная ответственность	
Машиностроение	-1,06 (0,57)	2,61 (0,26)	0,95 (0,26)	2,11 (0,27)	1,57 (0,26)	-20,49 (11,26)
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	-0,29 (0,71)	3,05 (0,34)	1,07 (0,31)	2,23 (0,34)	1,94 (0,32)	-20,33 (12,16)
Пищевая промышленность	-0,89 (0,61)	2,75 (0,27)	1,10 (0,29)	2,06 (0,29)	1,66 (0,27)	-4,96 (10,62)
Розничная торговля	-0,77 (0,58)	2,72 (0,27)	1,07 (0,29)	2,07 (0,28)	1,83 (0,27)	-17,15 (10,11)
Строительство	0,74 (0,66)	2,77 (0,24)	1,64 (0,32)	2,60 (0,37)	1,97 (0,28)	-1,49 (9,75)
Телекоммуникации, связь и информационные технологии	1,32 (0,61)	2,85 (0,28)	1,83 (0,28)	2,75 (0,32)	2,17 (0,30)	2,08 (10,35)
Транспорт	-0,50 (0,58)	2,97 (0,27)	1,01 (0,28)	2,21 (0,27)	1,76 (0,27)	-12,20 (10,67)
Уголь и металлургия	-0,59 (0,59)	2,82 (0,27)	0,96 (0,27)	2,25 (0,29)	2,00 (0,27)	-6,03 (10,88)
Управление и финансовые услуги	2,11 (0,82)	3,45 (0,42)	1,54 (0,26)	3,53 (0,36)	2,56 (0,31)	-7,10 (11,82)
Химия и нефтехимия	-0,64 (0,57)	2,70 (0,28)	1,11 (0,26)	2,01 (0,27)	1,85 (0,27)	-10,56 (9,90)
Электроэнергетика	0,12 (0,56)	2,96 (0,26)	1,26 (0,26)	2,35 (0,28)	1,77 (0,27)	-14,99 (10,27)

Примечание: в таблице приведены оценки коэффициентов при индикаторах отрасли из регрессии соответствующих мер на индикаторы отрасли, структуры собственности и лет, а также логарифм объема годовой выручки. В скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов регрессий.

в данной отрасли, по сравнению с компаниями в других отраслях, характеризующихся такими же структурой собственности и размером. Приведенные в таблице стандартные ошибки позволяют оценить точность измерения описанных выше коэффициентов.

Результаты свидетельствуют о том, что более высокие показатели качества корпоративного управления характерны для отраслей «Телекоммуникации, связь и информационные технологии» и «Управление и финансовые услуги». При этом телекоммуникационные компании демонстрируют также и высокую информационную прозрачность. Худшие показатели в области корпоративного управления и уровня открытости наблюдаются в таких отраслях, как машиностроение, пищевая промышленность и розничная торговля. При этом машиностроению и розничной торговле свойственна также и низкая информационная прозрачность. Стоит, однако, отметить, что точность полученных оценок ограничена относительно небольшим размером выборки по каждой из отраслей в отдельности, так что разница между отраслями оказывается статистически значимой только для сравнения худших и лучших отраслей.

Анализ отдельных компонентов качества корпоративного управления показывает, что предприятия в отрасли управления и финансовых услуг показывают наилучшие результаты по всем компонентам, кроме деятельности органов управления и контроля, по которым пальма первенства принадлежит телекоммуникационным компаниям. Нефтегазовая отрасль демонстрирует высокий уровень обеспечения прав акционеров, но компенсирует это относительно низким качеством деятельности органов управления и контроля. Машиностроение показывает худшие результаты по всем компонентам, кроме раскрытия информации, где хуже всего дела обстоят в отрасли химии и нефтехимии.

Из-за ограниченного количества наблюдений в выборке по каждой из отраслей в

отдельности динамика изменения корпоративного управления может быть адекватно оценена лишь для шести отраслей за 2006–2009 гг. Результаты анализа показаны на рис. 21. Во всех шести отраслях наблюдалось существенное улучшение качества корпоративного управления в 2007 г. Однако за два кризисных года (2008–2009) качество корпоративного управления во всех отраслях либо снизилось, либо стагнировало. Наиболее значимое ухудшение наблюдалось в телекоммуникационных компаниях. Единственной отраслью, в которой качество корпоративного управления в 2009 г. оказалось на том же уровне, что и в 2007 г., оказалась электроэнергетика.

#### *Структура собственности компании и качество корпоративного управления*

Один из важных вопросов заключается в том, каким образом структура собственности компаний отражается на качестве корпоративного управления. Для того чтобы проанализировать эту связь, мы выделили 4 группы компаний по структуре собственности: компании, в которых государство владеет как минимум блокирующим пакетом акций (более 25, но менее 50% обыкновенных акций); компании, в которых государство владеет контрольным пакетом акций (более 50% обыкновенных акций); компании, в которых имеется частный владелец, обладающий квалифицированным большинством (более 75% обыкновенных акций); и компании, в которых имеется частный владелец, обладающий контрольным пакетом акций (более 50, но менее 75% обыкновенных акций).<sup>13</sup> Оставшиеся компании попадают в базовую группу сравнения.

При проведении анализа важно учитывать размер компаний и их принадлежность к различным отраслям, поскольку эти факторы играют важную роль при определении

<sup>13</sup> Пороги отсечения для частных владельцев и государства были выбраны разными, чтобы обеспечить достаточное количество наблюдений в каждой из групп.



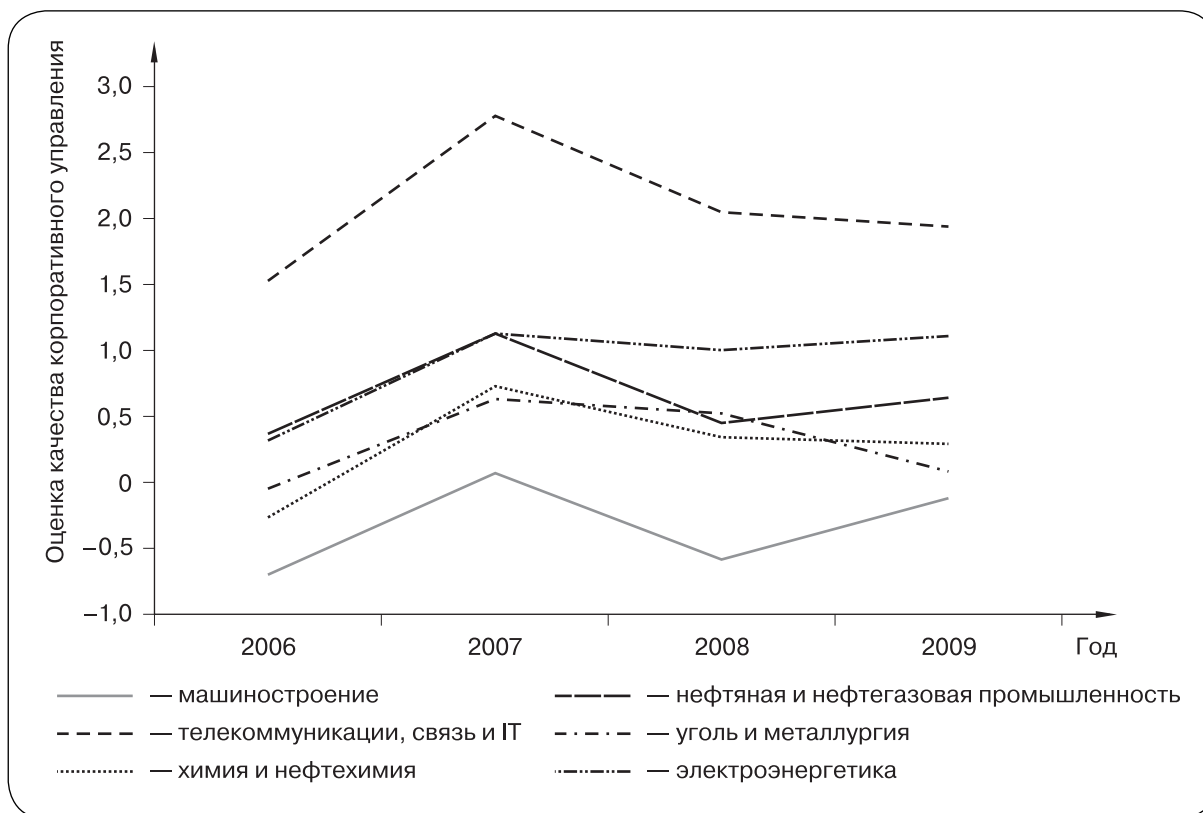


Рис. 21. Изменение качества корпоративного управления НРКУ во времени по отраслям

Примечание: на рисунке приведены оценки коэффициентов при индикаторах отрасли из регрессии среднего значения качества корпоративного управления на индикаторы отрасли, структуры собственности и логарифм объема выручки. Регрессии оценивались для каждого года в отдельности.

качества корпоративного управления. При прочих равных высокое качество корпоративного управления более важно для крупных компаний. Соответственно, мы можем ожидать, что крупные компании будут характеризоваться более высоким качеством корпоративного управления. Кроме того, размер компаний существенно отличается в зависимости от структуры собственности (табл. 12). Компании, в которых государство владеет более 50% акций, существенно крупнее остальных компаний в выборке, в то время как компании, в которых государство владеет от 25% до 50% акций, являются наименьшими по размеру.

Структура собственности также варьируется по отраслям (табл. 13). Так, существенная часть транспортных и электроэнергетических компаний в выборке находилась в

государственной собственности, в то время как в пищевой промышленности, розничной торговле и строительстве не было ни одной государственной компании.

В табл. 14 приведены результаты анализа связи между структурой собственности и качеством корпоративного управления как с учетом размера и отраслевой принадлежности компаний, так и без него. Результаты без учета размера и отраслевой принадлежности (колонка (1) в табл. 14) свидетельствуют о том, что компании, находящиеся в государственной собственности, обладают существенно лучшим корпоративным управлением по сравнению со всеми остальными компаниями. Однако, если мы учтем размер компаний, то различия между компаниями с различной структурой собственности существенно

Таблица 12

## Размер компаний с различной структурой собственности

Владение акциями	Годовая выручка за 2008 г., тыс. долл.	Активы в 2008 г., тыс. долл.
Государство владеет > 50% акций	11 303 099	23 104 726
Государство владеет от 25% до 50% акций	2 672 838	2 682 063
Крупнейший частный акционер владеет > 75% акций	4 727 695	5 067 081
Крупнейший частный акционер владеет от 50% до 75% акций	7 050 744	6 768 503

Таблица 13

## Структура собственности компаний в различных отраслях, % компаний в данной отрасли

Отрасль	Государство владеет > 50% акций	Государство владеет от 25 до 50% акций	Крупнейший частный акционер владеет > 75% акций	Крупнейший частный акционер владеет от 50 до 75% акций
Машиностроение	33	0	17	17
Нефтяная и нефтегазовая промышленность	43	14	0	29
Пищевая промышленность	0	0	40	40
Розничная торговля	0	0	0	100
Строительство	0	0	50	50
Телекоммуникации, связь и информационные технологии	43	14	0	43
Транспорт	50	33	0	33
Уголь и металлургия	0	0	50	31
Управление и финансовые услуги	0	33	0	33
Химия и нефтехимия	25	0	13	50
Электроэнергетика	67	22	0	11

уменьшаются и оказываются статистически незначимыми (колонка (2) в табл. 14). Различия становятся еще меньше, если учесть отраслевую принадлежность компаний (колонка (3) в табл. 14). В отличие от структуры собственности, размер компании оказывает существенное влияние на качество корпоративного управления: увеличение годовой выручки на 10% ведет к улучшению индекса корпоративного управления на 0,3 пункта.<sup>14</sup> Таким обра-

зом, результаты свидетельствуют о том, что основными факторами, определяющими качество корпоративного управления, являются размер компании и ее отраслевая принадлежность, в то время как структура собственности не оказывает на него существенного влияния.

Более детальный анализ различных компонентов корпоративного управления показывает, что даже без учета размера компании структура собственности не связана

<sup>14</sup> Размер эффекта остается таким же, если в качестве прокси для размера компании вместо

объемов годовой выручки использовать размер активов.

Таблица 14

## Связь между качеством корпоративного управления НРКУ и структурой собственности компаний

Показатель	Общее качество корпоративного управления НРКУ			Компоненты качества корпоративного управления НРКУ							
	Обеспечение прав акционеров			Деятельность органов управления и контроля		Раскрытие информации		Корпоративная социальная ответственность			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)	(10)	(11)
Государство владеет > 50% акций	0,86*** (0,22)	0,36 (0,22)	0,12 (0,25)	0,03 (0,08)	-0,04 (0,09)	0,28*** (0,09)	-0,01 (0,11)	0,38*** (0,10)	0,29*** (0,10)	0,11 (0,08)	0,01 (0,10)
Государство владеет от 25 до 50% акций	-0,07 (0,24)	0,02 (0,19)	-0,38 (0,23)	0,07 (0,08)	-0,10 (0,10)	-0,02 (0,12)	-0,07 (0,11)	-0,11 (0,08)	-0,20 (0,12)	0,03 (0,11)	0,05 (0,13)
Крупнейший частный акционер владеет > 75% акций	0,21 (0,28)	-0,14 (0,27)	0,10 (0,26)	-0,03 (0,09)	0,00 (0,08)	0,10 (0,10)	0,07 (0,11)	-0,07 (0,11)	-0,05 (0,10)	0,19 (0,12)	0,06 (0,13)
Крупнейший частный акционер владеет от 50 до 75% акций	0,35* (0,20)	0,08 (0,17)	0,03 (0,18)	0,08 (0,08)	0,07 (0,07)	0,12 (0,08)	-0,02 (0,08)	0,01 (0,08)	-0,02 (0,07)	0,05 (0,08)	-0,07 (0,08)
Логарифм выручки		0,34*** (0,04)	0,32*** (0,04)		0,01 (0,02)		0,11*** (0,02)		0,05*** (0,02)		0,08*** (0,02)
Фиксированные эффекты отрасли	Нет	Да	Да	Нет	Да	Нет	Да	Нет	Да	Нет	Да
Фиксированные эффекты года	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да
Количество наблюдений	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350	350
R <sup>2</sup>	0,92	0,94	0,96	0,98	0,98	0,96	0,97	0,97	0,98	0,97	0,98

Примечание: в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов регрессий.

\*\*\* — коэффициент значим на 1%-м уровне;

\*\* — коэффициент значим на 5%-м уровне;

\* — коэффициент значим на 10%-м уровне.

с обеспечением прав акционеров и корпоративной социальной ответственностью. Государственные компании характеризуются более высоким качеством деятельности органов управления и контроля, но этот эффект становится незначимым после учета размера компании. Единственным компонентом, по которому государственные компании превосходят компании с другими формами собственности даже с учетом размера компании, является компонент раскрытия информации. При этом основной причиной, по которой государственные компании характеризуются более высоким качеством раскрытия информации, является более полное раскрытие ими информации о структуре собственности. Этот результат подтверждается также и анализом индекса уровня открытости S&P (табл. 15). После учета размера компании государственные компании отличаются в выгодную сторону прежде всего по степени раскрытия информации о собственности и лишь в незначительной степени — по раскрытию информации о руководстве компании.

В целом размер компании, наряду с отраслевой принадлежностью, является основным фактором, влияющим на общее качество корпоративного управления, в то время как структура собственности не играет существенной роли. Единственным компонентом, по которому структура собственности компаний оказывает существенное влияние, является раскрытие информации. По этому компоненту государственные компании характеризуются более высокими показателями благодаря более полному раскрытию информации о структуре собственности компании.

Еще одним важным вопросом является сравнение динамики качества корпоративного управления в компаниях с различной структурой собственности. На рис. 22 показано изменение качества корпоративного управления с 2006 по 2009 г. в зависимости от структуры собственности компании. Перед началом кризиса в 2006 г. уровень корпоративного управления был

практически на одном уровне у всех компаний, но уже в 2007 г. в компаниях, у которых крупнейший частный инвестор владеет от 50 до 75% акций, уровень корпоративного управления начал достаточно быстро снижаться. В 2008 г. ухудшение корпоративного управления наблюдалось во всех компаниях, кроме тех, в которых частный инвестор владеет более 75% акций, но уже в 2009 г. наблюдалось существенное улучшение качества корпоративного управления во всех типах компаний.

На рис. 23 показано, как изменялись со временем различные компоненты корпоративного управления у компаний с различной формой собственности. В государственных компаниях устойчивая положительная динамика наблюдалась лишь в области раскрытия информации. В компаниях, в которых государство владеет от 25 до 50% акций, некоторая положительная динамика наблюдалась только в сфере защиты прав акционеров, в то время как по остальным компонентам происходило ухудшение качества корпоративного управления. В компаниях, где частный инвестор владеет более 75% акций, улучшение корпоративного управления наблюдалось в области раскрытия информации и защиты прав акционеров, в то время как по оставшимся компонентам существенных изменений не происходило. В компаниях, в которых крупнейший частный инвестор владеет от 50 до 75% акций, положительная динамика наблюдалась лишь в области защиты прав акционеров.

## Заключение

В исследовании была рассмотрена динамика изменения качества корпоративного управления в крупных российских компаниях в период с 2004 по 2009 г., а также проведен анализ факторов, влияющих на качество корпоративного управления.

В целом в течение всего периода наблюдалось улучшение качества корпоративного управления, происходившего прежде

Таблица 15

## Связь между уровнем информационной прозрачности S&amp;P и структурой собственности компаний

Показатель	Компоненты уровня открытости															
	Общий уровень открытости				Структура собственности и отношения с инвесторами				Финансовая и производственная информация				Вопросы, касающиеся совета директоров и руководства компании			
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)	(7)	(8)	(9)							
Государство владеет > 50% акций	9,80*** (2,66)	8,44*** (2,83)	2,40 (3,00)	18,07*** (2,47)	7,35*** (2,93)	2,86 (3,36)	-2,05 (3,79)	13,22*** (2,66)	4,92* (2,72)							
Государство владеет от 25 до 50% акций	-1,45 (2,65)	-1,14 (2,78)	-0,21 (2,98)	3,52 (2,49)	2,95 (2,82)	-6,08* (3,27)	-2,32 (3,71)	1,91 (2,81)	0,22 (2,96)							
Крупнейший частный акционер владеет > 75% акций	5,04* (2,75)	3,07 (2,92)	-2,76 (3,14)	12,67*** (2,72)	3,14 (3,42)	1,11 (3,56)	-7,21* (3,75)	3,83 (2,69)	-0,81 (3,03)							
Крупнейший частный акционер владеет от 50 до 75% акций	8,41*** (2,59)	7,97*** (2,67)	1,56 (2,64)	13,83*** (2,54)	4,83* (2,71)	4,88 (3,29)	-0,90 (3,24)	9,14*** (2,44)	2,83 (2,53)							
Логарифм выручки		2,00*** (0,50)	3,93*** (0,71)		5,34*** (0,78)				2,35*** (0,74)							
Фиксированные эффекты отрасли	Нет	Да	Да	Нет	Да	Нет	Да	Нет	Да							
Фиксированные эффекты года	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да	Да							
Количество наблюдений	322	322	322	322	322	322	322	322	322							
R <sup>2</sup>	0,94	0,94	0,96	0,93	0,95	0,92	0,95	0,93	0,95							

Примечание: в скобках приведены стандартные ошибки коэффициентов регрессий.

\*\*\* — коэффициент значим 1%-м уровне;

\*\* — коэффициент значим на 5%-м уровне;

\* — коэффициент значим на 10%-м уровне.

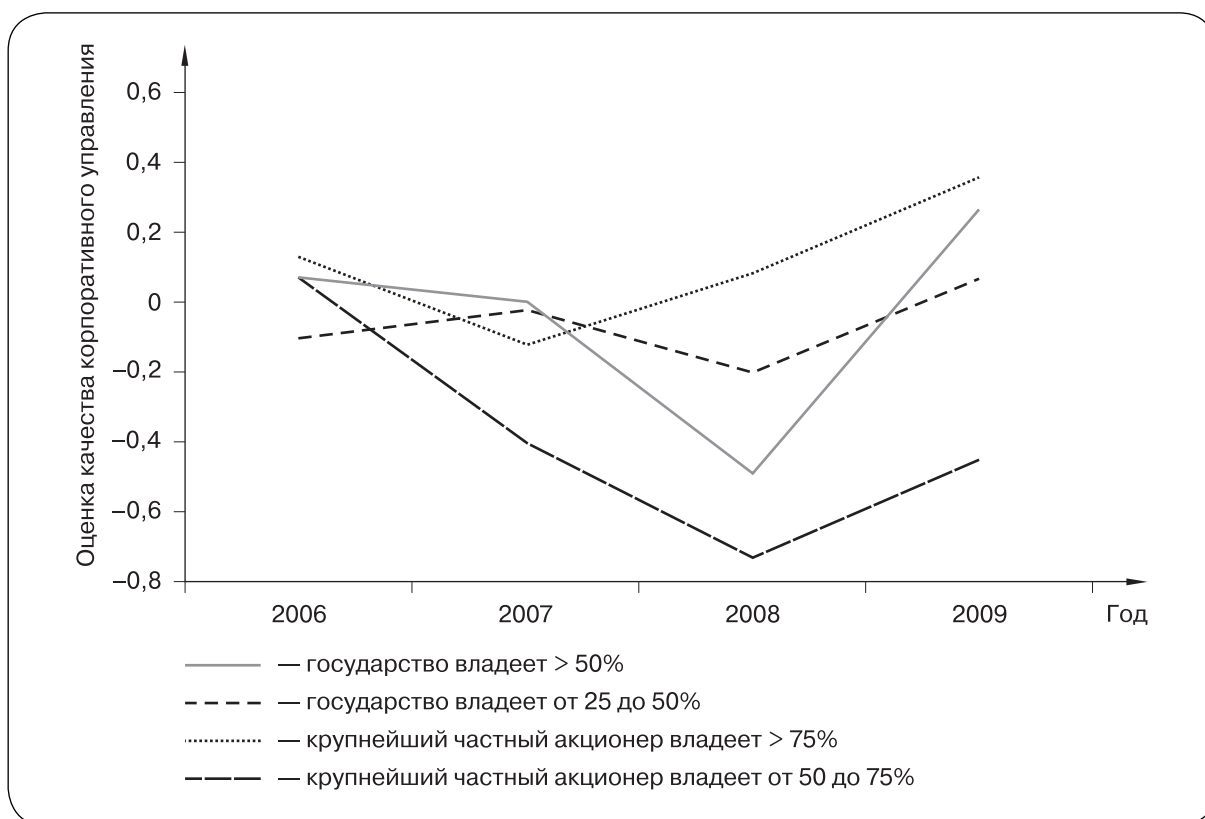


Рис. 22. Изменение качества корпоративного управления НРКУ во времени в зависимости от структуры собственности

Примечание: на рисунке приведены оценки коэффициентов при индикаторах структуры собственности из регрессии среднего значения качества корпоративного управления НРКУ на индикаторы отрасли, структуры собственности и логарифм объема выручки. Интерпретация коэффициентов аналогична приведенным в табл. 11. Регрессии оценивались для каждого года в отдельности.

всего в области раскрытия информации о компаниях и корпоративной социальной ответственности. В сфере же обеспечения прав акционеров, а также деятельности органов управления и контроля не было замечено никаких существенных изменений. В рассматриваемый период росла информационная прозрачность в отношении структуры собственности компаний, а также их финансовой и производственной деятельности. При этом информационная прозрачность в вопросах, касающихся совета директоров и руководства компании, оставалась практически на неизменном уровне.

Из факторов, влияющих на качество корпоративного управления, наиболее важным оказался размер компании, поскольку

ку более крупные компании оказываются более заинтересованными в поддержании высокого качества корпоративного управления. Отраслевая принадлежность компаний также играет важную роль в определении качества корпоративного управления. При этом наилучшие показатели качества корпоративного управления наблюдались в таких отраслях, как «Телекоммуникации, связь и информационные технологии», а также «Управление и финансовые услуги», в то время как наихудшие результаты демонстрировало машиностроение.

С учетом размера компаний и их отраслевой принадлежности структура собственности не оказывает никакого влияния на

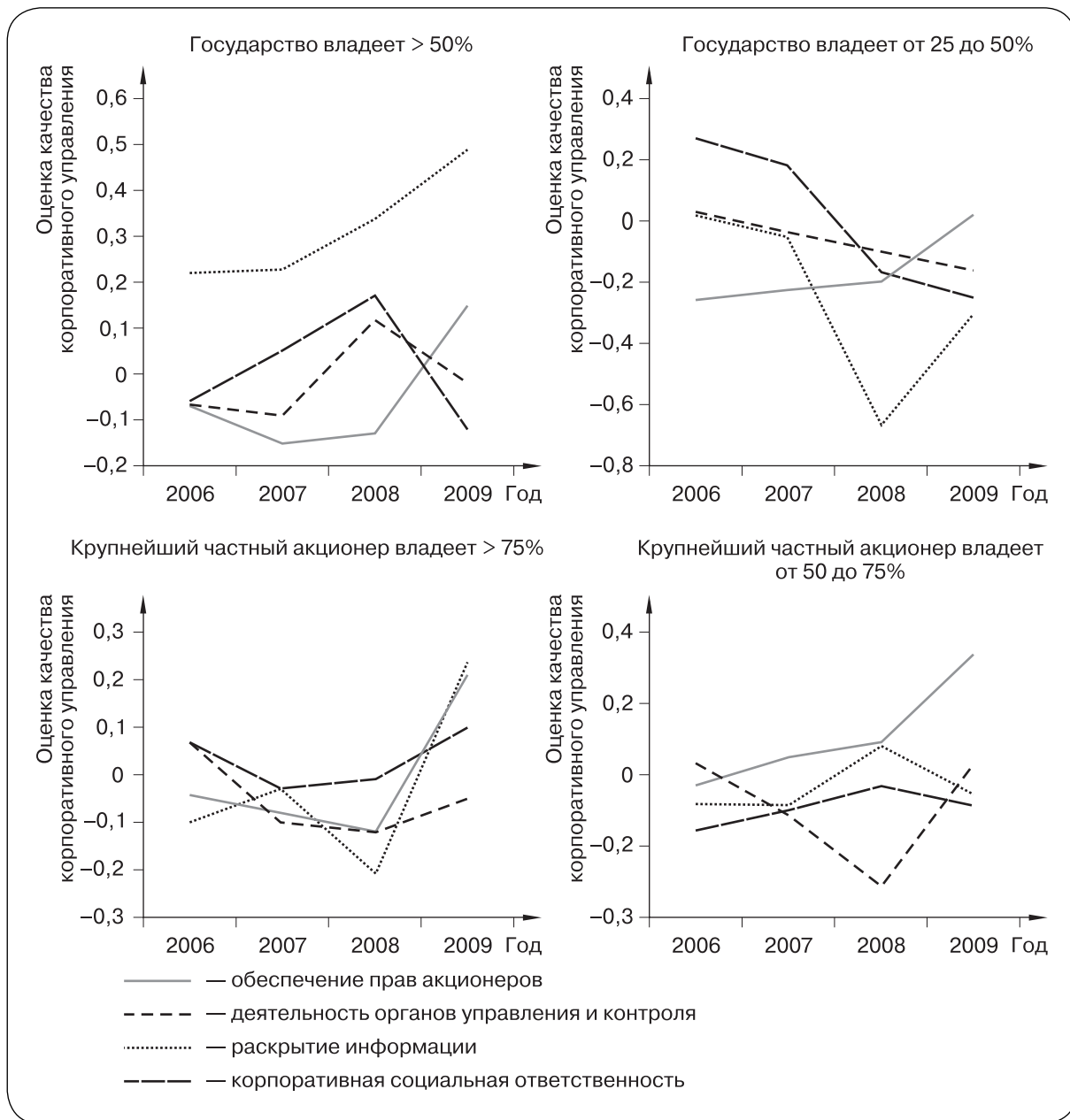


Рис. 23. Изменение качества корпоративного управления НРКУ во времени в зависимости от структуры собственности

Примечание: на рисунке приведены оценки коэффициентов при индикаторах структуры собственности из регрессии среднего значения различных компонент качества корпоративного управления на индикаторы отрасли, структуры собственности и логарифм объема выручки. Интерпретация коэффициентов аналогична приведенным в табл. 11. Регрессии оценивались для каждого года в отдельности.

качество корпоративного управления как в целом, так и по отдельным компонентам. Единственным исключением является бо-

лее высокий уровень раскрытия информации о структуре собственности, демонстрируемый государственными компаниями.