



КОНФЕРЕНЦИЯ ОРГАНИЗАЦИИ
ОБЪЕДИНЕННЫХ НАЦИЙ
ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Distr.
GENERAL

TD/B/COM.2/ISAR/25
2 September 2004

RUSSIAN
Original: ENGLISH

СОВЕТ ПО ТОРГОВЛЕ И РАЗВИТИЮ

Комиссия по инвестициям, технологии и смежным финансовым вопросам
Межправительственная рабочая группа экспертов
по международным стандартам учета и отчетности
Двадцать первая сессия
Женева, 27-29 октября 2004 года

**ОБЗОР СОСТОЯНИЯ ДЕЛ С ПРИМЕНЕНИЕМ ПРИНЦИПОВ РАСКРЫТИЯ
ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ
И РОЛИ РАСКРЫТИЯ ТАКОЙ ИНФОРМАЦИИ В ПОВЫШЕНИИ
СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ НА УСТОЙЧИВОЙ ОСНОВЕ***

Доклад секретариата ЮНКТАД

Резюме

Секретариат ЮНКТАД подготовил настоящий доклад в ответ на просьбу, высказанную на двадцатой сессии Межправительственной рабочей группы экспертов по международным стандартам учета и отчетности (МСУО), которая призвала к проведению обзора состояния дел с применением принципов раскрытия информации по вопросам корпоративного управления и роли раскрытия такой информации в повышении стоимости компаний на устойчивой основе.

В настоящем докладе высвечиваются изменения в раскрытии информации по вопросам корпоративного управления, произошедшие после двадцатой сессии МСУО, и анализируются проблемы, связанные с применением эффективной практики раскрытия информации о корпоративном управлении. В частности, в докладе дается обзор основных международных инициатив в области раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, включая усиление тенденций к сближению в деле раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, а также рассматривается состояние дел с применением эффективной практики в области раскрытия информации по вопросам корпоративного управления на уровне компаний. Предметом анализа является также роль раскрытия информации по вопросам корпоративного управления в устойчивом повышении стоимости компаний.

* Позднее представление настоящего документа связано с большим объемом работы секретариата в период после ЮНКТАД XI.

СОДЕРЖАНИЕ

	Стр.
ВВЕДЕНИЕ	3
I. ОБЗОР ОСНОВНЫХ ПОСЛЕДНИХ ИЗМЕНЕНИЙ В ОБЛАСТИ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	4
II. СОСТОЯНИЕ ДЕЛ С ПРИМЕНЕНИЕМ ЭФФЕКТИВНОЙ ПРАКТИКИ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА УРОВНЕ КОМПАНИЙ	10
A. История вопроса и методология	10
B. Основные результаты обследования	12
III. РОЛЬ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ПОВЫШЕНИИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ НА УСТОЙЧИВОЙ ОСНОВЕ	23
A. Обзор выводов отдельных эмпирических исследований	23
B. Результаты опроса включенных в выборку компаний	25
IV. ЗАДАЧИ, СВЯЗАННЫЕ С ДАЛЬНЕЙШИМ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕМ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	26
V. ВЫВОДЫ	29

ВВЕДЕНИЕ

1. На протяжении целого ряда лет разные вопросы, касающиеся практики раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, фигурировали в повестках дня различных сессий Межправительственной рабочей группы экспертов. На своей седьмой сессии в марте 1989 года Группа экспертов обсудила требования к информации, публикуемой в годовых отчетах советов директоров. На очередной, проводимой раз в четыре года, десятой сессии ЮНКТАД в Бангкоке (Таиланд) в феврале 2000 года государства-члены предложили МСУО "содействовать повышению транспарентности и улучшению раскрытия финансовой информации, поощряя использование международно признанных стандартов учета, отчетности и аудита и совершенствование корпоративного управления". Группа рассмотрела эту просьбу на своей семнадцатой сессии в июле 2000 года и на этой же сессии предложила провести обзор существующей практики корпоративного управления на уровне регионов, стран и отдельных предприятий на своей восемнадцатой сессии.
2. Завершая свою восемнадцатую сессию, МСУО предложила провести дальнейшую работу по вопросам корпоративного управления. В связи с этим была сформирована специальная консультативная группа, которая представила свой доклад (TD/B/COM.2/ISAR/15) девятнадцатой сессии МСУО. В этом докладе содержится глобальный всеобъемлющий обзор практики раскрытия информации по вопросам корпоративного управления и приводится обширный перечень эффективных методов корпоративного управления. На своей девятнадцатой сессии Группа предложила провести обзор тематических исследований по вопросам раскрытия информации о корпоративном управлении на своей двадцатой сессии. В соответствии с этой просьбой были проведены тематические исследования по вопросам транспарентности и раскрытия информации в системе корпоративного управления в Бразилии, Кении, Российской Федерации, Соединенных Штатах Америки и Франции (см. TD/B/COM.2/ISAR/19 и Add.1-5). Внимание в этих тематических исследованиях было заострено на основных имплементационных вопросах, а в качестве критериев для оценки использовались основные методические принципы, изложенные в документе TD/B/COM.2/ISAR/15. Выводы тематических исследований (TD/B/COM.2/ISAR/19) были обсуждены на двадцатой сессии Группы экспертов в октябре 2003 года.
3. Группа экспертов предложила провести на своей двадцать первой сессии обзор состояния дел с применением принципов раскрытия информации по вопросам корпоративного управления и роли раскрытия такой информации в устойчивом повышении стоимости компаний (см. TD/B/COM.2/ISAR/22). Исходя из этого, секретариат подготовил настоящий документ и представляет его на рассмотрение Группе

на ее двадцать первой сессии. Цели настоящего документа заключаются в глобальной оценке общих аспектов применения принципов раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, включая вопросы адекватности и объема раскрытия такой информации и его роль в устойчивом повышении стоимости компаний, а также представить обновленную информацию о последних изменениях в области корпоративного управления в различных частях мира. Особое внимание обращается на уровень компаний, поскольку именно компании являются субъектами, отвечающими за применение практики корпоративного управления.

4. В рамках анализа, проведенного при составлении настоящего доклада, на основе практического руководства по раскрытию информации о корпоративном управлении, первоначально подготовленного МСУО на ее девятнадцатой сессии, был составлен контрольный перечень элементов раскрываемой информации. Этот контрольный перечень использовался при обзоре выборки годовых отчетов отдельных компаний и предусмотренной нормами отчетной документации там, где она является общедоступной. В дополнение к облегчению оценки на уровне компаний этот контрольный перечень позволил получить ценную информацию о практическом использовании элементов раскрываемой информации по вопросам корпоративного управления, которые были выделены МСУО.

I. ОБЗОР ОСНОВНЫХ ПОСЛЕДНИХ ИЗМЕНЕНИЙ В ОБЛАСТИ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

5. В межсессионный период МСУО 2003/04 года вопрос о корпоративном управлении и транспарентности по-прежнему привлекал к себе беспрецедентное внимание.

6. Одним из важнейших событий после двадцатой сессии стал пересмотр Принципов корпоративного управления ОЭСР, которые первоначально были выпущены в 1999 году. Этот пересмотр был произведен на основе итогов работы целого ряда глобальных "круглых столов", в ходе которых было рассмотрено положение в странах с различными традициями корпоративного управления. Пересмотренная версия Принципов ОЭСР содержит новую главу, касающуюся принципов создания основ регулирования, необходимых для поддержки эффективного корпоративного управления в целях поощрения транспарентности и эффективности рынков.

7. В пересмотренных Принципах усилены также требования к раскрытию информации. В частности, в них делается более сильный акцент на раскрытии информации о членах совета директоров, включая аспекты независимости, вознаграждения, квалификации и

процесса отбора. Кроме того, в пересмотренных Принципах подчеркивается ответственность внешнего аудитора перед акционерами, а также содержатся положения, поощряющие аналитиков, брокеров, рейтинговые агентства и др. к обеспечению отсутствия у них существенных конфликтов интересов, которые могут поставить под сомнение добросовестность их анализа или рекомендаций.

8. В 2003 году Европейская комиссия (ЕК)¹ выдвинула План действий, содержащий предложения по корпоративному управлению, поддержанию и изменению капитала, по группам и пирамидам, реструктуризации и мобильности корпораций и по другим вопросам. Параллельно с Планом действий ЕК определила 10 приоритетных задач для улучшения и согласования качества предусмотренного законом аудита на всей территории ЕС². Новая Директива по проспектам, вступившая в силу 31 декабря 2003 года, содержит единые критерии для признания эмиссионных проспектов на территории всего ЕС³. Кроме того, новая Директива по прозрачности, которая была согласована Европейским парламентом 30 марта 2004 года, нацелена на повышение степени прозрачности выпусков ценных бумаг и инвесторов и определяет широкий круг требований к раскрытию информации. Комитет европейских регулирующих органов фондового рынка (КЕРОФ) играет все более важную роль в качестве независимой общеевропейской консультативной группы, и он будет оказывать содействие ЕК в подготовке проектов имплементирующих мер⁴.

9. В 2003/04 году в Соединенных Штатах продолжали проводиться важные реформы. Реформы в сфере корпоративного управления в Соединенных Штатах имеют колоссальную значимость, поскольку они, как можно ожидать, будут иметь международные последствия в силу наличия множества иностранных компаний в листингах бирж США, глобального влияния инвестиционных фондов США и того обстоятельства, что Закон Сарбейнса-Оксли (ЗСО) наделяет Комиссию по ценным бумагам и биржам (КЦБ) полномочиями давать американским фондовым биржам указания запрещать листинг компаний, которые не отвечают их требованиям к раскрытию информации.

10. Прилагая неустанные усилия по осуществлению ЗСО, КЦБ одобрила важные положения, в частности в отношении членов советов директоров; в ноябре 2003 года она приняла правила, нацеленные на повышение уровня прозрачности деятельности советов директоров в вопросах раскрытия информации при назначении комитетов и относительно способов сообщения между акционерами и директорами⁵. Также в ноябре 2003 года КЦБ одобрила новые правила корпоративного управления и раскрытия информации, предложенные Нью-Йоркской фондовой биржей (НЙФБ) и НАСДАК в 2002 году⁶. Применительно к компаниям, включенным в листинги обеих этих бирж, новые правила

требуют того, чтобы в советах директоров большинство составляли независимые директора. В целом компаниям, котирующимся как на НЙФБ, так и в НАСДАК, предложено обеспечить соблюдение новых правил как можно скорее на первом ежегодном собрании после 15 января 2004 года или 31 октября 2004 года.

11. Некоторые из других важных новых правил, предусмотренных для компаний, котирующихся на НЙФБ, охватывают следующие аспекты: раскрытие советами директоров конкретной информации о председательствующем директоре, процессы связи с директорами, комитеты по назначениям и вознаграждению, принятие и раскрытие руководящих принципов корпоративного управления и уставов комитетов, а также наличие органа по внутреннему аудиту.

12. В соответствии с новыми правилами НАСДАК от включенных в листинг компаний требуется раскрывать информацию о том, какие директора являются независимыми, и предусматривается, что размеры вознаграждения для высших руководителей компаний должны устанавливать либо большинство независимых директоров, либо комитет по вознаграждению, в состав которого входят только независимые директора. По правилам НАСДАК требуется также, чтобы кандидатов в состав совета директоров отбирали или рекомендовали либо большинство независимых директоров, либо комитет по назначениям, состоящий только из независимых директоров.

13. В рамках обзора реформы корпоративного управления на основании ЗСО в 2003 году было проведено исследование, в ходе которого было установлено, что повышения степени независимости аудита можно более эффективно добиться не за счет обязательной ротации аудиторских фирм, а иными способами. Главное бюджетно-контрольное управление США (ГБКУ), которое провело это исследование, в ноябре 2003 года опубликовало свои выводы⁸, указав в них, что издержки, связанные с обязательной ротацией аудиторских фирм, превышают потенциальные выгоды. В докладе указывается также, что нынешние требования относительно ротации партнеров-аудиторов, независимости аудиторов и другие реформы после их проведения будут достаточными для обеспечения тех выгод, которые предполагалось получить за счет обязательной ротации аудиторских фирм.

14. В июне 2004 года после нескольких месяцев международных дискуссий под эгидой ЗСО Совет по надзору за бухгалтерским учетом в публичных компаниях (СНБПК) принял правила, касающиеся надзора за неамериканскими публичными бухгалтерскими фирмами, которые готовят или представляют отчеты об аудиторских проверках публичных компаний США⁹. Этими правилами определяются условия, на которых СНБПК может применять в отношении неамериканских фирм положения раздела 106 а) ЗСО, опираясь в

должной мере на неамериканскую систему. В разделе 106 а) ЗСО предусматривается, что на любую неамериканскую публичную бухгалтерскую фирму, которая готовит или представляет отчет об аудиторской проверке любой американской публичной компании, распространяются положения ЗСО и правила СНБПК.

15. В последних национальных кодексах и руководящих принципах корпоративного управления происходит явное ужесточение норм вокруг общепризнанных принципов управления¹⁰. Практически все страны, имеющие фондовые рынки, даже мелкие или только нарождающиеся фондовые рынки, имеют кодексы или руководящие принципы корпоративного управления. Многие из новых методик второго поколения являются более жесткими, чем прежние кодексы, и требуют более высокой степени детализации раскрываемой информации; примерами являются "Альдама" в Испании, АЧПФ-ДПФ¹¹ во Франции и доклад Хиггса в Соединенном Королевстве, причем все они появились в 2003 году. Общая тенденция в реформе корпоративного управления сводится к усилению независимости советов директоров и управляющих применительно к их контрольным пакетам, когда под угрозой может быть поставлена независимость.

16. Значительные изменения в ходе реформы корпоративного управления произошли и в других частях мира. Полезную информацию на этот счет можно найти в докладах Всемирного банка и МВФ о соблюдении стандартов и кодексов (ДССК)¹² в вопросах корпоративного управления. В этих докладах приводится оценка соблюдения странами каждого из принципов корпоративного управления ОЭСР и могут даваться принципиальные рекомендации в тех случаях, если тот или иной принцип не соблюдается полностью. К настоящему времени выпущены 27 ДССК по корпоративному управлению (включая три по странам, по которым ДССК были подготовлены во второй раз). Эти доклады содержат ценную информацию по корпоративному управлению в целом и по имплементационным вопросам, в частности.

17. После двадцатой сессии МСУО была завершена подготовка трех новых ДССК - по Египту, Индии и Мексике. Рекомендации в них разнятся и в них предлагается, в частности, сделать годовые отчеты более стандартными и включать в них информацию о собственниках и сделках с аффилированными сторонами и указывается на необходимость обеспечения рамочной основы применительно к процессам качественного и независимого аудита.

18. Хотя кое-кто критикует реформу корпоративного управления за связанный с ней рост затрат, мнения по поводу того, что же представляет собой эффективная практика раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, сближаются¹³, а типы информации, подлежащие раскрытию, становятся более сходными¹⁴. Это может быть

обусловлено рядом факторов, включая глобальную заинтересованность в вопросах корпоративного управления, растущее влияние Принципов корпоративного управления ОЭСР и инициатив Международной сети по вопросам корпоративного управления, международные усилия по поощрению более эффективного регулирования фондовых рынков, все более широкое признание международных стандартов финансовой отчетности (МСФО) и, что не менее важно, рост признания экономической полезности эффективной практики корпоративного управления. Несмотря на большие различия в правовых корнях и традициях управления, в настоящее время, как представляется, прослеживается усиливающаяся тенденция к опоре на раскрытие информации, формированию консенсуса по содержанию раскрываемой информации и к расширению согласия относительно роли совета директоров в надзоре за раскрытием информации. Например, комитет по аудиту все чаще рассматривается как самый важный инструмент, помогающий советам директоров и компаниям достигать их целей, связанных с транспарентностью, что нашло отклик в подготовленном ЕК в 2003 году Плане действий в области корпоративного управления.

19. Этой тенденции к сближению позиций способствует также диалог КЦБ США и КЕРОФ ЕС по вопросам корпоративного управления. В центре этого диалога находится дискуссия о сотрудничестве между регулируемыми органами, и в частности по вопросу о надзоре за публичными бухгалтерскими фирмами. СНБПК выпустил брифинговый документ с описанием кооперационного подхода, применяемого по отношению к неамериканским бухгалтерским фирмам, и организовал диалоги со многими своими иностранными партнерами, которые демонстрируют общность целей¹⁵. К ним относятся защита инвесторов, повышение качества аудита, обеспечение эффективного и действенного надзора за аудиторскими фирмами, оказание содействия в восстановлении доверия общественности к аудиторам и поддержка эффективного функционирования рынков капитала. Эти дискуссии внесли вклад в разработку вехового предложения ЕС по установлению независимого аудиторского надзорного режима в Европе¹⁶.

20. Продолжалось сближение позиций на международном уровне и в области финансовой отчетности. После двадцатой сессии МСУО в таких областях, как международные стандарты финансовой отчетности (МСФО/МСУ) и международные стандарты аудиторской деятельности (МСА), произошел ряд событий¹⁷. В конце 2003 года Международный совет по стандартам бухгалтерского учета (МССУ) завершил осуществление проекта модернизации, в рамках которого он пересмотрел и опубликовал 13 МСУ. Завершение этого проекта приблизило МССУ к его цели обеспечить платформу для высококачественных усовершенствованных стандартов к марту 2004 года. Сроки были установлены таким образом, чтобы облегчить внедрение МСФО/МСУ во многих

странах, которые заявили о своем переходе на МСФО (включая Европейский союз) с начала 2005 года.

21. Следует напомнить, что в сентябре 2003 года Европейская комиссия приняла постановление об одобрении МСФО/МСУ, включая соответствующие толкования всех МСУ, существовавшие по состоянию на июль 2003 года, за исключением МСУ-32 и МСУ-39 и их толкований. В июле 2004 года Европейская консультативная группа по вопросам финансовой отчетности (ЕКГФО)¹⁸ рекомендовала Европейской комиссии принять МСУ-32. Однако по МСУ-39 ЕКГФО никаких рекомендаций не вынесла. Некоторые составители отчетности, и прежде всего банковский сектор, выразили серьезную обеспокоенность по поводу требований учета по справедливой стоимости в МСУ-39 применительно к учету при хеджировании и депозитам до востребования.

22. Еще одним важным изменением в области МСФО, имеющим последствия для корпоративного управления, стало опубликование МСФО-2 (выплаты акциями) в феврале 2004 года¹⁹. В МСПО-2 определяются принципы финансового учета и отчетности, требуемой от предприятий, когда оно решает осуществить сделку с оплатой акциями. Предприятие обязано отражать в своих отчетах о прибылях и убытках и о финансовом положении последствия сделок с оплатой акциями. Сюда включаются и сделки, связанные с предоставлением опционов на акции собственным работникам.

23. В начале 2004 года Международный совет по стандартам аудита и страхования (МССАС) Международной федерации бухгалтеров (ИФАК) опубликовал пересмотренный международный стандарт аудита (МСА-240) "Ответственность аудитора за учет возможности мошенничества при аудиторской проверке финансовых ведомостей". В соответствии с этим стандартом, аудитор должен проявлять бóльшую дальновидность при рассмотрении возможности мошенничества в ходе аудиторской проверки финансовых ведомостей. В нем подчеркивается необходимость сохранения аудитором профессионально-скептического отношения на протяжении всей аудиторской проверки, несмотря на опыт прошлого общения с руководством проверяемой компании и с теми, на кого возложена функция управления, и их профессионализм²⁰.

24. В Соединенных Штатах регулирующие органы фондового рынка приняли решение предложить поправки к форме 20-F, которые нацелены на уменьшение бремени финансовой отчетности для тех иностранных компаний, котирующихся на фондовых биржах США, которые переходят на МСФО. По сообщению КЦБ США, эти предложения рассчитаны прежде всего на тех иностранных эмитентов, расположенных в ЕС, которые в соответствии с нынешними законами ЕС в целом должны будут перейти на МСФО в своей отчетности за 2005 финансовый год. В соответствии с этими предложениями

компаниям, переходящим на международные нормы, будут представлять регулирующим органам США отчетность по финансовым результатам только за два года, а не за три, как это предусматривается действующими правилами²¹.

II. СОСТОЯНИЕ ДЕЛ С ПРИМЕНЕНИЕМ ЭФФЕКТИВНОЙ ПРАКТИКИ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА УРОВНЕ КОМПАНИЙ

A. История вопроса и методология

25. Для облегчения обсуждения в МСУО вопроса о состоянии дел с применением принципов раскрытия информации по вопросам корпоративного управления секретариат провел исследование применения эффективной практики раскрытия информации о корпоративном управлении в отдельных компаниях. При проведении этого исследования в качестве точки отсчета использовался контрольный перечень элементов раскрываемой информации, разработанный на основе документа, подготовленного секретариатом к девятнадцатой сессии МСУО и озаглавленного "Транспарентность и требования к раскрытию информации в системе корпоративного управления" (TD/B/COM.2/ISAR/15). Ниже излагаются основные результаты этого исследования.

26. Для этого исследования были отобраны 30 компаний, представляющих различные географические регионы и отрасли. Страны отбирались для этого исследования на основе следующих критериев репрезентативности: региональная репрезентативность, различные уровни экономического развития и уровень развитости рынка капитала. При выборе компаний за основу были взяты следующие критерии: публичная котируемость, вклад компании в ВВП и репрезентативность по различным отраслям.

27. Поскольку цель данного исследования заключалась в оценке состояния дел с применением принципов раскрытия корпоративной информации в целом, компании, отобранные для этого исследования, остаются анонимными. Компании представляют следующие регионы и субрегионы по классификации Организации Объединенных Наций: четыре из Африки, семь из Азии, четыре из Латинской Америки и Карибского бассейна, семь из Восточной Европы, четыре из Северной, Южной и Западной Европы и четыре из Северной Америки.

28. В выборку для этого исследования были включены только публично котирующиеся компании, поскольку именно эти компании обычно бывают более склонны предоставлять общественности доступ к корпоративной информации. 19 из отобранных компаний помимо местной биржи (местный листинг) котируются и на иностранной фондовой

бирже (международный листинг). 11 компаний были включены только в листинг местной фондовой биржи. Для целей этого обследования термин "международный листинг" относится к компаниям, включенным в листинг как зарубежных, так и местных бирж.

29. Контрольный перечень элементов раскрываемой информации содержит 40 элементов, и каждому из них был присвоен один балл. Практика раскрытия информации включенными в выборку компаниями анализируется по состоянию на 1 мая 2004 года (далее - дата обследования).

30. Первичные источники, использовавшиеся при проведении обследования, включают в себя годовые отчеты компаний и отчетные документы компаний, предоставляемые в регулирующие органы, включая удостоверения о передаче доверенностей, к которым можно получить доступ на вебсайтах компаний (далее именуются источниками). Примерами отчетной документации, предоставляемой в регулирующие органы, являются формы 20-F и 10-K КЦБ США и документы, предоставляемые в Комиссию по фондовым ценностям (КФЦ) в Бразилии. 10 компаний поместили такие документы, поданные в КЦБ США, на своем корпоративном вебсайте. Из этих 10 три компании являются американскими. На своем корпоративном вебсайте пять неамериканских компаний поместили форму 20-F, а одна неамериканская компания (регион Азии) поместила формы 10-K и 8-K. Одна компания в дополнение к форме 20-F и годовому отчету поместила на вебсайте документацию, представленную в местный регулирующий орган по ценным бумагам (регион Латинской Америки). 12 компаний раскрыли свои самые последние корпоративные источники по состоянию на 2002 год, а 18 - на 2003 год.

31. Признавая, что данное обследование основывается на относительно небольшой выборке компаний, следует отметить, что результаты анализа могут послужить полезным индикатором практики раскрытия информации и потенциальной отправной точкой для дальнейшего более широкого обзора такой практики на уровне компаний.

32. Вместе с тем подход, основанный на использовании контрольного перечня, имеет свои недостатки. В частности, количественный анализ не способен уловить разброс и отклонения в содержании и в качестве информации между попавшими в выборку компаниями, а система баллов не отражает степень важности, придаваемой тем или иным элементам раскрываемой информации; каждому элементу, включенному в контрольный перечень, присвоен одинаковый вес.

33. Кроме того, ввиду их сложности в контрольный перечень на данном этапе не были включены четыре блока раскрываемой информации. Было сочтено, что для оценки раскрытия информации по этим элементам необходим более тщательный анализ, не

укладывающийся в рамки формата контрольного перечня. К ним относится практика раскрытия информации о взаимоотношениях с аффилированными сторонами при существовании контроля; о процессе принятия решений по одобрению сделок с аффилированными сторонами; о правилах и процедурах, регулирующих приобретение корпоративного контроля на рынках капиталов; а также о неординарных сделках.

В. Основные результаты обследования

Общий обзор

34. Несмотря на все большее сближение кодексов и руководящих принципов корпоративного управления на национальном и международном уровне, методы раскрытия информации и содержание раскрываемой информации между включенными в выборку компаниями значительно разнятся.

35. Большинство включенных в выборку компаний раскрывали информацию, которая соответствует элементам, включенным в контрольный перечень. В целом наибольшее число баллов получили элементы, связанные с раскрытием информации, касающейся результатов финансовой деятельности, принципов учета и наличия различных структур и механизмов эффективного управления. Если вести речь о наибольшем количестве баллов, то все включенные в выборку компании раскрывали информацию о результатах финансовой и операционной деятельности, а 97% предавали гласности информацию о существовании тех или иных структур управления, способствующих предотвращению конфликтов интересов (таблица 1). Меньшее количество баллов получили элементы, касающиеся различных аспектов деятельности совета директоров и ключевых управляющих в вопросах транспарентности, независимости, доверия к аудиторам, а также повышения профессиональной квалификации и процессов служебной аттестации. К элементам раскрываемой информации, получившим наименьшее число баллов, относятся принятие и последствия решений, касающихся альтернативных методов учета (17%), и - применительно к действиям совета директоров и ключевых управляющих - наличие и использование консультативного механизма (23%), а также процессы служебной аттестации (13%). Отсутствие последовательности в раскрытии информации по этим трем элементам было присуще всем включенным в выборку компаниям вне зависимости от их географического местоположения.

Таблица 1
Ранжирование элементов раскрываемой информации в выборке компаний

Элемент раскрываемой информации	Все включенные в выборку компании	Только местный листинг	Международный листинг	Источники 2003 года	Источники 2002 года
1. Результаты финансовой и операционной деятельности	100%	100%	100%	100%	100%
2. Структуры рационального управления, такие, как комитеты и другие механизмы для предотвращения конфликтов интересов	97%	100%	95%	94%	100%
3. Основные принципы учета	93%	82%	100%	94%	92%
4. Характер, типы и элементы сделок с аффилированными сторонами	93%	82%	100%	94%	92%
5. Механизмы "сдержек и противовесов"	93%	82%	100%	100%	83%
6. Структура собственности	87%	73%	95%	89%	83%
7. Состав совета директоров (исполнительные и неисполнительные директора)	87%	64%	100%	94%	75%
8. Процесс проведения ежегодных общих собраний	87%	73%	95%	94%	75%
9. Изменения во владении акциями	80%	55%	95%	83%	75%
10. Структура контроля	80%	73%	84%	78%	83%
11. Контрольные и соответствующие им пакеты акций	80%	64%	89%	83%	75%
12. Механизмы защиты прав заинтересованных лиц в деловых отношениях	80%	55%	95%	83%	75%
13. Состав и функции структур комитетов по рациональному управлению	77%	55%	89%	83%	67%
14. Цели компании	73%	64%	79%	72%	75%
15. Роль и функции совета директоров	73%	45%	89%	89%	50%
16. Политика и результаты деятельности, связанной с экологической и социальной ответственностью	73%	55%	84%	78%	67%
17. Цели, система и меры управления рисками	73%	45%	89%	89%	50%
18. Процесс взаимодействия с внутренними ревизорами	73%	27%	100%	89%	50%
19. Существенные интересы членов совета директоров и управленческого звена	70%	45%	84%	78%	58%
20. Данные о квалификации и биографическая информация о членах совета директоров	70%	45%	84%	78%	58%
21. Наличие и доступность повесток дня собраний и совещаний	70%	36%	89%	83%	50%
22. Обязанности директоров	67%	18%	95%	83%	42%

23. План обеспечения преемственности	67%	27%	89%	83%	42%
24. Срок действия контрактов директоров	67%	27%	89%	83%	42%
25. Положения контрактов директоров, связанные с выплатой компенсаций	63%	27%	84%	83%	33%
26. Системы внутреннего контроля и их эффективность	63%	27%	84%	78%	42%
27. Определение и структура вознаграждения директоров	60%	18%	84%	83%	25%
28. Влияние политики в области экологической и социальной ответственности на устойчивость фирмы	60%	36%	74%	61%	58%
29. Процесс взаимодействия с внешними аудиторами	60%	36%	74%	72%	42%
30. Процесс назначения внешних аудиторов	60%	45%	68%	72%	42%
31. Обеспечение независимости совета директоров	57%	18%	79%	78%	25%
32. Количество директорских постов, занимаемых директорами	57%	18%	79%	72%	33%
33. Процесс назначения внутренних ревизоров	57%	18%	79%	72%	33%
34. Права контроля	53%	53%	53%	53%	53%
35. Наличие процедур(ы) для устранения конфликтов интересов среди членов совета директоров	43%	18%	58%	61%	17%
36. Уверенность совета директоров в независимости и добросовестности аудиторов	40%	9%	58%	61%	8%
37. Деятельность в области повышения профессиональной квалификации и профессиональной подготовки	27%	9%	37%	44%	0%
38. Наличие и использование консультативного механизма в отчетный период	23%	9%	32%	39%	0%
39. Влияние альтернативных решений в области учета	17%	9%	21%	28%	0%
40. Процесс служебной аттестации	13%	0%	21%	22%	0%

Примечание: Следует осторожно подходить к проведению сопоставлений между типами компаний, поскольку дисперсия между категориями компаний является неравномерной.

36. В целом и с учетом того, что включенные в выборку компании были неравномерно распределены между различными странами и типами компаний, следует отметить, что компании, включенные в международный листинг, и компании, которые сделали доступными источники 2003 года, получили большее число баллов, чем компании, включенные только в местный листинг, и компании, открывшие источники 2002 года, а включенные в выборку компании Северной Америки и Северной, Южной и Западной Европы в целом получили большее число баллов, чем компании других регионов.

Причины этой тенденции могут включать в себя более жесткие требования к раскрытию информации в случае международного листинга по сравнению с местными нормами регулирования, изменения в положениях о раскрытии информации в Соединенных Штатах и Европе в 2002 году, а также меры, принимаемые все большим числом компаний для добровольного внедрения более жесткой практики раскрытия информации в целях удовлетворения требований заинтересованных сторон.

37. В частности, все компании, включенные в международный листинг, предавали гласности в дополнение к результатам финансовой и операционной деятельности информацию об основных принципах бухгалтерского учета, о характере, типах и элементах сделок с аффилированными сторонами (хотя эта информация необязательно отражает процессы принятия решений по таким сделкам), о "механизмах сдержек и противовесов", о составе совета директоров и процессе взаимодействия с внутренними ревизорами. С другой стороны, лишь 32% компаний, включенных в международный листинг, предавали гласности информацию о наличии и использовании консультативного механизма, 21% - о наличии процесса служебной аттестации и 21% - о процессе принятия решений и о влиянии альтернативных решений в области бухгалтерского учета.

38. Ни одна из компаний, включенных только в местный листинг, или компаний, раскрывших источники 2002 года, не раскрывали информацию о наличии процесса служебной аттестации. Кроме того, ни одна из компаний, раскрывших источники 2002 года, не обнародовала информацию о повышении профессиональной квалификации и профессиональной подготовке, о наличии и использовании консультативного механизма или процессе принятия решений и о влиянии альтернативных решений в области бухгалтерского учета.

39. Как явствует из таблицы 2, между включенными в выборку компаниями велик разрыв в суммах баллов по элементам раскрываемой информации. При максимальном количестве элементов раскрываемой информации, составляющем 40, и средней сумме баллов 27 (или 67%) наивысшее число баллов 38 (или 95%) получили две компании (компания США, включенная в международный листинг и раскрывшая источники 2003 года, и азиатская компания, включенная в местный листинг, раскрывшая источники 2003 года). С другой стороны, одна компания получила сумму баллов, равную 7, или 18% (Восточная Европа, компания, включенная только в местный листинг, источники 2002 года).

40. Помимо широкой доступности отчетности корпораций в Интернете некоторые из отрядных выводов проведенного обследования сводятся к тому, что высоки показатели раскрытия информации по таким вопросам, как механизмы "сдержек и противовесов" в

отношении руководителей предприятий; характер сделок с аффилированными сторонами; структура собственности; системы внутреннего контроля и их эффективность; и состав советов директоров. Вместе с тем в ходе обследования выявились также важные вопросы корпоративного управления, по которым широкая практика раскрытия информации пока отсутствует. Особенное беспокойство вызывает то, что отсутствует практика широкого раскрытия информации о служебной аттестации советов директоров. С учетом растущей сложности деловых операций и вопросов, которые приходится решать советам директоров, рядовые инвесторы были бы заинтересованы в том, чтобы знать, имеют ли члены советов директоров предприятий, в которые они вложили или планируют вложить средства, консультативный механизм для использования внешней экспертной помощи и занимаются ли они деятельностью по повышению профессиональной квалификации и профессиональной подготовке. Результаты обследования свидетельствуют также о том, что в целом компании в развивающихся странах, как представляется, получили относительно меньше баллов.

41. Применительно к некоторым элементам раскрываемой информации при проведении обследования был сделан ряд более детальных выводов, которые обсуждаются ниже.

Таблица 2

Рейтинги включенных в выборку компаний на основе 40 элементов раскрываемой информации

Регион	Название компании	Последняя отчетность компании ^a	Листинг ^b	Резюме результатов	
				Сумма баллов	В процентах
АФРИКА					
Юг Африки	A1	2003	Международный	32	80
Юг Африки	A2	2003	Международный	26	65
Северная Африка	A4	2003	Международный	26	65
Восточная Африка	A3	2002	Местный	13	33
АЗИЯ					
Юго-Восточная Азия	A36	2003	Местный	38	95
Юго-Восточная Азия	A34	2003	Международный	35	88
Юг Центральной Азии	A33	2003	Международный	33	83
Восточная Азия	A31	2003	Международный	32	80
Восточная Азия	A35	2003	Международный	32	80
Западная Азия	A37	2002	Местный	16	40

Регион	Название компании	Последняя отчетность компании ^a	Листинг ^b	Резюме результатов	
				Сумма баллов	В процентах
Юг Центральной Азии	A32	2003	Местный	10	25
ЛАТИНСКАЯ АМЕРИКА					
Южная Америка	ЛА1	2002	Международный	32	80
Южная Америка	ЛА3	2002	Международный	32	80
Центральная Америка	ЛА4	2002	Международный	31	78
Южная Америка	ЛА2	2002	Местный	22	55
ВОСТОЧНАЯ ЕВРОПА^c					
Восточная Европа	ВЕ3	2003	Международный	31	78
Восточная Европа	ВЕ2	2002	Местный	20	50
Восточная Европа	ВЕ6	2002	Международный	19	48
Восточная Европа	ВЕ1	2002	Местный	15	38
Восточная Европа	ВЕ4	2002	Местный	11	28
Восточная Европа	ВЕ7	2003	Местный	9	23
Восточная Европа	ВЕ5	2002	Местный	7	18
СЕВЕРНАЯ, ЮЖНАЯ И ЗАПАДНАЯ ЕВРОПА					
Северная Европа	С,Ю,З Е1	2003	Международный	36	90
Западная Европа	С,Ю,З Е2	2003	Международный	36	90
Западная Европа	С,Ю,З Е3	2003	Международный	34	85
Южная Европа	С,Ю,З Е4	2002	Международный	30	75
СЕВЕРНАЯ АМЕРИКА					
Северная Америка	СА3	2003	Международный	38	95
Северная Америка	СА1	2003	Международный	37	93
Северная Америка	СА2	2003	Международный	36	90
Северная Америка	СА4	2003	Местный	30	75
			Среднее значение	27	67
			Медианное значение	31	78
			Максимальное значение	38	95
			Минимальное значение	7	18

- Примечания:*
- ^a Дата, на которую имела последняя отчетность корпорации на момент проведения обследования.
 - ^b Под листингом понимается место расположения фондовых бирж, на которых компания котирует свои акции.
 - ^c В группу Восточной Европы входят страны Центральной Европы и Российская Федерация.

Раскрытие финансовой информации

42. *Результаты финансовой и операционной деятельности и основные принципы бухгалтерского учета.* Все включенные в выборку компании обеспечивали легкий доступ к информации о результатах своей финансовой и операционной деятельности через вебсайт компаний в Интернете, но лишь 27 из 30 помещали в Интернете полные годовые отчеты или документацию, подаваемую в регулирующие органы.

43. *Влияние альтернативных решений в области бухгалтерского учета.* Лишь 17% включенных в выборку компаний раскрывали информацию о методике, использовавшейся управляющими для расчета определенных бухгалтерских данных, и о финансовых последствиях таких расчетов. Например, только одна включенная в выборку компания раскрыла информацию об альтернативных оценках справедливой стоимости и их последствиях. Компании не получали баллов по этому пункту, если они всего лишь признавали, что управляющие используют посылки при подготовке финансовых ведомостей.

44. *Существенные интересы.* 70% включенных в выборку компаний раскрывали информацию о существенных материальных интересах совета директоров и управляющих в аффилированных сторонах и в других областях, затрагивающих компанию, например, об имеющихся у них акциях или долговых инструментах. Для целей этого обследования под управляющими понимались управляющие высокого уровня и ключевые руководители.

45. *Сделки с аффилированными сторонами.* Раскрытие информации о сделках с аффилированными сторонами в этой выборке компаний варьировалось. Для целей обследования анализ фокусировался исключительно на раскрытии информации с описанием сделок и участвующих в них сторон. При его проведении не производилась оценка раскрытия информации о причинах принятия корпорацией решения о совершении этих сделок, равно как и о процессе принятия решений между аффилированными сторонами. Включенные в выборку компании получали один балл за предание гласности

информации о характере, типах и элементах сделок с аффилированными сторонами. Такую информацию раскрывали 93% из включенных в выборку компаний. Две компании, которые не предавали такую информацию гласности, имели только местный листинг; одна из них обнародовала корпоративную отчетность за 2003 год, а другая - за 2002 год.

Раскрытие нефинансовой информации

46. *Цели компании.* Больше включенных в выборку компаний раскрывали информацию о том, что делает компания, чем информацию о целях, стратегиях и задачах компании. Если все включенные в выборку компании давали описание компании, а 73% указывали деловые цели предприятия, то в качестве цели компании лишь три компании указали повышение их стоимости для акционеров и только две - повышение стоимости для акционеров и других заинтересованных лиц.

47. *Собственность и права акционеров.* При оценке результатов по таким позициям, как собственность и права акционеров, выявилась возможность расхождения между раскрываемой информацией о структуре собственности и информации о правах. Если исходить из позиций включенных в выборку компаний и используемых источников, то можно сделать вывод о том, что акционеры могут меньше знать о своих правах, чем о структуре собственности. Из этого явствует, что, хотя акционеры могут и знать о структуре собственности, они меньше знакомы со своими правами в отношении этой структуры собственности. Применительно к собственности компаний 80% компаний в этой выборке раскрывали информацию об изменениях во владении акциями, структуре контроля, а также контрольных и соответствующих им пакетам акций, но лишь 53% предавали гласности информацию о правах контроля за собственностью. Вместе с тем следует отметить, что включенные в выборку компании, возможно, раскрывали информацию о правах акционеров в других материалах, не охваченных этим обследованием.

48. *Правила и процедуры, регулирующие приобретение корпоративного контроля и корпоративных активов.* Хотя такие элементы раскрываемой информации, как правила и процедуры, регулирующие приобретение корпоративного контроля на рынках капиталов, и неординарные сделки, не были включены в анализ контрольного перечня, следует отметить, что в соответствии с общепринятыми корпоративными принципами бухгалтерского отчета, включенные в выборку компании раскрывали принципы и методы бухгалтерского учета, используемые в таких сделках.

49. *Структуры и политика рационального управления.* Результаты обследования указывают на существующие в этой выборке компаний расхождения между раскрытием

информации о наличии механизмов рационального управления и раскрытием информации о транспарентности и эффективности таких механизмов. Хотя 97% включенных в выборку компаний предавали гласности информацию о наличии структур рационального управления и 93% о наличии системы сдержек и противовесов или механизмов подотчетности во взаимоотношениях между советом директоров и ключевыми руководителями, 87% раскрывали информацию о составе совета директоров (включая исполнительных и неисполнительных директоров), 77% - о составе и функциях структуры управления, 73% - о роли и функциях совета директоров и лишь 57% раскрывали информацию об усилиях, направленных на поддержание независимости совета директоров, например, о требованиях, касающихся квот для представительства независимых членов, и об обязательном раскрытии информации о конфликтах интересов.

50. *Члены совета директоров и ключевые руководящие работники.* Результаты анализа свидетельствуют о разных уровнях прозрачности включенных в выборку компаний в вопросах, связанных с советом директоров, и подтверждают значительную склонность компаний международного листинга к получению большей суммы баллов по этой позиции, чем компаний, включенных только в местный листинг. 70% компаний выборки раскрывали информацию о квалификации и биографические данные по каждому члену совета директоров, а 67% включенных в выборку компаний обнародовали обязанности директоров и 57% предавали гласности информацию о количестве директорских постов и иных позиций, занимаемых директорами. Из 21 компании, раскрывавшей информацию о квалификации и биографические данные, 16 были включены в международный листинг. Из тех компаний выборки, которые предавали гласности информацию об обязанностях директоров и числе занимаемых ими директорских постов, лишь две имели исключительно местный листинг.

51. 18 (60%) включенных в выборку компаний раскрывали информацию об определении и структуре вознаграждения директоров на индивидуальном или агрегированном уровне, и из тех компаний, которые приводили такую информацию, 16 имели международный листинг. 67% компаний выборки обнародовали информацию о сроках действия контрактов директоров и планы обеспечения преемственности членов совета директоров и ключевых руководящих работников. Балл присваивался за раскрытие информации о наличии плана или за его общее описание, необязательно за его детализацию. 63% включенных в выборку компаний раскрывали информацию о наличии положений, касающихся выплат компенсаций в увязке с вознаграждением (например, план опционов на акции).

52. Только 43% компаний выборки раскрывали информацию о наличии процедур для устранения конфликтов интересов среди членов совета директоров, и 85% из этих

компаний имели международный листинг. Примерами таких процедур являются обязательное раскрытие информации о конфликте интересов и неучастие в деятельности, где такой конфликт существует.

53. В подавляющем большинстве случаев, как показано в таблице 1, включенные в выборку компании, и в частности компании с местным листингом, получали наименьшие суммы баллов по таким позициям, как раскрытие информации о повышении профессиональной квалификации и профессиональной подготовке, о консультативном механизме и о служебной аттестации членов совета директоров.

54. *Существенные вопросы, касающиеся наемных работников и других заинтересованных сторон.* 80% компаний в выборке раскрывали информацию о наличии механизмов защиты прав заинтересованных сторон в бизнесе. В эту категорию, в соответствии с толкованием данного элемента раскрываемой информации, включались, помимо акционеров, такие заинтересованные стороны, как, например, наемные работники, клиенты, кредиторы и поставщики. Примерами таких механизмов являются представленность профсоюзов в совете директоров, соглашения с поставщиками, положения долговых соглашений и планы распределения акций между работниками.

55. *Экологическая и социальная ответственность.* 73% включенных в выборку компаний раскрывали информацию о политике и деятельности компании в связи с экологической и социальной ответственностью, хотя в большинстве случаев взаимосвязь между политикой и деятельностью компании и их последствиями отследить было невозможно. Содержание раскрываемой информации среди компаний выборки варьировалось. Несколько компаний предавали гласности конкретные контрольные показатели в природоохранной сфере, другие же раскрывали больше информации о подготовке работников и программах охраны здоровья и/или о вкладе в охрану природы и жизнь общин. 60% компаний выборки заявили также, что политика поощрения корпоративной социальной и экологической ответственности влияет на устойчивость фирмы. Примерами такого влияния являются более чистая окружающая среда, более эффективное использование ресурсов компаний, улучшение взаимоотношений с работниками и поставщиками и доброжелательное отношение общин.

56. *Существенные прогнозируемые факторы риска.* 73% включенных в выборку компаний раскрывали информацию о целях, системах и мерах управления рисками, например о подразделениях корпорации и финансовых инструментах для управления рыночными рисками. Компании получали один балл не за простое раскрытие различных факторов риска, а в том случае, если они обнародовали информацию о наличии конкретных корпоративных структур, в функции которых входит управление рисками.

57. *Механизмы внутреннего контроля.* 63% компаний выборки раскрывали информацию о своих системах внутреннего контроля и об их эффективности. Эти 19 компаний указали, что эффективность механизмов и процедур внутреннего контроля компаний прошла проверку. Десять из этих 19 компаний привели эту информацию в своей отчетной документации для КЦБ США, которую они поместили на вебсайте своей компании. Восемь из 11 компаний, не раскрывавших эту информацию, имели только местный листинг.

58. *Независимость аудиторов.* Хотя только 12 включенных в выборку компаний (40%) указали в особом заявлении, что совет директоров уверен в том, что аудиторы являются независимыми и их добросовестность никоим образом не ставится под сомнение, все компании выборки, за исключением одной, привели полный текст "Отчета о независимом аудите" в своем годовом отчете или в ином источнике. Из 12 компаний, обнародовавших такое заявление, 11 имели международный листинг, а одна являлась американской компанией только с местным листингом.

59. Больше попавших в выборку компаний раскрывали информацию о процессе взаимодействия с внутренними ревизорами (73%), чем с внешними аудиторами (60%), и больше таких компаний раскрывали информацию о процессе назначения внешних аудиторов (60%), чем внутренних ревизоров (57%). Как правило, компании раскрывали информацию о таких процессах в разделах, посвященных роли и ответственности определенных структур рационального управления (чаще всего ревизионного комитета) и правам акционеров. Процесс назначения внутренних ревизоров был связан с процессом утверждения такого назначения, часто с участием ревизионного комитета. Процессы взаимодействия касались деятельности по мониторингу и оценке в виде совещаний и обзоров.

60. *Ежегодные общие собрания.* В компаниях выборки не всегда раскрывается информация о наличии и доступности повестки дня собрания акционеров. Информацию о том, каким образом получить повестку дня собрания, предавали гласности 70% компаний выборки.

III. РОЛЬ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ПОВЫШЕНИИ СТОИМОСТИ КОМПАНИЙ НА УСТОЙЧИВОЙ ОСНОВЕ

61. Применение практики рационального корпоративного управления и раскрытия информации о такой практике обычно сопряжено с дополнительными издержками. Управляющие и акционеры будут с большей готовностью идти на такие дополнительные издержки, если они будут уверены в том, что рациональное корпоративное управление и практика раскрытия такой информации будут повышать стоимость компании на устойчивой основе. На уровне интуиции такая позитивная взаимосвязь вроде бы существует. Демонстрация же наличия такой взаимосвязи на эмпирической основе по-прежнему является сложной задачей, поскольку трудно установить, какие конкретные аспекты практики корпоративного управления и раскрытия информации в большей мере способствуют росту долгосрочной стоимости предприятия. Тем не менее на протяжении целого ряда лет с этой целью был проведен ряд исследований, и многие из них свидетельствуют о наличии положительной взаимосвязи.

A. Обзор выводов отдельных эмпирических исследований

62. Исследование Миллстейна и Макэвоя 1998 года, посвященное советам директоров крупных публично котирующихся компаний Соединенных Штатов в начале 1990-х годов, показало, что с точки зрения доходов инвесторов разрыв между эффективно и неэффективно управляемыми компаниями превышает 25%. Разрыв в показателях добавленной стоимости корпораций между теми фирмами, где существовал профессиональный совет директоров, и теми, где такой совет отсутствовал, рассчитанный по уровню процентного ежегодного дохода за пятилетний период, составил 4,94%²².

63. Проблема непрозрачности*, на которую значительное влияние оказывает практика корпоративного управления и раскрытия информации, имеет важные последствия, выходящие за пределы микроуровня. В исследовании, опубликованном в 2001 году, фирма "ПрайсуотерхаусКуперс" разработала индекс непрозрачности, в котором учитывается ряд факторов, таких, как коррупция, правовая система, экономическая

* Непрозрачность - это отсутствие четкой, точной, официальной, внятной и широко признанной практики на мировых рынках капиталов и в национальной экономике. Индекс непрозрачности представляет собой расчетный показатель недостаточной транспарентности по пяти аспектам, включая непрозрачность стандартов бухгалтерского учета и информации, раскрываемой корпорациями, банками и правительствами.

политика и среда, учет и отчетность и регулирование²³. Это исследование показало, что непрозрачность сдерживает приток в развивающиеся страны очень значительных объемов прямых иностранных инвестиций (ПИИ). В исследовании были произведены оценки издержек, связанных с отрицательным влиянием непрозрачности в виде эквивалента скрытого добавочного налога на ПИИ. Например, 20-балльное увеличение фактора непрозрачности оказалось эквивалентным примерно 16-процентному повышению налогов с доходов корпораций. Такое сдерживание притока ПИИ, вероятнее всего, приводит к увеличению стоимости капитала для предприятий в этих странах и к уменьшению добавленной стоимости для акционеров, равно как и для всей экономики.

64. Посвященное корпоративному управлению исследование компании "Креди Лионне секьюритиз Эйжа" (КЛСЭ), которым были охвачены 495 предприятий в 25 странах с формирующейся рыночной экономикой и в 18 секторах, показало, что если совокупная средняя доходность (в долл. США) 100 крупнейших предприятий на формирующихся рынках составляла 127%, то доходность тех из них, кто входит в верхний квартиль по рейтингу эффективности корпоративного управления, была более чем вдвое больше - 267%²⁴. Кроме того, это исследование показало, что котировки акций компаний с более высоким рейтингом эффективности корпоративного управления вели себя динамичнее и что такие компании имели более высокие финансовые коэффициенты и более благоприятные оценки премий.

65. Обследование, проведенное фирмой "Маккинзи и компани" в 2002 году, показало, что значительное большинство инвесторов готовы платить надбавку за акции эффективно управляемой компании²⁵. До 73% респондентов отметили, что они готовы платить за акции эффективно управляемой компании премию в размере до 27%.

66. В исследовании, проведенном Бхаттачари и др. (2003 год)²⁶, была проанализирована практика раскрытия информации в выборке из 34 стран с развитыми и формирующимися рынками, и оно показало, что недостаточно полное раскрытие информации или непрозрачность связаны с увеличением себестоимости собственного капитала и с уменьшением объемов операций на фондовых рынках. Оно продемонстрировало, что увеличение общего показателя непрозрачности доходов с 25-го перцентиля до 75-го перцентиля связано с увеличением себестоимости акционерного капитала на 2,8% в случае оценки доходности по дивидендам или на 3,2% при использовании факторной модели цен на международные активы. Такое же перцентильное изменение сопряжено с уменьшением годовых объемов операций на фондовом рынке на 8,8%. Авторы указали, что эти эффекты являются экономически и статистически значимыми.

67. В одном из обзоров, подготовленных недавно ОЭСР по проблематике корпоративного управления в странах-членах, был рассмотрен ряд исследований, посвященных практике корпоративного управления и экономическим показателям фирм²⁷. В исследовании Гомперса, Ишии и Метрика, процитированном в этом обзоре, были проанализированы приблизительно 1 500 фирм в 1990-х годах и приведены свидетельства, связывающие корпоративное управление с движением курсов акций. Согласно этому исследованию, при проведении инвестиционной стратегии, предусматривающей покупку акций фирм с наиболее полными правами акционеров и продажу акций фирм с наиболее ограниченными правами, был бы получен дополнительный (аномальный) доход в размере 8½%.

68. В вышеупомянутых исследованиях применялись различные подходы к оценке влияния практики эффективного корпоративного управления и раскрытия информации о такой практике на показатели предприятий и повышение стоимости компаний в долгосрочной перспективе. В одних учитывались факторы микроуровня, тогда как в других принимались во внимание и макрофакторы. В той или иной степени в этих исследованиях высвечивается сложность данного вопроса и ограниченность их соответствующих выводов. Однако данный вопрос имеет важные последствия для политики, которые не могут не сказываться на применении этой практики. С учетом его значимости, возможно, стоит сделать его предметом дальнейшего анализа и рассмотрения.

В. Результаты опроса включенных в выборку компаний

69. В рамках обследования на уровне компаний включенным в выборку компаниям было предложено заполнить анонимный вопросник, в котором были поставлены вопросы о добавленной стоимости и устойчивости в связи с практикой раскрытия информации компаниями. В этом вопроснике включенным в выборку компаниям предлагалось сообщить, в частности, об изменениях в их практике раскрытия информации, мотивах внесения таких изменений, о доступе общественности к раскрываемой информации, об изменившихся аспектах раскрытия информации и об изменениях в операциях или корпоративном финансировании с момента внесения изменений в практику раскрытия информации. На вопросник ответили 30% включенных в выборку компаний, и их ответы указывают на положительную связь с усилением дисциплины в практике раскрытия корпоративной информации.

70. Семь из компаний выборки, ответивших на вопросник, указали в качестве причин усиления дисциплины в раскрытии корпоративной информации внешний спрос со стороны заинтересованных сторон или регулирующих органов. На уровне

индивидуальных компаний ответы на вопросник могут пролить свет на потенциальное влияние повышения транспарентности корпораций и усиления дисциплины при раскрытии информации. Все респонденты сообщили, что усиление дисциплины в этих вопросах приводит к чистым выгодам для компании. Респонденты привели примеры положительных сдвигов для компаний после ужесточения дисциплины в практике раскрытия информации. Примеры таких сдвигов включают в себя повышение уровня доверия инвесторов, расширение возможностей управленческого звена, повышение инвестиционной активности, улучшение отношений с работниками, поставщиками и клиентами, а также расширение и удешевление доступа к финансированию.

71. В целом ответы на вопросник являются обнадеживающими с точки зрения положительного влияния эффективной практики раскрытия информации по вопросам корпоративного управления на показатели предприятий и на повышение стоимости компаний. Чтобы сделать более полные выводы, можно предпринять усилия для продолжения работы, начатой с этого вопросника, за счет охвата гораздо более крупной выборки компаний.

IV. ЗАДАЧИ, СВЯЗАННЫЕ С ДАЛЬНЕЙШИМ СОВЕРШЕНСТВОВАНИЕМ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ ПО ВОПРОСАМ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

72. Несмотря на последние положительные сдвиги в проведении реформ в области раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, в связи с осуществлением этих реформ еще остается ряд задач²⁸.

73. С одной стороны, задачи и сроки проведения реформы в области корпоративного управления являются различными для каждого региона и страны. Среди стран с наиболее развитыми фондовыми рынками бытует мнение, что компаниям, регулирующим органам и другим институтам требуется время для адаптации к произошедшим значительным изменениям²⁹. В то же время, хотя во многих развивающихся странах и были предприняты значительные усилия, некоторые основные элементы институциональной базы, например в сфере правоприменения, все еще нуждаются во внимании.

74. С другой стороны, с учетом мобильности глобального капитала перед развивающимися рынками могут встать те же самые задачи, что и перед более развитыми рынками, а это может привести к интенсификации процессов реформирования корпоративного управления в этих странах с развивающимися рынками и облегчить международную конвергенцию в данной области. В связи с усилением интеграции в

глобальной экономике события, происходящие в сфере корпоративного управления в одной части мира, стимулируют аналогичные преобразования в других частях мира.

75. В условиях роста консенсуса относительно выгод практики эффективного корпоративного управления все еще необходимо решить проблему, связанную со способами внедрения новой практики корпоративного управления отдельными странами и компаниями. Хотя во многих развивающихся странах законы и нормативные положения содержат необходимые фундаментальные элементы, разрыв между формальными положениями и практикой нередко велик, а это значит, что этим странам необходимо уделять особое внимание правоприменительным органам. Например, для публично котирующихся компаний в качестве нормы все шире признаются МСФО. Вместе с тем сохраняются значительные различия между тем, что требуется в соответствии с нормативными положениями, даже если они считаются совместимыми с МСФО, и реальной практикой. Для преодоления этого разрыва необходимо будет усилить надзор и саморегулирование со стороны ассоциаций бухгалтеров и аудиторов, повысить эффективность подготовки бухгалтеров, аудиторов и сотрудников регулирующих органов и улучшить обеспечение соблюдения требований к листингу на фондовых биржах³⁰.

76. Можно предположить, что проведение реформ создаст больше проблем в тех странах и компаниях, где структуры корпоративного управления исторически были связаны с более высокой степенью концентрации собственности и где фондовые рынки развиты в меньшей мере. В этих странах более серьезную обеспокоенность вызывают вопросы прав акционеров и злоупотребления, являющиеся следствием концентрации собственности в сочетании со слабой защитой акционеров и недостаточным раскрытием информации³¹.

77. Возможности адаптации компаний к растущему числу изменений в сфере регулирования отнюдь не безграничны. В 2003/04 году регулирующие органы начали сосредоточивать внимание на двух новых ключевых комитетах советов директоров, а именно на комитетах по назначениям и по вознаграждению. И это происходит в тот момент, когда многие компании все еще адаптируются к новым регулирующим положениям, касающимся комитетов по аудиту, независимости директоров и требований к транспарентности.

78. Эффективное корпоративное управление сопряжено с расходами, и эти расходы, как представляется, возрастают. При проведении исследований начинают предприниматься попытки количественно оценить не только выгоды, но и издержки эффективного управления. Согласно обследованию, проведенным чикагской фирмой "Фоли энд

Ларднер ЛЛП", средние расходы, связанные с публичностью, для обследованных публичных компаний с годовым доходом менее одного миллиарда долларов после принятия ЗСО более чем удвоились до почти 3 млн. долл. США в год³². Эти обследования показали также, что как минимум одна из пяти обследованных компаний рассматривает вопрос о переходе с публичного на частный статус в результате новых реформ в сфере корпоративного управления и раскрытия информации. Хотя после принятия ЗСО заметного сокращения листингов не произошло, глава НЙФБ Джон Тейн все же отчасти относит отсутствие динамизма в листингах иностранных компаний, бюрократические препоны и коллективные иски на счет факта принятия ЗСО³³. В небольшом числе кодексов управления в настоящее время признается значительная ограниченность ресурсов, в частности более мелких компаний, и в них вносятся соответствующие изменения на уровне рекомендаций³⁴.

79. Рост ожиданий в отношении советов директоров усложняет эту работу и делает последствия личных ошибок более серьезными. Можно предположить, что посреднические консультативные фирмы и регулирующие органы займут более жесткую позицию по отношению к советам директоров, особенно в таких вопросах, как независимость и вознаграждение с использованием акций³⁵. Вследствие этого отдельные члены советов директоров ставят под сомнение свою способность оправдать эти новые ожидания. Ограничение членского состава советов директоров может превратиться в будущем в практическую необходимость и может также стать предвестником нехватки готовых работать и компетентных директоров.

80. Все более широкое признание получает необходимость в механизмах защиты "изобличителей" из числа работников компаний, которые рискуют лишиться источников своих доходов, сообщая о корпоративных нарушениях. Согласно одному исследованию³⁶, упомянутому в "Выводах и рекомендациях" в отношении бухгалтерского учета и аудита, которое было опубликовано в Соединенных Штатах Комиссией по вопросам доверия общественности и частного предпринимательства организации "Конференс борд" 9 января 2003 года, 69% таких изобличителей теряют работу или оказываются вынужденными подать в отставку. Такого рода изобличители призваны играть важную роль в обеспечении должного функционирования системы корпоративного управления. Все большее число стран в настоящее время требуют от компаний установления процедур получения информации и реагирования на сигналы таких людей и их защиты от мести со стороны руководства компаний мести. Типичные требования варьируются от обязывания комитетов по аудиту к установлению процедур расследования корпоративных нарушений до открытия телефонных линий и адресов электронной почты для контактов работников компаний с регулирующими органами.

81. В то время как устанавливаются требования к раскрытию новых элементов информации, больше внимания должно уделяться ясности и представлению информации о корпоративном управлении. Хотя действующие ныне нормативные положения привели к увеличению объема отчетности, корпорации и регулирующие органы до сих пор не уделяли достаточного внимания ее ясности и способности пользователей эффективно обрабатывать раскрываемую информацию. В будущем регулирующие органы и инвесторы могут потребовать того, чтобы деловая информация излагалась ясным и понятным языком. С этим тесно связана также задача обеспечения доступности дополнительной информации и ее значимости для тех, кто ею пользуется. Увеличение объемов раскрываемой информации может и не привести к повышению прозрачности, если пользователи не смогут эффективно обрабатывать и использовать информацию³⁷.

82. Кроме того, проблемы для компаний, советов директоров и регулирующих органов создают требования, касающиеся ускоренного раскрытия информации и представления отчетности, а также представления информации инвесторам в режиме реального времени. Хотя на большинстве рынков от включенных в листинги компаний требуется раскрывать существенную информацию, как только она становится доступной, на практике в этой области отмечаются значительные расхождения.

V. ВЫВОДЫ

83. На темпы и масштабы внедрения практики раскрытия информации по вопросам корпоративного управления влияют различные текущие тенденции. Большинство государств-членов постоянно держат в поле зрения и усиливают принципы корпоративного управления в целом, а также его аспекты, связанные с прозрачностью и раскрытием информации в частности. На данный момент внедрение практики раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, как представляется, идет полным ходом.

84. В этой связи Группа экспертов, возможно, сочтет целесообразным продолжить рассмотрение состояния дел с применением принципов раскрытия информации по вопросам корпоративного управления. В дополнение к замечаниям, приведенным в настоящем докладе, более широкое обследование применения эффективных методов раскрытия информации по вопросам корпоративного управления, которые были рассмотрены Группой на ее девятнадцатой сессии, могло бы внести полезный вклад в оценку прогресса в этой области, а также в пересмотр перечня существующих передовых методов. Помимо этого, как указывалось в настоящем докладе, получение эмпирических данных о вкладе эффективной практики раскрытия информации по вопросам корпоративного управления в экономическую эффективность предприятий и добавленную

стоимость для акционеров в долгосрочной перспективе может оказать положительное влияние на масштабы применения этих принципов. Группа экспертов, возможно, пожелает рассмотреть этот вопрос дополнительно на своих будущих сессиях.

ПРИМЕЧАНИЯ

- ¹ Communication from the Commission to the Council and the European Parliament, “Modernizing Company Law and Enhancing Corporate Governance in the European Union - A Plan to Move Forward”, COM (2003) 284 final.
- ² European Commission IP/03/715.
- ³ Directive 2003/71/EC.
- ⁴ В июне 2001 года Европейская комиссия учредила Комитет европейских регулирующих органов фондового рынка (КЕРОФ) в качестве одного из двух ключевых комитетов, имеющих центральное значение для осуществления плана действий в сфере финансовых услуг. Цели КЕРОФ заключаются в: 1) улучшении координации работы регулирующих органов фондового рынка; 2) выполнении функций консультативной группы для оказания содействия Комиссии ЕС в подготовке проектов имплементирующих мер на фондовом рынке; 3) содействии обеспечению более последовательного и своевременного осуществления законодательства ЕС в государствах-членах. КЕРОФ упоминается в постановлении ЕС по международным стандартам финансовой отчетности (МСФО) в качестве органа, через который Комиссия ЕС может поддерживать связь с государствами-членами по правоприменительным вопросам.
- ⁵ С дополнительной информацией о деятельности и с заявлениями КЦБ США можно ознакомиться на ее вебсайте по адресу: <http://www.sec.gov/>.
- ⁶ Обновленная информация по всему своду правил КЦБ США находится на вебсайте КЦБ США по адресу: <http://www.sec.gov/>. С правилами можно ознакомиться в разделе Regulatory Actions: Final Rule Releases".
- ⁷ Новые правила см. вебсайте НЙФБ по адресу: www.nyse.com/pdfs/finalcorpgovrules.pdf.
- ⁸ <http://www.gao.gov/new.items/d04216.pdf>.
- ⁹ См. http://www.pcaobus.org/rules_of_theboard.asp.
- ¹⁰ *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice: The Americas, Europe, Asia, Africa, Australia*, Weil, Gotshall and Manages, LLP, 2003.

¹¹ Ассоциация частных предприятий Франции (АЧПФ) - Движение предприятий Франции (ДПФ). Предшественниками этого кодекса являются доклады Вьено I и II и кодекс Бутона.

¹² <http://www.worldbank.org/ifa/rosc.html>

¹³ *International Comparison of Selected Corporate Governance Guidelines and Codes of Best Practice: The Americas, Europe, Asia, Africa, Australia*, Weil, Gotshall and Manages, LLF, 2003.

¹⁴ *The Role Of The Board In Disclosure: An Examination Of What Codification Efforts Say*, Richard Frederick, OECD South-Eastern Europe Corporate Governance Roundtable on Transparency and Disclosure: Implementation and Enforcement, June 2004.

¹⁵ PCAOB Briefing Paper, "Oversight of Non-US Public Accounting Firms", 28 October 2003, PCAOB release No. 2003-020.

¹⁶ Заявление Уильяма Макдонау от 24 июня 2004 года в комиссии Палаты представителей США, согласно информации Представительства США при ЕС, содержащейся на его вебсайте по адресу: <http://www.useu.be>.

¹⁷ International Accounting Standards Board (IASB) (2004), *International Financial Reporting Standards*, London.

¹⁸ <http://www.efrag.org>.

¹⁹ International Accounting Standards Board (IASB) (2004), *International Financial Reporting Standards*, London.

²⁰ МСА-240 можно загрузить с вебсайта ИФАК по адресу: <http://www.ifac.org>.

²¹ Вебсайт Представительства США при ЕС по адресу: <http://www.useu.be>.

²² "The Active Board of Directors and Performance of the Large Publicly Traded Corporations", Millstein I and Paul W. MacAvoy, *Columbia Law Review*, Vol. 98:1238, pages 1283-1321, New York, United States of America, 1998.

²³ "PwC's Opacity Index: A Powerful New Tool for Global Investors", Lipsey, R , *The Journal of Corporate Accounting & Finance*, pages 35-44, Sept/Oct 2001, 2001.

- ²⁴ *Saints & Sinners: Who Has Got Religion?*, Credit Lyonnais Securities Asia, 2001
- ²⁵ *Global Investors Opinion Survey*, McKinsey and Company, July 2002.
- ²⁶ "The World Price of Earnings Opacity", Bhattacharya, U., H. Daouk, and M. Welker, *Accounting Review*, Vol. 78, No. 3, pages 641-678, 2003.
- ²⁷ *Corporate Governance: A survey of OECD countries*, OECD, Paris, 2004.
- ²⁸ Анализ вопросов, касающихся применения принципов раскрытия информации в системе корпоративного управления см. также "Основные вопросы, касающиеся применения требований к раскрытию информации в системе корпоративного управления", доклад секретариата ЮНКТАД, двадцатая сессия МСУО, октябрь 2003 года.
- ²⁹ *Global Proxy Report*, Davis Global Advisors.
- ³⁰ *ibid.*
- ³¹ *ibid.*
- ³² *The Impact of Sarbanes-Oxley on Private Companies, and the Cost of Being Public in the Era of Sarbanes-Oxley*, Foley & Lardner, Chicago, 2004.
- ³³ *Wall Street Journal*, May 27, 2004
- ³⁴ "The Role of the Board in Disclosure: An Examination of What Codification Efforts Say", Richard Frederick, OECD South-Eastern Europe Corporate Governance Roundtable on Transparency and Disclosure: Implementation and Enforcement, June 2004.
- ³⁵ "Leading Proxy Advisory Firm to Scrutinize Executive Compensation and Board Responsibility" Press Release, Institutional Shareholder Services, 8 January, 2004. Rockville, Maryland.
- ³⁶ Rothschild J. and T. D. Miethe, "Whistle-Blower Disclosures and Management Retaliation," *Work and Occupations*, Vol. 26, no. 1, (February 1999), p. 120.
- ³⁷ Thomson Financial, CCBN, *Improving Corporate Transparency: More Data is Not the Answer*, J. Paul Carey & Jeffery P. Parker, 2002.