



РОССИЙСКИЙ  
ИНСТИТУТ ДИРЕКТОРОВ

## ИССЛЕДОВАНИЕ КОДЕКСОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

проведено в рамках проекта  
«Совершенствование корпоративного управления в России»  
на 2003- 2006 годы, реализуемого Российским институтом директоров  
при финансовой поддержке Агентства США по международному развитию  
(USAID)



МОСКВА  
2003-2004



## ИНФОРМАЦИОННАЯ СПРАВКА

Российский Институт Директоров (РИД) – некоммерческое партнерство, созданное крупнейшими российскими компаниями-эмитентами в ноябре 2001 года с целью разработки, внедрения и мониторинга стандартов корпоративного управления в России.

Сегодня РИД - ведущий экспертно-ресурсный центр в области корпоративного управления, один из ключевых участников создания и текущего совершенствования российского Кодекса корпоративного поведения, разработчик Декларации принципов Профессионального сообщества корпоративных директоров, а также Национального Реестра профессиональных корпоративных директоров и Национального рейтинга корпоративного управления (консорциум РИД и рейтингового агентства «Эксперт РА»). РИД проводит фундаментальные и прикладные исследования, законопроектную деятельность, консультирование и разработку внутренних документов корпоративного управления, а также подготовку кадров для компаний – лидеров российского бизнеса. По состоянию на март 2003 года свыше 150 членов советов директоров и высших менеджеров, а также 168 корпоративных секретарей прошли обучение на специализированных курсах РИД по ключевым аспектам корпоративного управления. Кадровый Центр РИД с 2003 года ведет Национальный Реестр профессиональных корпоративных директоров и содействует их выдвижению в советы директоров российских акционерных обществ от частных акционеров и государства как акционера.

С марта 2003 г. Российский Институт Директоров является рабочим органом Национального Совета по корпоративному управлению - постоянно действующей общественной организации руководителей крупнейших российских промышленных и инвестиционных компаний, федеральных органов власти, профильных комитетов Государственной Думы и Совета Федерации.

Российский институт директоров при финансовой поддержке Агентства США по международному развитию (USAID) реализует комплексный проект на 2003-2006 годы «Совершенствование корпоративного управления в России», предусматривающий (1) проведение ежегодных исследований практики корпоративного управления в России, (2) разработку методики и осуществление регулярного рейтинга корпоративного управления, (3) разработку и внедрение профессионально-этических стандартов в корпоративном управлении, (4) осуществление специализированного обучения членов советов директоров и высших менеджеров в корпоративном управлении и (5) проведение публичных информационных и просветительских мероприятий по корпоративному управлению в Москве и регионах.

**Россия, 121099, Москва, 1-й Смоленский переулок, д. 5/1**  
**[info@rid.ru](mailto:info@rid.ru) (095) 502- 9485 [www.rid.ru](http://www.rid.ru)**

**Экспертная группа по исследованиям кодексов:**

**И.В. Беликов, директор РИД, член Национального Совета по корпоративному управлению – ответственный секретарь.**

**Ю.Н. Гусев, руководитель проекта РИД «Совершенствование корпоративного управления в России» на 2003-2006 годы при финансовой поддержке Агентства США по международному развитию (USAID).**

**Е.А. Логунова, Высшая школа экономики**

## СОДЕРЖАНИЕ

1. Введение .....	4
2. Сравнительный анализ кодексов корпоративного управления российских компаний и Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России <sup>1</sup> .....	12
3. Сравнительный анализ основных документов о принципах корпоративного управления группы западных компаний-лидеров в сфере корпоративного управления и Кодекса корпоративного поведения .....	30
4. Сравнительный анализ Кодекса корпоративного поведения и Принципов корпоративного управления Организации по Экономическому Сотрудничеству и Развитию (ОЭСР) .....	37
5. Сравнительный анализ Кодекса корпоративного поведения и Принципов и рекомендаций по корпоративному управлению Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (EASD) .....	39
6. Сравнительный анализ Кодекса корпоративного поведения и Кодекса корпоративного управления Германии (German Code of Corporate Governance) .....	43
7. Сравнительный анализ Кодекса корпоративного поведения и Кодекса передовой практики корпоративного управления Южной Кореи (Code of Best Practice for Corporate Governance of Korea) .....	45
8. Итоговые выводы по результатам исследования .....	50
9. Перечень использованных в исследовании документов о принципах корпоративного управления .....	54

---

<sup>1</sup> Далее, если не указано иное, словосочетание «Кодекс корпоративного поведения» означает Кодекс корпоративного поведения, рекомендованный ФКЦБ России.

## 1. ВВЕДЕНИЕ

### ПРЕДПОСЫЛКИ ИССЛЕДОВАНИЯ

Интерес к роли корпоративного управления в экономике и, в частности, на фондовых рынках, увеличился в последнее десятилетие по всему миру. Внимание к этому вопросу растет с конца 1990-х годов – периода, в течение которого были отмечены экономический кризис в Азии 1997 года, дефолт в России в 1998 года, ряд финансовых скандалов в США, Великобритании и других странах Европы, а также последовавшие за ними банкротства крупных компаний, акции которых котировались на биржах.

Правила и стандарты корпоративного управления являются важными компонентами механизма рыночной экономики. Растущий интерес к обеспечению эффективного корпоративного управления отражает понимание того, что инвесторы, как отечественные, так и иностранные, наряду с производственными и финансовыми показателями, рассматривают качество корпоративного управления как важный фактор при принятии решения об инвестировании в ту или иную компанию.

Так, например, в очень часто цитируемом исследовании международной консалтинговой компании McKinsey, посвященном взаимосвязи между уровнем корпоративного управления компаний и их рыночной капитализацией, указывается, что инвесторы заявляют о своей готовности платить премию к ценам акций компаний с системой корпоративного управления, обеспечивающей соблюдение их интересов, и чем более нестабильна общая экономическая среда, тем больше будет размер этой премии. Там же отмечается, что, эта готовность выше в отношении для компаний с развивающихся рынков, где даже незначительное улучшение корпоративного управления может оказать ощутимое воздействие на финансовые показатели компании<sup>2</sup>.

С учетом изложенного, принятие компаниями документов о принципах корпоративного управления (кодексов корпоративного поведения/управления)

---

<sup>2</sup> См. подробнее о результатах исследования: McKinsey Investor Opinion Survey // Вестник McKinsey. 2003. №1 (3). <http://www.mckinsey.com/locations/moscow/russianquarterly/issue3/>

расценивается российским и международным деловым сообществом как позитивный фактор как для самих компаний, так и для инвесторов, принимая во внимание преимущественное акцентирование кодексами деятельности компаний по раскрытию информации, повышению эффективности советов директоров и улучшению защиты прав акционеров.

В мировой практике кодексы корпоративного управления подтверждают свою полезность тем, что, как правило:

- Публично демонстрируют стремление компании следовать признанным стандартам корпоративного управления.
- Устанавливают более высокие стандарты корпоративного управления по сравнению с существующим законодательством страны по месту деятельности компании.
- Декларируют добровольные дополнительные обязательства компании по защите прав акционеров и снижению инвестиционных рисков.
- Могут быть использованы акционерами, потенциальными инвесторами или иными заинтересованными сторонами в качестве матрицы для оценки деятельности совета директоров и исполнительных органов.
- Стимулируют обсуждение деловым сообществом, экспертами, органами регулирования и законодателями вопросов практики корпоративного управления.
- Выдвигают новые ориентиры в развитии законодательно-нормативной базы, регулирующей корпоративное управление.

Разработка кодексов корпоративного управления на национальном уровне и непосредственно в компаниях связана с рядом причин.

Как правило, законодательство отстает от развития практики деятельности и управления хозяйственных обществ<sup>3</sup>. В частности, для законодателей затруднительно во всех случаях своевременно реагировать на изменения практики корпоративного управления вследствие того, что

---

<sup>3</sup> Каждое общество уникально и особенности его деятельности не могут быть полностью отражены в законодательстве.

законотворчество как процесс является деятельностью, состоящей из нескольких стадий, достаточно растянутых во времени таким образом, что временной лаг между изменением практики корпоративного управления и вступлением в силу соответствующих изменений и дополнений в законодательные акты объективно велик.

В связи с широко известными кризисами на финансовых рынках развивающихся стран и стран с переходной экономикой, корпоративными скандалами и банкротствами в ряде развитых стран, а также с недостатками законодательно-нормативной базы, регулирующей корпоративное управление, с середины 90-х годов увеличиваются требования инвесторов и их объединений в пользу принятия дополнительных мер для снижения инвестиционных рисков и улучшения защиты законных интересов акционеров. С учетом возрастающего давления со стороны инвесторов и поддерживающих их бизнес-ассоциаций, бирж и международных организаций, компании, заинтересованные в улучшении корпоративного управления и привлечении капитала, приступили к разработке и внедрению кодексов корпоративного управления.

Можно выделить несколько причин, подталкивающих российские компании к разработке собственных кодексов корпоративного управления.

Вопросы корпоративного управления за последние годы приобрели в глазах инвесторов, прежде всего зарубежных портфельных инвесторов, очень важное значение при оценке привлекательности компаний с точки зрения приобретения ее акций, несколько меньшей степени – долговых ценных бумаг. Инвесторы хотят видеть в компаниях, в которые они уже вложили или готовы вложить свои средства, систему корпоративного управления, которая обеспечит достаточный уровень информационной прозрачности, эффективности принятия решений и, тем самым, даст им дополнительные гарантии. Они хотят видеть, что основные компоненты и процедуры процесса корпоративного управления в компаниях отвечают этим требованиям, и соответствующим образом закреплены во внутренних документах. При первичном анализе не все портфельные инвесторы, особенно при намерении приобрести очень небольшой пакет акций, считают целесообразным изучать весь пакет внутренних документов компаний, которые привлекли их первоначальное внимание.

Поэтому, наличие кодекса корпоративного управления у такой компании может стать фактором, который может удержать первоначальное внимание инвестора, способствовать привлечению более пристального внимания, формированию благоприятного начального имиджа, дать потенциальным инвесторам общую картину системы корпоративного управления и степени ее соответствия передовой практике. По крайней мере, часть инвестиционных и консалтинговых компаний, выступающих консультантами и агентами портфельных инвесторов, как индивидуальных, так, в особенности, институциональных, рассматривает наличие у компании - потенциального получателя инвестиций собственного кодекса в качестве фактора, повышающего ее привлекательность.

К примеру, такую позицию занимает инвестиционная компания «Брансвик Варбург», активно работающая на российском фондовом рынке и участвовавшая в «раскрутке» акций ряда российских компаний. В используемой «Брансвик Варбург» методике оценки рисков вложений в акции российских компаний, отсутствие у российской компании своего кодекса корпоративного управления влечет выставление ей двух штрафных баллов (при максимально возможном числе штрафных баллов за практику корпоративного управления равном 9)<sup>4</sup>.

За последнее время ведущие международных организации, вырабатывающие рекомендации инвесторам в отношении оценки практики корпоративного управления в компаниях-получателях инвестиций, также стали уделять значительное внимание необходимости этим компаниям иметь собственный кодекс. Так, в рекомендациях Межправительственной рабочей группы экспертов по международным стандартам учета и отчетности, созданной Конференцией ООН по торговле и развитию (ЮНКТАД) «Транспарентность и требования к раскрытию информации в системе корпоративного управления: доклад специальной консультативной группы экспертов по вопросу о раскрытии информации в системе корпоративного управления» (2002-2003 годы) отмечается, что одной из важных задач является «стимулирование разработки

---

<sup>4</sup> В своем аналитическом обзоре состояния практики корпоративного управления, опубликованном в августе 2002 года, компания «Брансвик ЮБС Варбург», оценивая риски, связанные с состоянием корпоративного управления в компании «Вимм-Билль-Данн», в качестве одного из основных рисков считала отсутствие кодекса корпоративного управления, подчеркивая, «мы ждем, когда же будет принят кодекс корпоративного поведения».

странами и/или компаниями собственных кодексов, учитывающих их конкретные правовые потребности и культурные традиции», и что одно из требований в отношении раскрытия компаниями информации о своей деятельности, должно заключаться в раскрытии ими информации об используемом кодексе корпоративного управления (собственный или национальный).

Россия включилась в процесс разработки и внедрения кодексов корпоративного управления начиная с конца 90-х годов. Кодекс корпоративного поведения был разработан под руководством ФКЦБ России, одобрен на заседании Правительства Российской Федерации в ноябре 2001 года и с апреля 2002 рекомендован ФКЦБ России к применению российским компаниям<sup>5</sup>. Кодекс корпоративного поведения рекомендован ФКЦБ России акционерным обществам, действующим на территории Российской Федерации, в целях совершенствования управления акционерными обществами, обеспечения прав и законных интересов акционеров, а также обеспечения раскрытия информации. Кодекс корпоративного поведения является сводом рекомендаций по основным аспектам корпоративного управления компаний, основанным на передовой зарубежной практике корпоративного управления.

Кодекс корпоративного поведения не является нормативным правовым актом. Однако орган регулирования, ФКЦБ России, предприняла ряд мер, направленных на его внедрение в практику российских акционерных обществ. В частности, в соответствии с пунктом 3.6 Положения о дополнительных требованиях к порядку подготовки, созыва и проведения общего собрания акционеров<sup>6</sup> годовой отчет общества должен содержать сведения о соблюдении обществом рекомендаций Кодекса корпоративного поведения. В соответствии с новыми правилами листинга российских бирж условием включения ценных бумаги эмитентов в котировальные листы высокого уровня является соблюдение ими положений Кодекса корпоративного поведения<sup>7</sup>.

---

<sup>5</sup> Далее, если не указано иное, словосочетание «Кодекс корпоративного поведения» означает Кодекс корпоративного поведения, рекомендованный ФКЦБ России.

<sup>6</sup> Утвержден Постановлением ФКЦБ России от 31 мая 2002 г. №17/пс.

<sup>7</sup> См., например, Правила листинга, допуска к размещению и обращению ценных бумаг на Московской межбанковской валютной бирже // <http://www.micex.ru/stock/docs.html?id=27>.



## ЦЕЛЬ ИССЛЕДОВАНИЯ

Данное исследование выполнено Российским институтом директоров в рамках проекта «Совершенствование корпоративного управления в России» на 2003-2006 годы, реализуемого при финансовой поддержке Агентства США по международному развитию (USAID), с целью анализа публично доступных кодексов корпоративного управления, принятых российскими компаниями за два года с апреля 2002 до 1 марта 2004 года для определения степени их соответствия международной практике и направлений их возможного совершенствования.

## ЗАДАЧИ ИССЛЕДОВАНИЯ

- Сравнительный анализ кодексов корпоративного управления российских компаний и Кодекса корпоративного поведения.
- Сравнительный анализ основных документов о принципах корпоративного управления группы западных компаний-лидеров в сфере корпоративного управления и Кодекса корпоративного поведения, в том числе для определения сопоставимости кодексов корпоративного управления российских компаний и западных компаний-лидеров.
- Анализ Кодекса корпоративного поведения в сравнении с рекомендованными международной Организацией по Экономическому Сотрудничеству и Развитию (OECD) Принципами корпоративного управления, Принципами и рекомендациями по корпоративному управлению Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг, Кодексом корпоративного управления Германии (German Code of Corporate Governance) и Кодексом передовой практики корпоративного управления Южной Кореи (Code of Best Practice for Corporate Governance of Korea).

## ПРЕДМЕТ ИССЛЕДОВАНИЯ

Предметом исследования являются следующие публично доступные в период с сентября 2003 до 1 марта 2004 года кодексы корпоративного управления российских компаний<sup>8</sup>:

1. ОАО «АВТОВАЗ»
2. ОАО «Аэрофлот»
3. ОАО «Газпром»
4. ОАО «Дальсвязь»
5. ОАО «Ленэнерго»
6. ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»
7. ОАО «Магнитогорскмежрайгаз» (ОАО «М.ГАЗ»)
8. ОАО «НК ЮКОС»
9. ОАО «НПК «Иркут»
10. ОАО «НПО Сатурн»
11. ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»
12. ОАО «Ростелеком»
13. ОАО «Сбербанк России»
14. ОАО «Сибирьтелеком»
15. ОАО «Сибнефть»
16. ОАО «Стойленский ГОК»
17. ОАО «ТНК»
18. ОАО «Уралсвязьинформ»
19. ОАО «ЦентрТелеком»
20. РАО «ЕЭС России»

Объектом исследования являлись кодексы корпоративного управления российских компаний, но не практика их корпоративного управления.

---

<sup>8</sup> Кодекс корпоративного управления ОАО «Волгателеком» был принят в марте 2004 года, когда исследование было завершено.

## МЕТОДИКА ИССЛЕДОВАНИЯ

Методика исследования основана на методе сравнительного анализа и включает:

- **Сравнительный анализ структуры**, заключающийся в сравнении структуры кодексов корпоративного управления российских акционерных обществ и Кодекса корпоративного поведения.
- **Сравнительный анализ содержания**, заключающийся в сравнении содержания кодексов корпоративного управления российских акционерных обществ и Кодекса корпоративного поведения.

**Сравнительный анализ структуры** предпринят, поскольку структурное построение Кодекса корпоративного поведения не является произвольным и является логически обоснованным.

**Сравнительный анализ содержания** осуществлялся по 92 критериям. Из них 78 взяты из Приложения к Методическим рекомендациям по составу и форме представления сведений о соблюдении Кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах акционерных обществ<sup>9</sup>. Для полноты исследования Российским институтом директоров на основе глав «Принципы корпоративного поведения» и «Урегулирование корпоративных конфликтов» Кодекса корпоративного поведения дополнительно определены 14 критериев.

Практическая значимость такого подхода заключается в том, что 78 критериев рекомендуются ФКЦБ России акционерным обществам в качестве пунктов отчетности о соблюдении Кодекса корпоративного поведения в годовых отчетах и представляют собой положения указанного Кодекса. При этом, 21 критерий из указанных 78 также входит в рекомендуемый ФКЦБ России перечень положений Кодекса корпоративного поведения, соблюдение которых является условием включения ценных бумаг в котировальный список организатора торговли на рынке ценных бумаг<sup>10</sup>.

<sup>9</sup> Утверждены Распоряжением ФКЦБ России от 30 апреля 2003 г. №03-849/р.

<sup>10</sup> См. Приложение к Методическим рекомендациям по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг мониторинга и контроля за соблюдением акционерными обществами положений

## 2. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КОДЕКСОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ И КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ

Кодексы корпоративного управления российских компаний, включенные в исследование, можно разделить на две неравные группы.

К первой группе Российским институтом директоров отнесены документы о принципах корпоративного управления, принятые до появления Кодекса корпоративного поведения. Таковыми являются Уставы корпоративного управления ОАО «Сибнефть» (год принятия – 1998) и ОАО «НК ЮКОС» (2000) и Меморандум корпоративного управления ОАО «Ленэнерго» (2000). Эти документы о принципах корпоративного управления по своей структуре и содержанию значительно отличаются от Кодекса корпоративного поведения. Единственным их достоинством является опережающие по России сроки принятия. Содержательно – это краткие (2-3 страницы) декларации критически малого числа принципов корпоративного управления. Анализ показал, что указанные три документа не являются полноценными кодексами корпоративного управления.

Во вторую группу входят кодексы корпоративного управления российских компаний, которые были разработаны и приняты в период разработки Кодекса корпоративного поведения (2001 - начало 2002 года) или после того, как ФКЦБ России рекомендовала компаниям следовать его положениям (апрель 2002 года). При этом, кодексы корпоративного управления ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат», ОАО «Магнитогорскмежрайгаз» являются сравнительно краткими (2-3 страницы), а Декларация принципов корпоративного управления ОАО «Ростелеком» в объеме одной страницы по существу не является кодексом корпоративного управления<sup>11</sup>.

---

Кодекса корпоративного поведения (утверждены Распоряжением ФКЦБ России от 18.06.2003 N 03-1169/р).

<sup>11</sup> Декларация принципов корпоративного управления ОАО «Ростелеком» содержит обязательство компании разработать и принять до окончания 2003 года кодекс корпоративного поведения.

**Сравнительный анализ структуры кодексов  
корпоративного управления российских компаний и  
Кодекса корпоративного поведения**

Только кодексы корпоративного управления ОАО «НПК Иркут», ОАО «Сибирьтелеком» и ОАО «Уралсвязьинформ» (15% от исследованных) имеют все 10 глав, как это рекомендуется Кодексом корпоративного поведения.

Три кодекса корпоративного управления (15% от исследованных) – ОАО «НПО Сатурн», ОАО «Стойленский ГОК» и ОАО «ЦентрТелеком» - имеют 9 из 10 глав, рекомендованных Кодексом корпоративного поведения.

Два кодекса корпоративного управления (10% от исследованных) - ОАО «АВТОВАЗ» и ОАО «Аэрофлот» - содержат 8 глав из 10.

5% исследованных кодексов корпоративного управления - ОАО «Дальсвязь» имеет 7 глав из 10 глав, рекомендованных Кодексом корпоративного поведения.

Кодексы корпоративного управления ОАО «ОМЗ», ОАО «Сбербанк» и ОАО «Газпром» (15% от исследованных) имеют 6 глав из 10.

Два кодекса корпоративного управления (10% от исследованных) - ОАО «ЕЭС России», ОАО «ТНК» - содержат 5 глав из 10.

ОАО «ММК» и ОАО «Магнитогорскмежрайгаз» (10% от исследованных) имеют кодексы корпоративного управления, состоящие из 4 из 10 глав.

Устав корпоративного управления ОАО «Сибнефть» (5% от исследованных кодексов) содержит 2 главы из 10.

Кодексы корпоративного управления ОАО «Ростелеком», ОАО «Ленэнерго» и ОАО «НК ЮКОС» (15% от исследованных) не являются полноценными с точки зрения рекомендуемой структуры<sup>12</sup>, что отрицательно сказалось и на содержании указанных документов.

В частности, Декларация принципов корпоративного управления ОАО «Ростелеком» имеет только 1 главу из 10 рекомендуемых. Меморандум корпоративного управления ОАО «Ленэнерго» и Устав корпоративного

<sup>12</sup> Это относится также и к Уставу корпоративного управления ОАО «Сибнефть», имеющему зачатки структуры и наименования структурных элементов, однако не всегда обоснованно выделенных.

управления ОАО «НК ЮКОС» не имеют ни одной из рекомендованных Кодексом корпоративного поведения глав.

Исследование позволило сделать предварительные выводы о приоритетности аспектов корпоративного управления для российских компаний, что отражено в частотности включения глав в кодексы корпоративного управления.

В частности, исследование показывает, что наиболее значимыми аспектами корпоративного управления российские компании считают работу с акционерами, включая подготовку и проведение общих годовых собраний акционеров, и раскрытие информации о деятельности акционерного общества. Это подтверждается тем, что главы «Общее собрание акционеров» и «Раскрытие информации об обществе» присутствуют в наибольшем числе кодексов корпоративного управления российских компаний, а именно в 16 из 20 исследованных кодексов корпоративного управления, что составляет 80% от общего числа исследованных кодексов корпоративного управления.

Глава «Совет директоров общества» содержится в 15 из 20 исследованных кодексов (75%). Это свидетельствует о том, что российские компании считают приоритетными вопросы формирования и эффективности деятельности советов директоров.

Глава «Принципы корпоративного управления» включена в 15 из 20 исследованных кодексов корпоративного управления (75%). Это подтверждает правильность прогноза разработчиков Кодекса корпоративного поведения, включивших такую же главу в рекомендованный Кодекс, о высокой потребности российских компаний в конкретно сформулированных основополагающих принципах корпоративного управления.

Главы «Исполнительные органы общества» и «Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества» содержатся в 14 из 20 исследованных кодексов корпоративного управления (70%), что также отражает высокое значение, придаваемое российскими компаниями этим аспектам корпоративного управления.

Перед российскими компаниями менее остро стоят вопросы корпоративных конфликтов - глава «Урегулирование корпоративных конфликтов» присутствует в 8 из 20 исследованных кодексов корпоративного управления (40%).

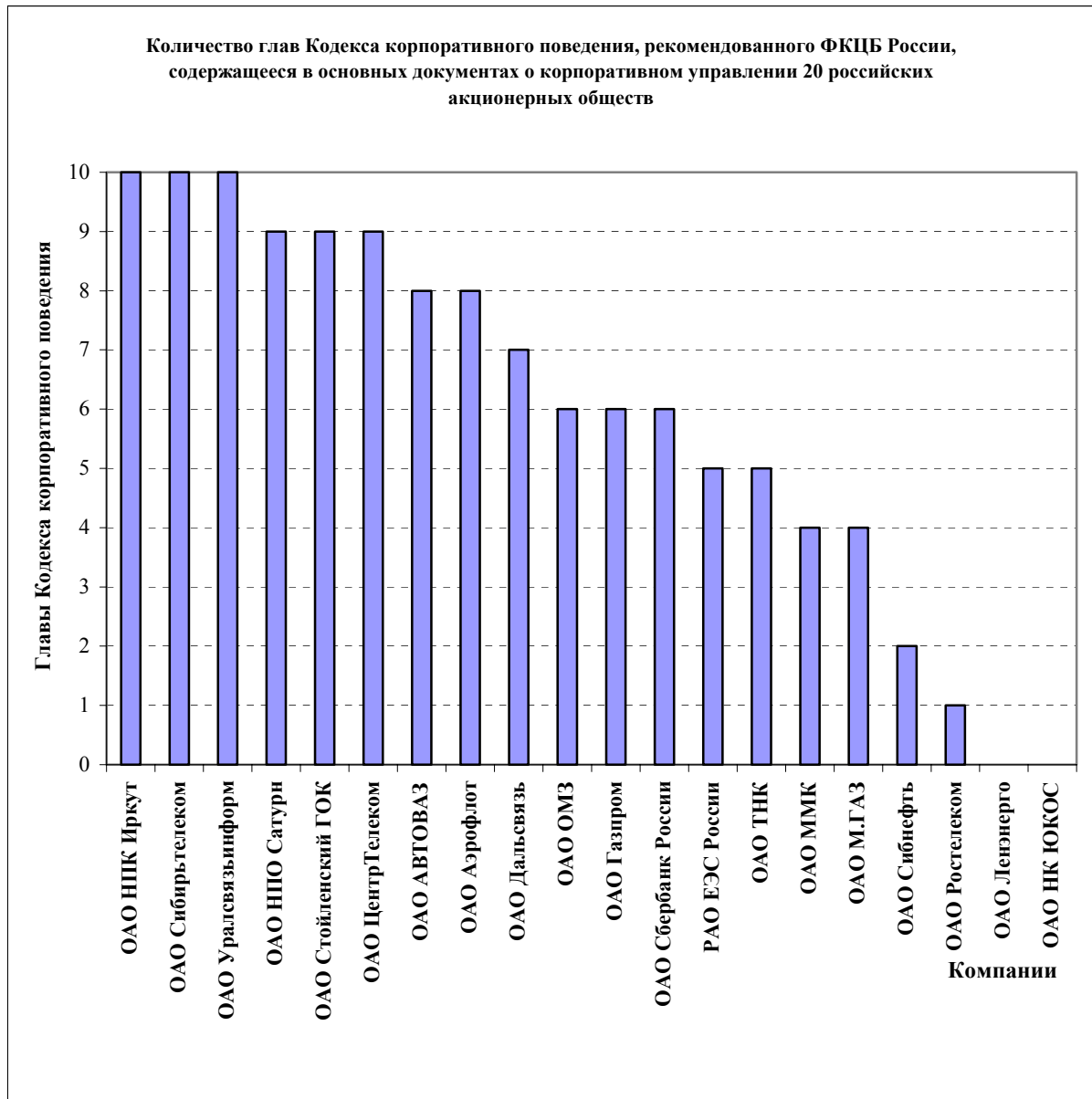
Главы «Дивиденды» и «Существенные корпоративные действия» нашли свое отражение лишь в 7 из 20 исследованных кодексов корпоративного управления (35%).

Глава «Корпоративный секретарь общества» включен в 6 из 20 исследованных кодексов корпоративного управления (30%).

Исследование показало, что в наибольшей степени придерживаются структуры Кодекса корпоративного поведения ОАО «Иркут», ОАО «Сибирьтелеком», ОАО «Уралсвязьинформ», ОАО «НПО Сатурн», ОАО «Стойленский ГОК», ОАО «ЦентрТелеком», ОАО «АВТОВАЗ», ОАО «Аэрофлот». В наименьшей степени следуют рекомендованной структуре кодекса корпоративного управления ОАО «Сибнефть», ОАО «Ростелеком», а также ОАО «Ленэнерго» и ОАО «НК ЮКОС».

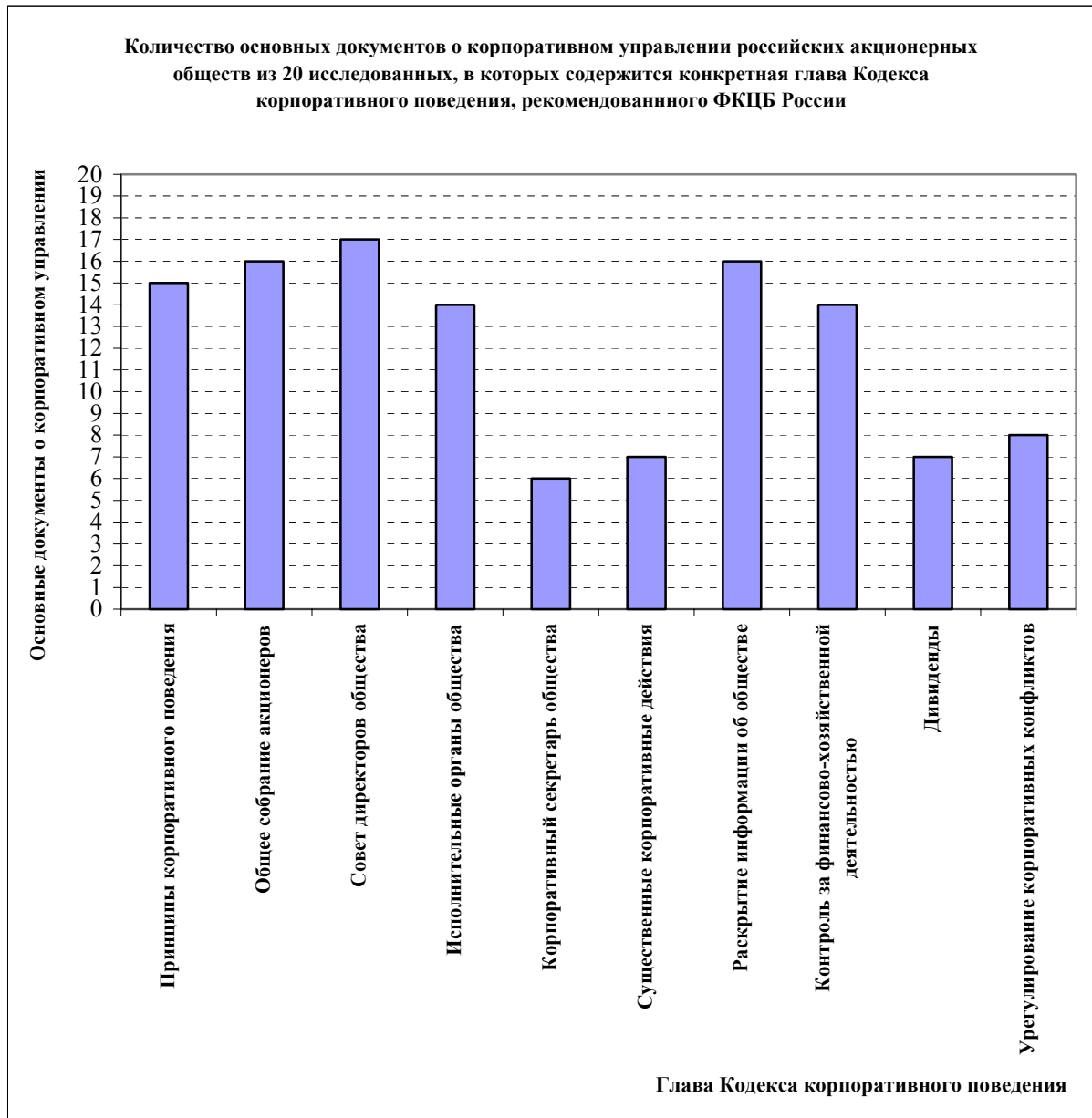
В обобщенном виде результаты данной части исследования представлены в Гистограммах 1 и 2.

## Гистограмма 1





## Гистограмма 2



**Сравнительный анализ содержания кодексов  
корпоративного управления российских компаний и  
Кодекса корпоративного поведения**

Применительно к данной части исследования, необходимо, прежде всего, обратить внимание на соотношение общего объема Кодекса корпоративного поведения и кодексов корпоративного управления российских компаний. Для большинства исследованных кодексов, включая принятые в период разработки или после появления Кодекса корпоративного поведения, характерен относительно небольшой объем. Результатом этого является отражение в кодексах компаний далеко не всех положений, рекомендованных Кодексом корпоративного поведения.

Например, Устав корпоративного управления ОАО «НК ЮКОС» и содержит только 3 из 92 положений Кодекса корпоративного поведения, используемых в качестве критериев исследования содержания кодексов корпоративного управления. Меморандум корпоративного управления ОАО «Ленэнерго» содержит 5 из 92 таких положений.

Исследование выявило компании-лидеры, кодексы корпоративного управления которых в наибольшей степени отражают существенные положения Кодекса корпоративного поведения. Таковыми являются компании сферы телекоммуникаций, зафиксировавшие в своих кодексах корпоративного управления следующее число рекомендуемых положений:

- ОАО «ЦентрТелеком» - 52 из 92
- ОАО «Сибирьтелеком» - 43 из 92
- ОАО «Уралсвязьинформ» - 42 из 92
- ОАО «Дальсвязь» - 30 из 92

Недостатком ряда исследованных кодексов корпоративного управления является наличие в них значительно числа общих и неконкретных положений, которые могут быть интерпретированы по-разному и по существу ничего не добавляют к информации о компании<sup>13</sup>.

<sup>13</sup> Например, следующее положение Раздела «Совет директоров» Кодексов корпоративного управления ОАО «ММК» и ОАО «М.ГАЗ»: *«Существующая система избрания и работы Совета директоров ОАО «ММК» (ОАО «М.ГАЗ») обеспечивает устойчивое и динамичное развитие ОАО «ММК» (ОАО «М.ГАЗ»)*

Исследование дает основания предполагать, что описание принимаемых стандартов корпоративного управления неконкретными или многозначными фразами может свидетельствовать об их отсутствии в реальной практике или декларативном характере стремления компании к действительному их внедрению в практику корпоративного управления.

В 2003 году был утвержден в новой редакции Кодекс корпоративного поведения ОАО «ОМЗ», что является первым в России примером деятельности компаний по дальнейшему совершенствованию кодекса корпоративного управления. Периодический анализ и совершенствование компанией кодекса корпоративного управления является общепринятой международной практикой.

Обращает на себя внимание, что некоторые компании включают в кодексы положения, отсутствующие в Кодексе корпоративного поведения. Представляется, что это обусловлено либо особенностью сферы деятельности компании (например, банковская деятельность), либо потребностями определенного периода развития, в котором находится компания (например, период реструктуризации РАО «ЕЭС России»). Например, Кодекс корпоративного управления ОАО «Сбербанк» включает главы «Взаимоотношения с клиентами банка» и «Взаимоотношения с сотрудниками банка», которые детализируют корпоративную политику компании в отношении сотрудников, клиентов и партнеров. Кодекс корпоративного управления РАО «ЕЭС России» содержит главу «Основные принципы реформирования РАО «ЕЭС России». Также, один из пунктов кодекса корпоративного поведения ОАО «ОМЗ» касается вопроса обеспечения прав и законных интересов акционеров – владельцев АDR.

Результаты данной части исследования в обобщенном виде представлены в Гистограмме 3<sup>14</sup>.

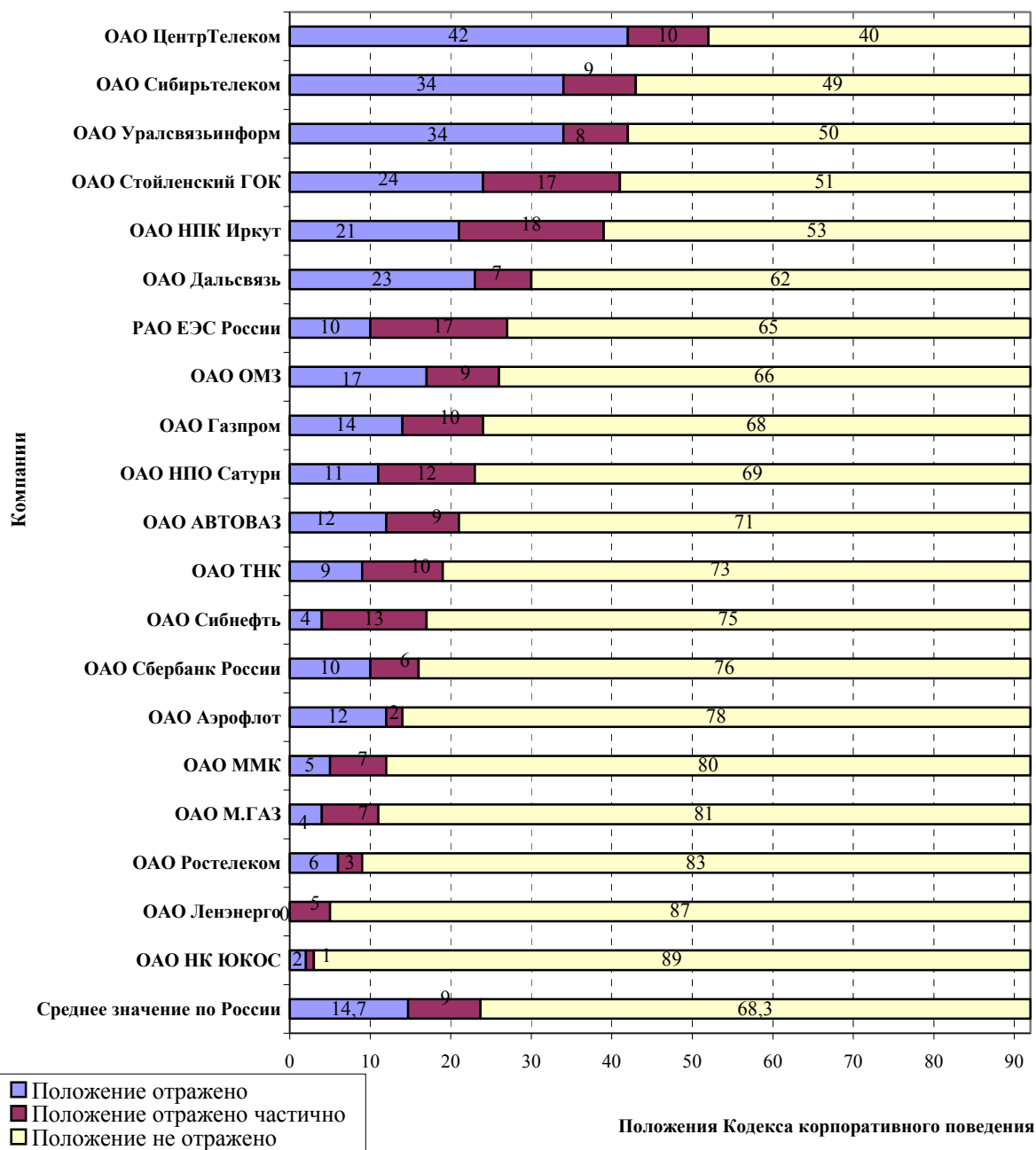
---

*и постоянное увеличение рыночной стоимости акций Общества». При этом иные подробности вопросов системы избрания и работы совета директоров отсутствуют.*

<sup>14</sup> **Обозначения:** "**Положение отражено**" – конкретное положение Кодекса корпоративного поведения представлено в полном объеме, т.е. данная оценка предполагает наиболее полное соответствие Кодексу корпоративного поведения; "**Положение отражено частично**" – положение Кодекса корпоративного поведения отражено не в полном объеме; "**Положение не отражено**" - положение Кодекса корпоративного поведения полностью отсутствует или кодекс корпоративного управления компании содержит положение, не соответствующее Кодексу корпоративного поведения.

### Гистограмма 3

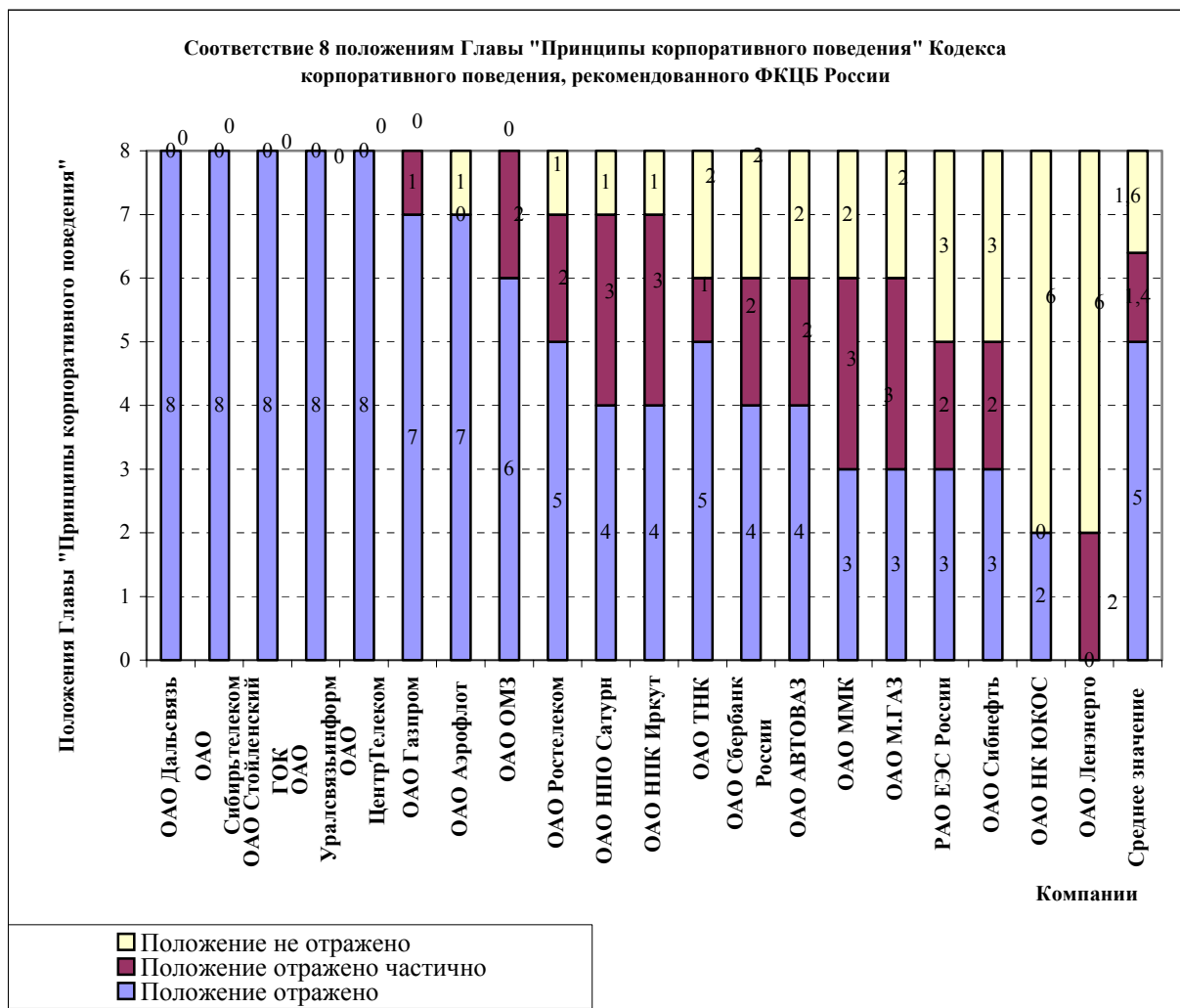
Соответствие кодексов корпоративного управления 20 российских акционерных обществ 92 положениям Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России



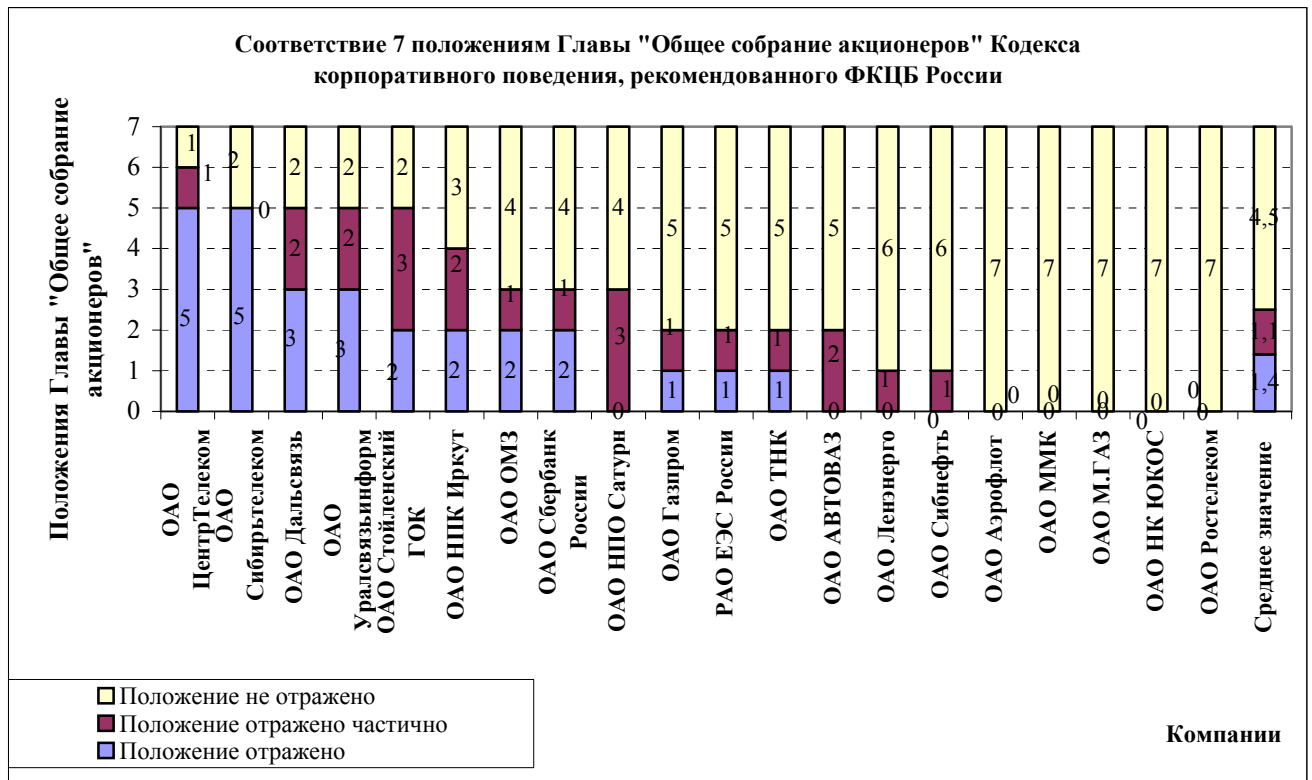
Отдельно исследован вопрос соответствия кодексов корпоративного управления российских компаний положениям каждой из глав Кодекса корпоративного поведения. Это позволило установить, какие аспекты корпоративного управления являются для российских компаний более значимыми, по крайней мере, с точки зрения отражения в кодексах корпоративного управления.

Результаты исследования данного вопроса представлены в Гистограммах с 4 по 13.

Гистограмма 4



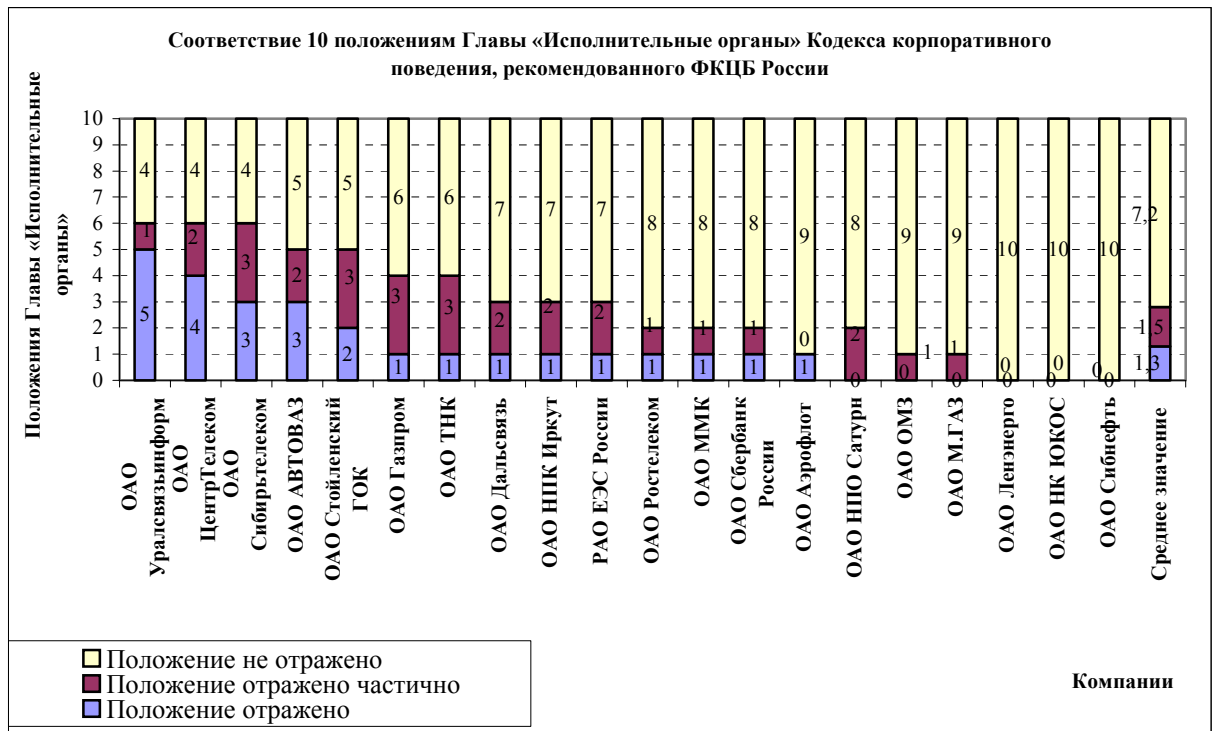
### Гистограмма 5



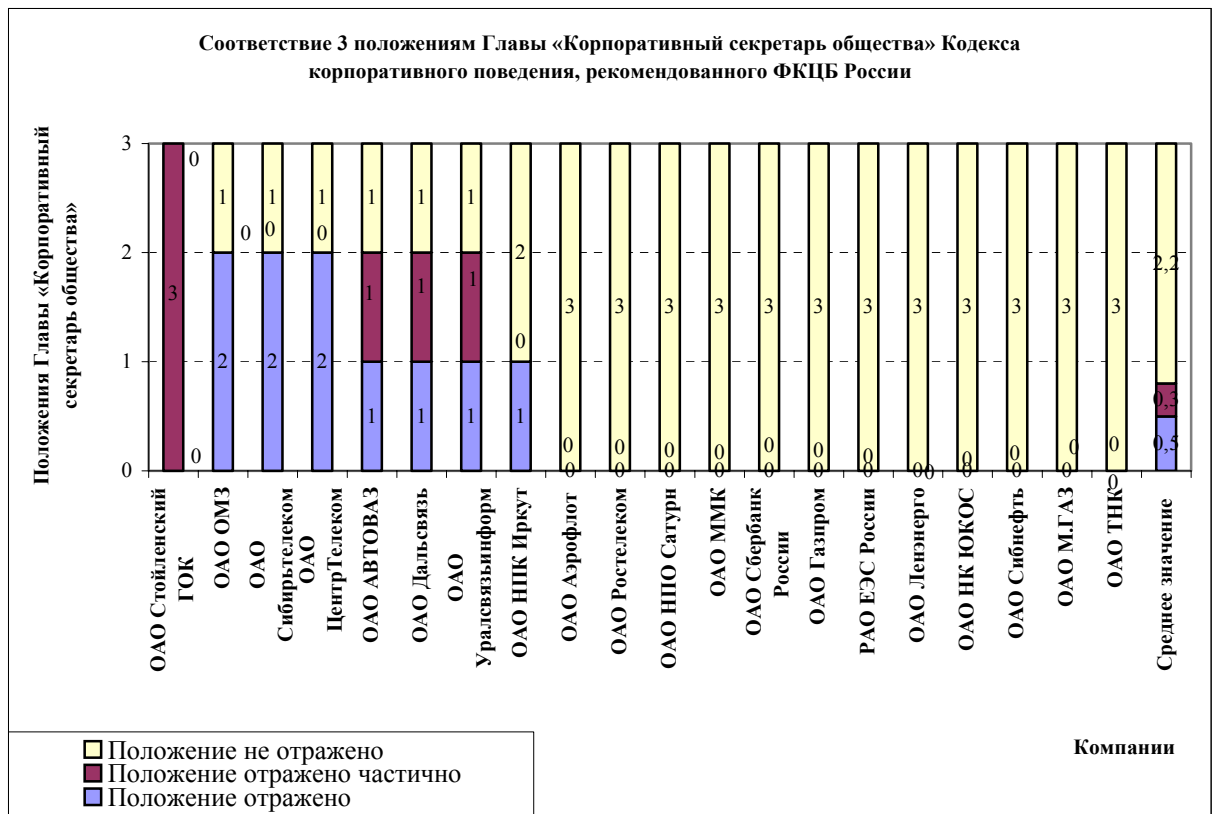
### Гистограмма 6



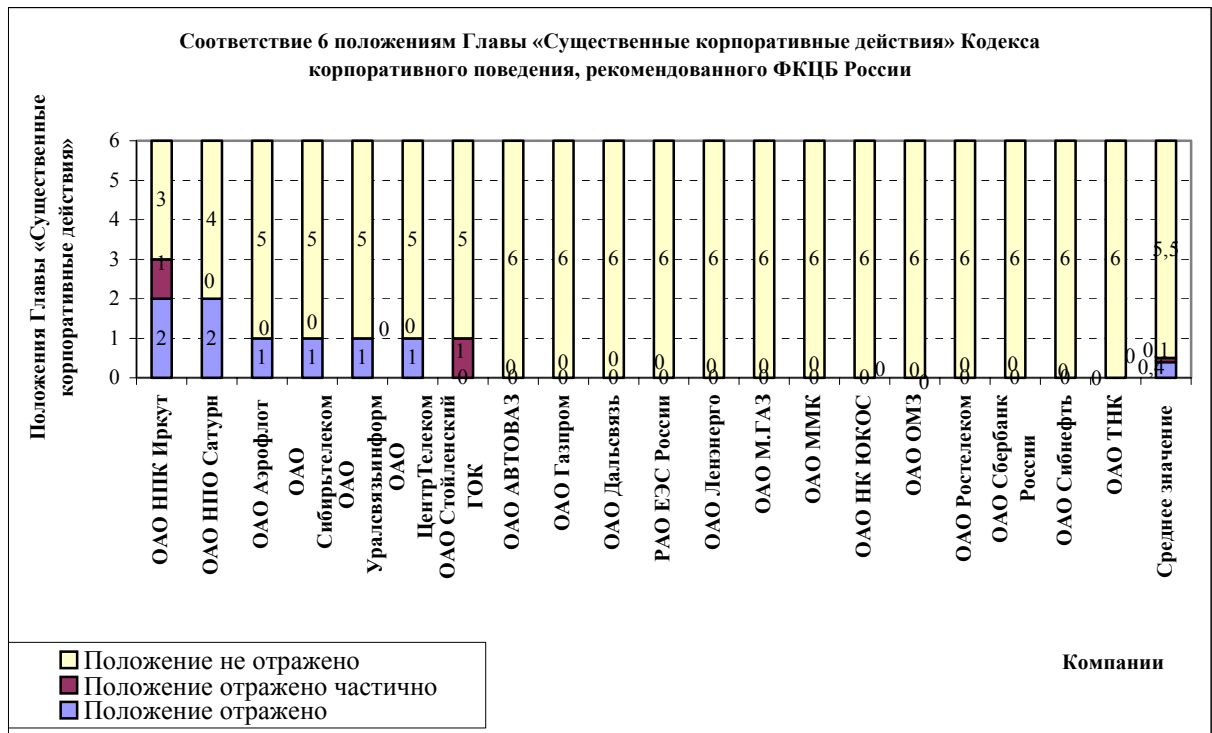
### Гистограмма 7



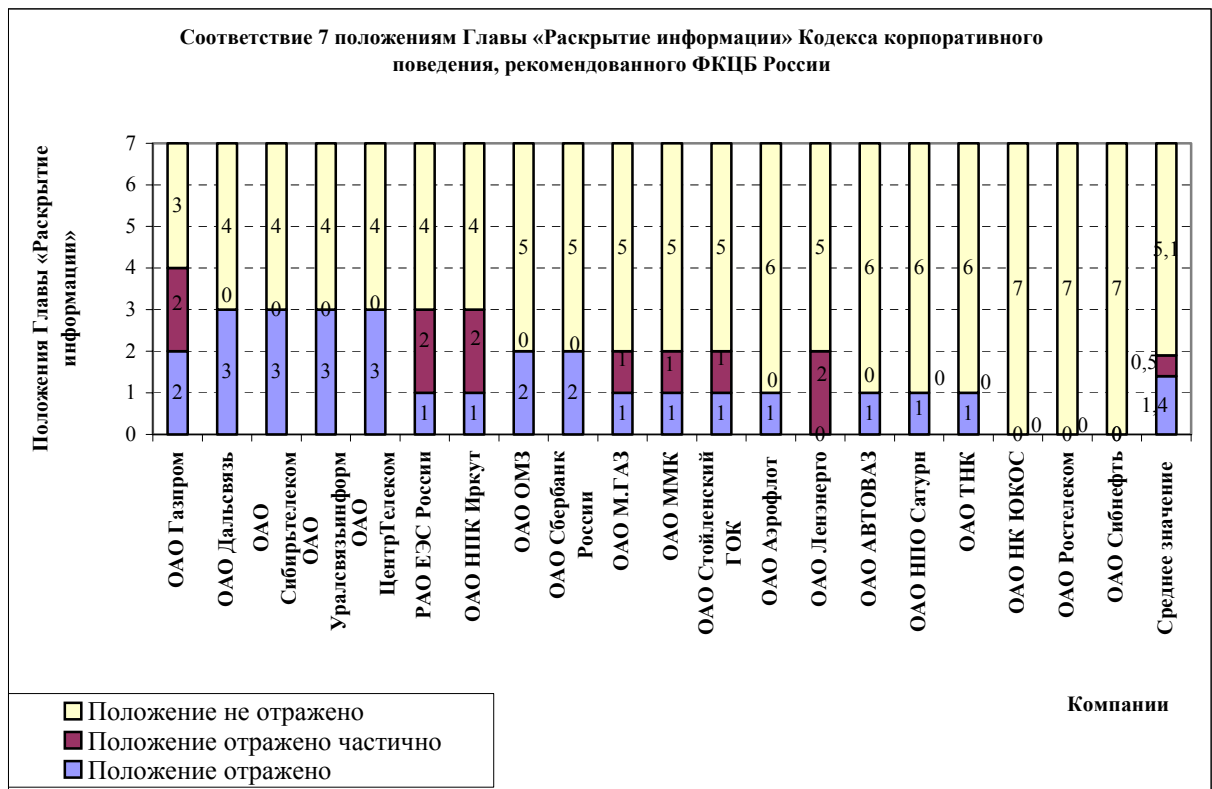
### Гистограмма 8



### Гистограмма 9

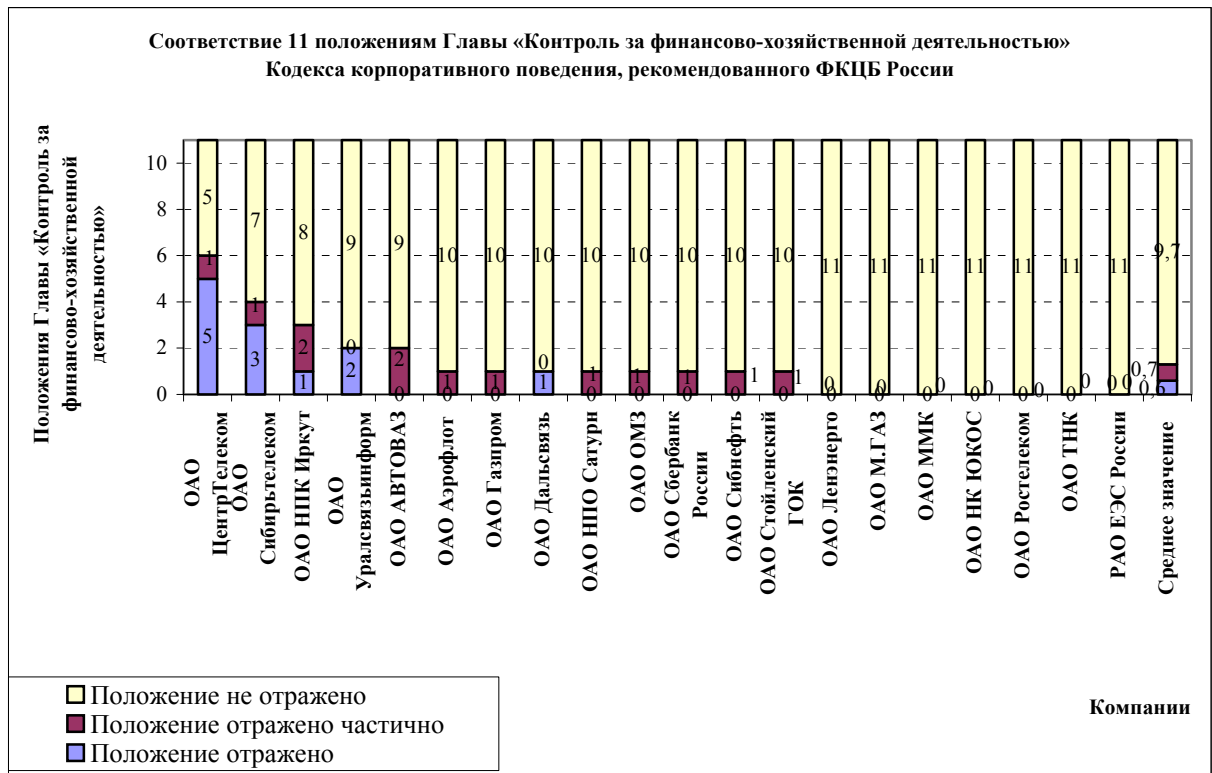


### Гистограмма 10

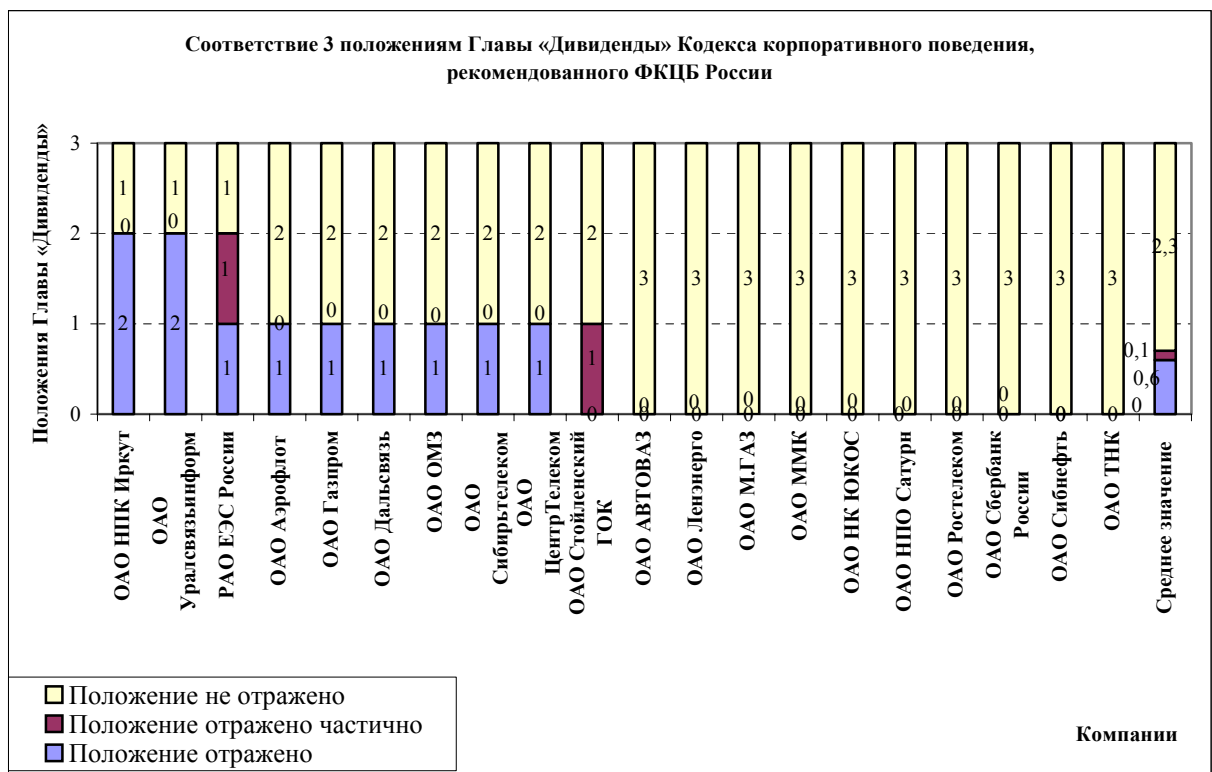




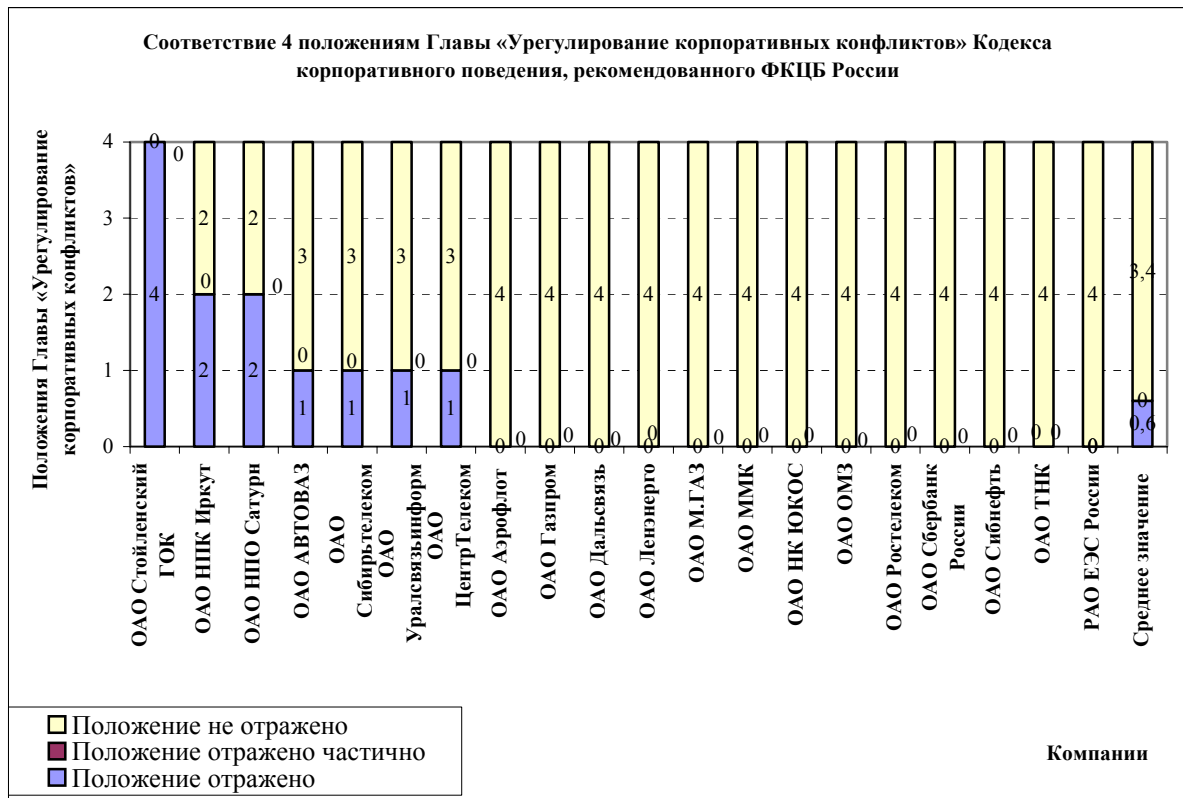
### Гистограмма 11



### Гистограмма 12



Гистограмма 13



## ВЫВОДЫ

Применительно к данной части исследования Российским институтом директоров сделаны следующие выводы:

1. Наличие в Российской Федерации модельного кодекса корпоративного управления – Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг – является существенным фактором процесса принятия кодексов корпоративного управления российскими компаниями как аспекта развития корпоративного управления в России.

В частности, исследование фиксирует:

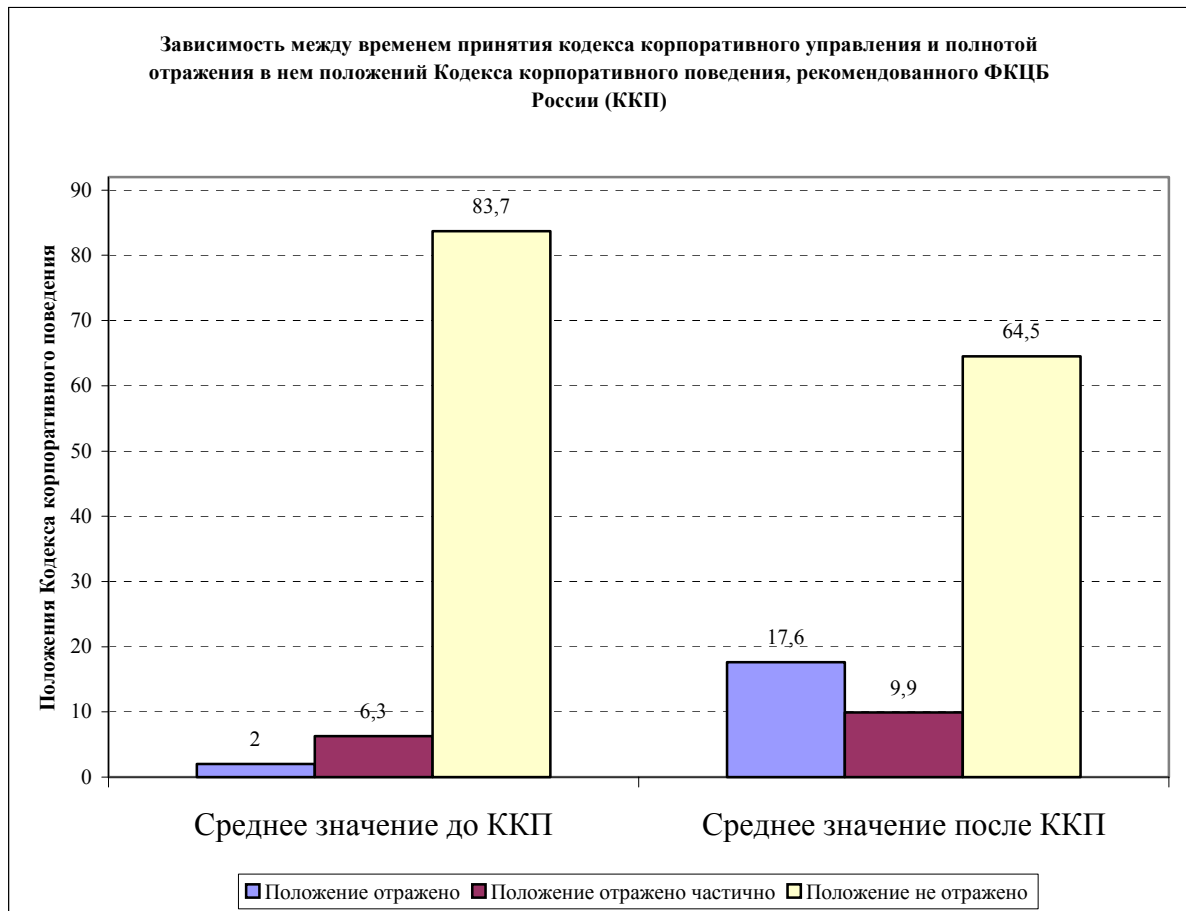
- Резкое увеличение количества кодексов корпоративного управления, принятых российскими компаниями после появления Кодекса корпоративного поведения, по сравнению с периодом до начала разработки Кодекса корпоративного поведения. Из исследованных 20 кодексов корпоративного управления российских компаний только 3 кодекса приняты до 2001 года.
- Значительное улучшение качества содержания кодексов корпоративного управления российских компаний, принятых российскими компаниями после появления Кодекса корпоративного поведения, по сравнению с периодом до начала разработки Кодекса корпоративного поведения. Данный вывод подтверждается гистограммой 14.

Данные, содержащиеся в Гистограмме 14, являются среднеарифметическими значениями полноты отражения положений Кодекса корпоративного поведения в кодексах корпоративного управления российских компаний двух периодов: до<sup>15</sup> и после<sup>16</sup> появления Кодекса корпоративного поведения.

<sup>15</sup> Кодексы корпоративного управления ОАО «Сибнефть», ОАО «НК ЮКОС», ОАО «Ленэнерго».

<sup>16</sup> Остальные 17 кодексов корпоративного управления.

## Гистограмма 14



2. Доля российских акционерных обществ, принявших доступные Российскому институту директоров в период исследования кодексы корпоративного управления, относительно общего числа акционерных обществ-эмитентов, включенных в котировальные листы Московской межбанковской валютной биржи (ММВБ) и биржи РТС, сравнительно мала и, по оценке Российского института директоров, составляет на период исследования 25% (гистограмма 15).

### Гистограмма 15



3. Доля российских акционерных обществ, принявших доступные Российскому институту директоров в период исследования кодексы корпоративного управления, относительно общего числа открытых и закрытых акционерных обществ, запись о которых внесена в Единый государственный реестр юридических лиц<sup>17</sup>, критически мала. По данным Российского института директоров указанная доля составляет 0,01% от 170026 зарегистрированных в России акционерных обществ<sup>18</sup>.

<sup>17</sup> Кроме юридических лиц, прекративших свою деятельность.

<sup>18</sup> См.: Отчет МНС России о работе по государственной регистрации юридических лиц по Российской Федерации по состоянию на 1 октября 2003 года.

### **3. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ ОСНОВНЫХ ДОКУМЕНТОВ О ПРИНЦИПАХ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ГРУППЫ ЗАПАДНЫХ КОМПАНИЙ - ЛИДЕРОВ В СФЕРЕ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ**

Российским институтом директоров был проведен сравнительный анализ основных документов о принципах корпоративного управления шести западных компаний-лидеров в сфере корпоративного управления и Кодекса корпоративного поведения:

- British Petroleum (Великобритания)
- British Telecom (Великобритания)
- General Electric (США)
- General Motors (США)
- Intel (США)
- Pfizer (США)

Исследованы документы указанных выше компаний о принципах их корпоративного управления и размещенные на корпоративных интернет-сайтах. Исследование показало, что документы о принципах корпоративного управления перечисленных компаний не охватывают всех аспектов корпоративного управления и, в том числе, поэтому не называются кодексами<sup>19</sup>. В связи с этим, Российским институтом директоров были использованы страницы интернет-сайтов, содержащие информацию о принципах корпоративного управления, удовлетворяющую в совокупности следующим требованиям:

- Наличие совокупности принципов, стандартов корпоративного управления, но не разрозненные фрагменты в рамках текстов, непосредственно не относящихся к корпоративному управлению;

---

<sup>19</sup> Несмотря на то, что документ о корпоративном управлении General Motors в литературе, исследованиях и некоторыми специалистами называется кодексом, по существу он таковым не является, так как имеет название Guidelines on significant corporate governance issues и отражает только отдельные аспекты корпоративного управления.

- Долговременность информации, ее нацеленность на регулирование вопросов корпоративного управления в течение относительно продолжительного периода времени в будущем, но не являющаяся отчетностью о практике корпоративного управления;
- Информация, не являющаяся внутренними документами компании, такими как положения (charters), ключевые процедуры (key practices) или технические задания (terms of reference).

Таким образом, в качестве информации, относящейся к целям исследования, выступают документы, именуемые исследуемыми компаниями Corporate Governance Principles или Guidelines<sup>20</sup>.

## ВЫВОДЫ

Применительно к данной части исследования Российским институтом директоров сделаны следующие выводы:

- Исследованные документы характеризуются относительно небольшим объемом. Данная характеристика также присуща части исследованных кодексов корпоративного управления российских компаний.
- Исследованные документы подтверждают наличие в практике иностранных компаний более четкого разделения документов о принципах корпоративного управления и иных документов<sup>21</sup>, что свидетельствует об общности понимания бизнес сообществом специфики корпоративного управления. Таким образом, Российский институт директоров подтверждает выводы исследований данной проблемы, сделанные, например, в Comparative Study of Corporate Governance Codes relevant to the European Union and its Member States<sup>22</sup>, в котором отмечено, что корпоративное управление (corporate governance) не должно смешиваться с вопросами управления бизнесом (management), хотя и связано с ним.

<sup>20</sup> Соответственно была использована информация, содержащаяся в: General Electric Governance Principles, General Motors Guidelines on Significant Corporate Governance Issues, Intel Corporation Board of directors Guidelines on Significant Corporate Governance Issues, Pfizer Corporate governance: Principles, British Telecom Governance, British Petroleum Corporate Governance.

<sup>21</sup> Как правило, называемых Standards of Business Ethics and Conduct, Business practices и т.п.

<sup>22</sup> [http://www.europa.eu.int/comm/internal\\_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt\\_en.htm](http://www.europa.eu.int/comm/internal_market/en/company/company/news/corp-gov-codes-rpt_en.htm)

- ❑ Документам о принципах корпоративного управления исследованных иностранных компаний свойственна особенность, отсутствующая у большей части исследованных кодексов корпоративного управления российских компаний и заключающаяся в большей степени концентрации информации, чем это свойственно российским аналогам. В частности, для документов о принципах корпоративного управления исследуемых иностранных компаний в целом не характерно наличие общих фраз, присутствующих в кодексах корпоративного управления российских компаний. Одной из возможных причин отмечаемого различия может быть специфика национальной культуры и языка, на котором излагается кодекс корпоративного управления.
- ❑ Для шести исследованных документов о принципах корпоративного управления иностранных компаний характерно следующее :
  - Выделение относительно небольших структурных элементов (разделов, глав) документов о принципах корпоративного управления, обособленных по смыслу;
  - Четкие названия таких структурных элементов, точно отражающие их содержание;
  - Наличие в документах логичной суб-структуры.
- ❑ Сфера регулирования исследованных документов о принципах корпоративного управления западных компаний, как правило, ограничивается аспектами деятельности совета директоров и его взаимоотношений с менеджментом. Общим признаком всех исследованных документов о принципах корпоративного управления западных компаний является наличие следующих положений:
  - Критерии членства в совете директоров, в том числе квалификационные требования к кандидатам в члены совета директоров;
  - Наличие в составе совета директоров большинства независимых директоров, описание критериев независимости или указание на источник, в соответствии с которым устанавливается независимость;
  - Вознаграждение членов совета директоров и менеджмента;



- Положения о комитетах совета директоров, включая их перечень, функции, особенности состава - указание на присутствие независимых директоров;
- Вопросы функционирования совета директоров, и в частности роль совета директоров, функции совета директоров, порядок подготовки и проведения заседаний совета директоров;
- Отношения совета директоров с первым лицом в иерархии менеджмента (CEO) и высшим менеджментом.

Одной из причин концентрации исследуемых документов на аспектах деятельности совета директоров и его взаимоотношений с менеджментом является принадлежность этих компаний к англо-американской модели корпоративного управления. Среди ее основных особенностей - высокая распыленность акционерного капитала, ориентация большинства инвесторов на краткосрочные цели, на получение дохода за счет курсовой разницы. Следствием этого является:

- ориентация высших менеджеров, вынужденных учитывать ожидания инвесторов, преимущественно на краткосрочные цели;
- очень часто они избегают принимать меры, которые могут привести к снижению, пусть даже и кратковременному, курсовой стоимости акций компании;
- значительные стимулы к «приукрашиванию» финансовой отчетности со стороны менеджеров.

Тенденцией формирования состава совета директоров является преобладание в них независимых директоров. Увеличение доли независимых директоров в общей численности советов директоров – общая тенденция последних двух десятилетий в американских компаниях.

Эти особенности являются причинами детального описания состава, вопросов функционирования совета директоров и его отношений с менеджментом в исследованных основных документах о принципах корпоративного управления западных компаний. Этот факт подтвержден исследованием Российского института директоров.

- ❑ Исследованные документы не содержат положений, посвященных раскрытию информации, существенным корпоративным действиям, дивидендам и урегулированию корпоративных конфликтов, что составляет значительную часть Кодекса корпоративного поведения.
- ❑ Британские компании British Petroleum, British Telecom, в отличие от американских, уделяют внимание и вопросам взаимоотношений с акционерами.
- ❑ Исследование выявило положения, которые включаются западными компаниями в документы о принципах корпоративного управления, но не входят в Кодекс корпоративного поведения и не включаются российскими акционерными обществами в их кодексы корпоративного управления.

Таковыми позициями являются:

- Ограничения по количеству иных советов директоров, членом которых может быть член совета директоров конкретной компании<sup>23</sup>, <sup>24</sup>.
- Наличие фигуры ведущего независимого директора (Lead Independent Director), ответственного за координацию деятельности других независимых директоров<sup>25</sup>.
- Проведение регулярных сессий, 2 – 3 раза в год, независимых директоров без присутствия менеджмента для обсуждения важнейших вопросов деятельности совета директоров.
- Периодичность заседаний комитетов совета директоров, как правило, не менее 4 – 6 раз в год.
- Регулярная самооценка совета директоров и комитетов совета директоров.
- Постоянное обучение членов совета директоров в целях улучшения деятельности совета директоров и его комитетов, а также специальные программы для новых членов совета директоров в целях знакомства с компанией.
- Предельный возраст пребывания в качестве члена совета директоров.
- Планирование преемственности первого лица в иерархии менеджмента компании (CEO).

---

<sup>23</sup> Одно из положений Кодекса корпоративного поведения содержит рекомендацию совету директоров разработать для своих членов правила их участия в работе советов директоров других обществ. Однако в исследованных документах российских акционерных обществ, посвященных вопросам корпоративного управления, данное положение не отражено.

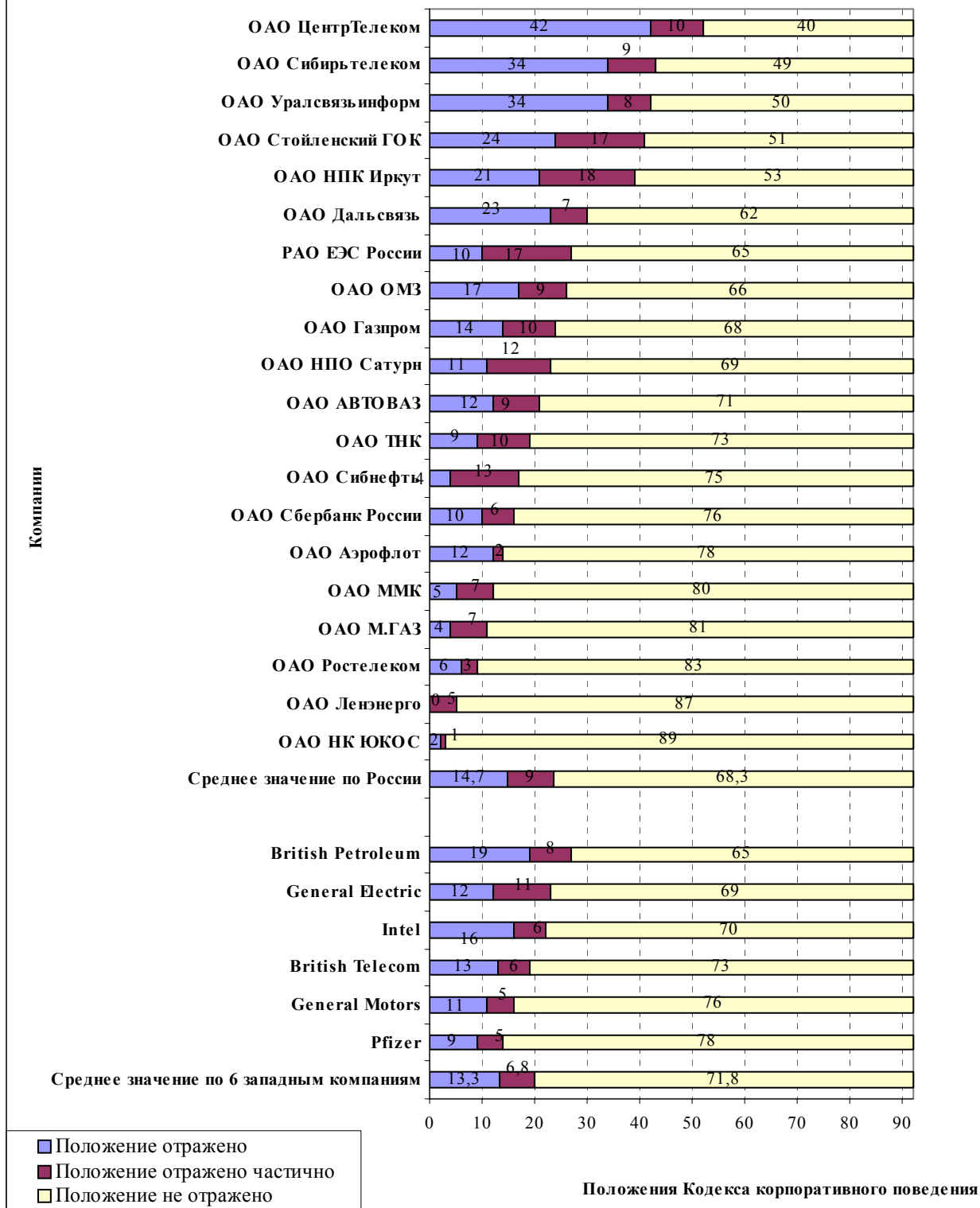
<sup>24</sup> Например, General Electric: не более 2 иных советов директоров для директоров, которые также являются CEO или занимают эквивалентные позиции; General Motors: не более 4 иных советов директоров для non-employee directors.

<sup>25</sup> Ряд исследователей считают наличие такого лица отступлением от принципа, согласно которому председатель совета директоров должен быть независимым директором.

- ❑ По итогам сравнительного анализа кодексов корпоративного управления российских компаний и Кодекса корпоративного поведения, а также сравнительного анализа основных документов о принципах корпоративного управления западных компаний-лидеров в сфере корпоративного управления и Кодекса корпоративного поведения, Российским институтом директоров произведено сопоставление полученных результатов, отраженное в гистограмме 16.
- ❑ Основным выводом является заключение о том, что структура и качество исследованных кодексов корпоративного управления российских компаний в значительной степени сопоставимы с основными документами о принципах корпоративного управления шести западных компаний-лидеров в сфере корпоративного управления. При этом среднеарифметические показатели соответствия 92 основным положениям Кодекса корпоративного поведения практически не различаются.
- ❑ Отличием является критически большой разрыв между российскими компаниями-лидерами и компаниями-аутсайдерами с точки зрения соответствия указанным 92 положениям и практическое отсутствие лидеров и аутсайдеров среди исследованных западных компаний.

Гистограмма 16

Соответствие кодексов корпоративного управления 20 российских акционерных обществ и 6 западных компаний 92 положениям Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России



#### 4. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ И ПРИНЦИПОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ОРГАНИЗАЦИИ ПО ЭКОНОМИЧЕСКОМУ СОТРУДНИЧЕСТВУ И РАЗВИТИЮ (ОЭСР)

Принципы корпоративного управления ОЭСР (далее – Принципы ОЭСР)<sup>26</sup> приняты на заседании Совета ОЭСР на уровне министров 26 – 27 мая 1999 года, представляют собой инициативу, впервые проявленную межгосударственной организацией с целью разработки ключевых элементов надлежащего режима корпоративного управления, и ориентированы на компании, чьи акции свободно обращаются на рынке. Как отмечено в самых Принципах ОЭСР, они также могут быть полезным инструментом совершенствования корпоративного управления и в компаниях, не котирующихся на бирже.

Во введении к Кодексу корпоративного поведения отмечено, что его положения основываются на Принципах ОЭСР.

Сравнительному анализу подвергнуты объем, структура и содержание, в том числе сфера регулирования, Принципов ОЭСР и Кодекса корпоративного поведения.

#### ВЫВОДЫ

- ❑ Исследование показало, что Принципы ОЭСР значительно меньше по объему, чем Кодекс корпоративного поведения. Это объясняется различиями в сферах регулирования обоих документов, а также степенью детализации.

Применительно к Принципам ОЭСР изначально предполагалось, что они будут краткими, понятными и доступными для международного сообщества.<sup>27</sup> Кодекс корпоративного поведения отличается значительной подробностью рекомендаций. Разработчики Кодекса корпоративного поведения целевым образом отмечали, что для российских условий нужна высокая степень детализации, поскольку объем нормативной базы, регулирующей процесс корпоративного управления, относительно невелик, особенно в сравнении с другими странами, и она содержит недостаточно положений процедурного характера.

<sup>26</sup> [www.oecd.org](http://www.oecd.org)

<sup>27</sup> См.: Вступление к Принципам ОЭСР.

- ❑ Сравнимые документы имеют эволюционную природу, что предполагает регулярные изменения, определяемые изменяющейся практикой корпоративного управления<sup>28</sup>. Более того, позиция разработчиков Кодекса корпоративного поведения заключалась в том, чтобы посредством включения той или иной рекомендации в этот документ проводить ее проверку на практике, а затем либо включать рекомендацию в нормативные правовые акты (т.е. придание ей обязательной силы), либо, в случае ее неподтверждения практикой – исключать ее из Кодекса корпоративного поведения и заменять новой, обеспечивая, таким образом, процесс обновления Кодекса корпоративного поведения одновременно с совершенствованием нормативной правовой базы.
- ❑ Влияние содержания Принципов ОЭСР на содержание Кодекса корпоративного поведения очевидно, поскольку часть его положений тождественна Принципам ОЭСР или развивает и дополняет их. Это относится, прежде всего, к разделам «Права акционеров», «Равное отношение к акционерам», «Раскрытие информации и прозрачность» и «Обязанности правления».
- ❑ Принципы ОЭСР и Кодекс корпоративного поведения имеют ряд различий. Так, сфера регулирования Кодекса корпоративного поведения включает больше аспектов корпоративного управления, чем Принципы ОЭСР и содержит подробные рекомендации в таких областях, как исполнительные органы, корпоративный секретарь<sup>29</sup>, существенные корпоративные действия<sup>30</sup>, дивиденды, урегулирование корпоративных конфликтов, а также выделенные в отдельную главу рекомендации, касающиеся контроля за финансово-хозяйственной деятельностью.

---

<sup>28</sup> Так, в настоящее время подготовлен проект измененных и дополненных Принципов ОЭСР.

<sup>29</sup> Принципы ОЭСР дважды упоминают секретаря компании, но не содержат выделенных в отдельный блок положений о нем или выраженных иным образом положений, определяющих роль и функции секретаря.

<sup>30</sup> В этой части Принципы ОЭСР содержат принцип, касающийся поглощений, слияний и продажи значительной части активов.

## 5. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ И ПРИНЦИПОВ И РЕКОМЕНДАЦИЙ ПО КОРПОРАТИВНОМУ УПРАВЛЕНИЮ ЕВРОПЕЙСКОЙ АССОЦИАЦИИ ДИЛЕРОВ ЦЕННЫХ БУМАГ

Европейская ассоциация дилеров (the European Association of Securities Dealers) (далее – EASD)<sup>31</sup> объединяет финансовых посредников, юристов, бухгалтеров, специалистов по связям с инвесторами (investor relations) и других лиц. EASD поддержала создание в 1996 году EASDAQ – аналога американского NASDAQ.

Принципы и рекомендации по корпоративному управлению EASD (EASD Corporate Governance Principles and Recommendations) (далее – Принципы EASD) одобрены Советом директоров EASD в марте 2000 года. Необходимо отметить, что, в свою очередь, Совет директоров EASDAQ принял Принципы EASD в качестве приложения к своим правилам как рекомендуемый стандарт для компаний, включенных в листинг EASDAQ. Представляется целесообразным проведение сравнительного анализа Принципов EASD и Кодекса корпоративного поведения.

### ВЫВОДЫ

Структура Принципов EASD во многом аналогична Принципам ОЭСР. Соответственно Принципы EASD разделены на две части: Принципы и Рекомендации. Так, 10 принципов корпоративного управления выделены в очень краткий раздел «Принципы», содержащий только принципы. Раздел «Рекомендации» содержит указание принципа и последующие комментарии к нему.

Характерной чертой Принципов EASD является наибольшая краткость из исследованных модельных документов о принципах корпоративного управления<sup>32</sup>. По этой причине, а также с учетом значительной детализации Кодекса корпоративного поведения, признано целесообразным результаты сравнения представить в таблице 1, в основу которой положены 10 принципов корпоративного управления EASD.

<sup>31</sup> [www.easd.com](http://www.easd.com)

<sup>32</sup> Вместе с тем, в Преамбуле к Принципам EASD утверждается, что они являются более детализированными, в частности, чем Принципы ОЭСР. Однако, по нашему мнению, для такого утверждения нет оснований.

Таблица 1

Сравнение Принципов и рекомендаций по корпоративному управлению EASD (EASD Corporate Governance Principles and Recommendations) и Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России			
<p><b>Сокращения:</b> Принципы EASD – Принципы и рекомендации по корпоративному управлению EASD; ФЗ об АО – Федеральный закон от 26.12.1995 №208-ФЗ «Об акционерных обществах»; ККП - Кодекс корпоративного поведения, рекомендованный ФКЦБ России; ОСА – общее собрание акционеров; СД – совет директоров</p>			
№ п/п	Принцип корпоративного управления EASD	Наличие принципа корпоративного управления EASD в Кодексе корпоративного поведения (ККП)	Примечание
1	Акционеры обладают основными правами, которые должны быть защищены. Они имеют право на точную и своевременную информацию и надлежащие формы участия в принятии решений, затрагивающих компанию и их самих.	Отражено	См. п.1 главы 1 ККП
2	Необходимо содействовать участию акционеров в общих собраниях, а проблемы, связанные с коллективными действиями, разрешать посредством соответствующих механизмов.	Отражено	См. п.2 главы 1 ККП
3	Отклонения от принципа «одна акция – один голос» должны избегаться, а в случае их существования – раскрываться.	Отражено	Согласно императивной норме ФЗ об АО голосование на ОСА осуществляется по принципу «одна голосующая акция – один голос», за исключением случая проведения кумулятивного голосования по выборам членов СД
4	Контролирующим акционерам следует уделять должное внимание интересам миноритарных акционеров.	Не отражено	



	Миноритарные акционеры не должны необоснованно сдерживать принятие решений акционерами.		
5	Следуя долгосрочным интересам компании, советы директоров являются субъектами, осуществляющими направляющую и контролирующую функции, за выполнение которых они ответственны перед акционерами. Положение о работе и процедурах деятельности совета директоров должно способствовать реализации этих функций.	Отражено	Различны требования к периодичности проведения заседаний СД (ККП – не реже одного раза в 6 недель; Принципы EASD – как минимум один раз в 6 месяцев (must meet) и как минимум один раз в 3 месяца (should meet)). Принципы EASD требуют раскрытия имен членов СД, которые лично не посещали как минимум 75% заседаний СД (ККП подобного положения не содержит).
6	Формирование совета директоров и комитетов совета директоров должно быть сбалансированным, а назначения и политика вознаграждения – прозрачными.	Отражено	Принципы EASD в отличие от ККП не содержат критериев независимости членов СД и рекомендации по количеству членов СД, являющихся независимыми директорами.
7	Менеджмент должен обладать достаточной свободой, чтобы предлагать и вводить в действие корпоративную стратегию. Ее мотивация, по мере возможности, должны согласовываться с мотивами компании и акционеров в целом.	Отражено	См. п. 4 главы 1 ККП См. главу 4 ККП
8	Соответствующее, своевременное, точное и понятное раскрытие существенной информации, необходимое для надлежащей оценки положения в компании, должно осуществляться. Внутренний контроль должен обеспечивать целостность (integrity) корпоративной информации. Независимая проверка и удостоверение существования надлежащего контроля и целостности информации, в особенности раскрытой информации, должно	Отражено (в части раскрытия информации) Не отражено (в остальной части)	См. п.5 главы 1 ККП См. главу 7 ККП

	быть достигнуто в как можно более полной степени.		
9	Следует избегать конфликтов интересов. В случаях, когда это невозможно, с ними нужно надлежащим образом справляться, информация о них должна раскрываться.	Отражено	См. пп. 3.1.4 главы 3 КПП См. пп. 3.1.4. главы 4 КПП
10	Необходимо позволить функционировать рынку корпоративного контроля эффективным и прозрачным образом. Барьеры поглощения не должны ограждать менеджмент, совет директоров и влиятельных акционеров от ответственности.	Отражено	См. п. 2 главы 6 КПП

## 6. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ И КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ГЕРМАНИИ (GERMAN CODE OF CORPORATE GOVERNANCE)

Частью исследования является сравнительный анализ Кодекса корпоративного поведения и Кодекса корпоративного управления Германии (German Code of Corporate Governance) (далее – GCCG)<sup>33</sup>. Сравнению подвергнуты объем, структура и содержание.

GCCG разработан и утвержден 6 июня 2000 года Берлинской инициативной группой, участниками которой являлись представители научного сообщества, члены органов управления компаний, юристы.

### ВЫВОДЫ

❑ Структурное построение GCCG сопоставимо со структурой Кодекса корпоративного поведения. Оба документа основаны на выделении относительно крупных разделов, посвященным важнейшим аспектам корпоративного управления (наблюдательный совет, правление и пр.), которые в дальнейшем подразделяются на более мелкие фрагменты, посвященные частным вопросам.

Вместе с тем, GCCG отличает наличие двух разделов, посвященных особенностям корпоративного управления в закрытых компаниях без публичной подписки на акции (private companies) и группах компаний. Это обусловлено тем, что в GCCG стандарты корпоративного управления сформулированы в общем виде, без учета особенностей указанных типов компаний, к которым, тем не менее, они могут быть применены.

❑ Завершающей частью GCCG являются 11 тезисов о корпоративном управлении, которые представляют собой своего рода резюме этого документа.

❑ Объем GCCG значительно меньше, чем Кодекса корпоративного поведения.

❑ По содержанию GCCG менее детализирован, чем Кодекс корпоративного поведения. Особенности GCCG являются следующие:

<sup>33</sup> [www.gccg.de](http://www.gccg.de)

- Последовательность изложения рекомендаций GCCG: положения, регулирующие комплекс вопросов относительно правления расположены раньше, чем положения о статусе и деятельности наблюдательного совета и правах акционеров.

Последовательность изложения в значительной степени отражает систему приоритетов применительно к аспектам корпоративного управления.

Представляется, что акцент GCCG сделан, прежде всего, на вопросах, связанных с правлением потому, что в понимании разработчиков GCCG, действия правления решающим образом определяют успех компании.

Для Кодекса корпоративного поведения свойственен иной подход, который условно можно определить как иерархический. Последовательность изложения рекомендаций в Кодексе корпоративного поведения обусловлена местом того или иного органа в системе органов управления акционерным обществом и соответствующей ему степени сложности принимаемых органом решений. Например, сначала излагаются положения, посвященные общему собранию акционеров как высшему органу управления акционерного общества, затем – посвященные совету директоров, и далее – исполнительным органам.

- ❑ Большое внимание в GCCG уделяется описанию процедуры формирования правления. В частности, детализирована процедура назначения членов правления и соответствующая роль наблюдательного совета.
- ❑ GCCG предусматривает активную роль сотрудников компании в корпоративном управлении<sup>34</sup>. Кодекс корпоративного поведения не предусматривают участия сотрудников компаний в формировании совета директоров или иного органа управления.

<sup>34</sup> В Германии, что отражено в GCCG, сотрудники компаний с численностью сотрудников от 500 до 2000 человек и более 2000, за исключением специальных правил, применяемых к угольной, металлургической и стальной промышленности, избирают 1/3 или 1/2 членов наблюдательного совета соответственно. Среди государств – членов ЕС, кроме Германии, такое право сотрудников предусматривается также в Австрии, Дании, Люксембурге, Швеции. В Финляндии и Франции такое право может быть предоставлено.

- Сферы регулирования исследуемых документов – различны. GCGG, в отличие от Кодекса корпоративного поведения не содержит рекомендаций относительно корпоративного секретаря компании, существенных корпоративных действий<sup>35</sup>, контроля за финансово-хозяйственной деятельностью<sup>36</sup>, дивидендов и урегулирования корпоративных конфликтов.

Кроме того, GCGG значительно менее детализирован в отношении порядка проведения общего собрания акционеров.

## 7. СРАВНИТЕЛЬНЫЙ АНАЛИЗ КОДЕКСА КОРПОРАТИВНОГО ПОВЕДЕНИЯ И КОДЕКСА ПЕРЕДОВОЙ ПРАКТИКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ЮЖНОЙ КОРЕИ (CODE OF BEST PRACTICE FOR CORPORATE GOVERNANCE OF KOREA)

Российским институтом директоров проведен сравнительный анализ Кодекса корпоративного поведения и Кодекса передовой практики корпоративного управления Южной Кореи (Code of Best Practice for Corporate Governance of Korea) (далее - Кодекс Южной Кореи)<sup>37</sup>.

В проведенном международной консалтинговой компанией McKinsey исследовании корпоративного управления на развивающихся рынках<sup>38</sup>, в сферу которого были включены компании шести развивающихся стран<sup>39</sup>, отмечается, что одним из факторов, обеспечившим преимущество южнокорейских и малазийских корпораций, является большая развитость и устойчивость рынков капитала в этих странах. Это подтверждается большим числом иностранных инвесторов, которые предъявляют спрос на хорошее корпоративное управление.

Среди развивающихся стран южнокорейские компании выделяются одними из самых высоких показателей корпоративного управления.

<sup>35</sup> За исключением предусмотренного подразделом «Права акционеров» права акционеров решать вопрос о принятии или отклонении предложения о поглощении и связанных с этим обязанностей правления и наблюдательного совета.

<sup>36</sup> За исключением правил корпоративного управления, посвященных ежегодному аудиту.

<sup>37</sup> [www.ecgi.org/codes/country\\_documents/korea/code\\_korea.pdf](http://www.ecgi.org/codes/country_documents/korea/code_korea.pdf)

<sup>38</sup> См. подробнее о результатах исследования: McKinsey Investor Opinion Survey // Вестник McKinsey. 2003. №1 (3).

<sup>39</sup> Индия, Южная Корея, Малайзия, Мексика, Тайвань и Турция.

Первенство компаний стран азиатского региона, и Южной Кореи в частности, во многом объясняется усилиями по улучшению системы корпоративного управления, предпринятыми после азиатского экономического кризиса 1997 года.

В названном исследовании компании McKinsey отмечается, что Южная Корея вышла на лидирующие позиции среди развивающихся стран в совершенствовании методов работы советов директоров и в расширении прав акционеров – именно южнокорейские компании первыми в Азии стали проводить реформы в сфере корпоративного управления. В то же время, в улучшение ситуации внесло свой вклад и правительство страны, потребовавшее от крупнейших банков и чеболей<sup>40</sup> предоставить большинство мест в совете директоров внешним директорам и определить сферы ответственности совета директоров. Снятие ограничений на участие иностранных инвесторов в капитале южнокорейских корпораций и уменьшение минимального числа акционеров, необходимого для подачи судебного иска против членов совета директоров, подозреваемых в нарушении прав акционеров, также дало дополнительный импульс для улучшения корпоративного управления.

Кодекс Южной Кореи разработан Комитетом по корпоративному управлению, учрежденным как неправительственный орган в целях создания кодекса передовой практики корпоративного управления. Разработчиками Кодекса Южной Кореи особо подчеркивается широта дискуссии в процессе подготовки проекта, которая предполагала учет мнений каждого члена Комитета, мнений, высказанных в рамках публичного обсуждения проекта в интернете, иных средствах массовой информации, а также в ходе публичных слушаний. Таким образом, Кодекс Южной Кореи был выбран Российским институтом директоров для сравнения с Кодексом корпоративного поведения, принимая во внимание уровень развития экономик Южной Кореи и России, стадию развития корпоративного управления, а также коллегиальность и открытость работы над проектами кодексов корпоративного управления в этих странах.

---

<sup>40</sup> Чеболи (chaebol) — южнокорейские компании ряда обрабатывающих отраслей, объединенные в конгломерат под началом одной материнской компании. Входящие в чеболь компании обычно владеют перекрестными пакетами акций и нередко являются частью единого семейного бизнеса.

## ВЫВОДЫ

- ❑ Объем Кодекса Южной Кореи меньше, чем Кодекса корпоративного поведения, но сопоставим с иными кодексами корпоративного управления государственного уровня (например, GCCG).
- ❑ Структура Кодекса Южной Кореи очень близка Кодексу корпоративного поведения. Так, Кодекс Южной Кореи разделен на пять частей - акционеры, совет директоров, аудит, заинтересованные лица, контроль за управлением посредством рынка, - положения которых включают в себя сжатые принципы корпоративного управления и пояснения к ним.

Особенностью структуры Кодекса Южной Кореи является наличие в нем заключительного раздела «Рекомендации», который по содержанию является обращением разработчиков Кодекса Южной Кореи к заинтересованным сторонам, включая правительство, рейтинговые агентства, институциональных инвесторов и др.

- ❑ По содержанию Кодекс Южной Кореи менее детализирован, чем Кодекс корпоративного поведения, но однако, как и Кодекс корпоративного поведения, отражает аспекты защиты прав акционеров и других заинтересованных лиц (stakeholders), а также формирования совета директоров и его деятельности.
- ❑ Существенным отличием Кодекса Южной Кореи от Кодекса корпоративного поведения является то, что в Кодексе Южной Кореи не отражен ряд значимых аспектов корпоративного управления, как это сделано в Кодексе корпоративного поведения.

В частности, Кодекс Южной Кореи предусматривает рекомендации относительно вознаграждения, но не содержит положений собственно о формировании и организации работы исполнительных органов.

Кодекс Южной Кореи не содержит положений о выплате дивидендов<sup>41</sup> и урегулировании корпоративных конфликтов<sup>42</sup>.

---

<sup>41</sup> Дивиденды упомянуты только однажды в перечне компонентов раскрытия информации.

- Российским институтом директоров отмечены различия между Кодексом Южной Кореи и Кодексом корпоративного поведения, касающиеся отдельных компонентов корпоративного управления:
- Кодекс Южной Кореи вводит институт внешних директоров и систему их взаимодействия, прежде всего через проведение собраний внешних директоров без присутствия иных членов совета директоров, не являющихся внешними. В Кодексе корпоративного поведения такое положение отсутствует. Следует отметить, что такие положения также содержатся в документах о принципах корпоративного управления шести исследованных Российским институтом директоров западных компаний-лидеров в сфере корпоративного управления;
  - Кодекс Южной Кореи и Кодекс корпоративного поведения по-разному рассматривают аспекты формирования комитетов совета директоров и силу их решений, а соответственно и их место системе управления компанией.

В частности, согласно Кодексу корпоративного поведения комитеты совета директоров предназначены для предварительного рассмотрения наиболее важных вопросов и подготовки рекомендаций совету директоров для принятия решений по таким вопросам.

В то же время, Кодекс Южной Кореи предусматривает делегирование осуществления части полномочий совета директоров комитетам<sup>43</sup>. Однако из полномочий, осуществление которых может быть делегировано, наиболее важные вопросы исключены.

Другим значительным различием Кодекса Южной Кореи и Кодекса корпоративного поведения применительно к комитетам совета директоров является сила принимаемых ими решений. Так, в соответствии с Кодексом корпоративного поведения комитеты готовят рекомендации совету директоров.

---

<sup>42</sup> За исключением отнесения к функциям совета директоров посредничества по урегулированию конфликта интересов между директорами, менеджментом и акционерами.

<sup>43</sup> В соответствии с Кодексом Кореи осуществление части полномочий совета директоров также может быть делегировано т.н. уполномоченному директору (representative director).



В соответствии с Кодексом Южной Кореи решения комитета по вопросу, делегированному советом директоров в его компетенцию, должны обладать той же силой, что и решение совета директоров. На комитет возложена обязанность сообщать совету директоров о своих решениях.

## 8. ИТОГОВЫЕ ВЫВОДЫ ПО РЕЗУЛЬТАТАМ ИССЛЕДОВАНИЯ КОДЕКСОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

По результатам проведенного исследования Российский институт директоров полагает целесообразным констатировать следующее:

1. Общее число российских компаний, принявших кодексы корпоративного управления к моменту завершения исследования, очень невелико и составляет 0,01% от общего числа открытых и закрытых акционерных обществ, зарегистрированных в Российской Федерации и 25% от акционерных обществ, включенных в котировальные листы Московской межбанковской валютной биржи и биржи РТС<sup>44</sup>.
2. Наличие в Российской Федерации модельного кодекса корпоративного управления – Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг – является существенным фактором процесса принятия кодексов корпоративного управления российскими компаниями как аспекта развития корпоративного управления в России. В частности, исследование фиксирует:
  - Резкое увеличение количества кодексов корпоративного управления, принятых российскими компаниями после появления Кодекса корпоративного поведения, по сравнению с периодом до начала разработки Кодекса корпоративного поведения. Из исследованных 20 кодексов корпоративного управления российских компаний только 3 кодекса приняты до 2001 года<sup>45</sup>.
  - Кодекс корпоративного поведения был использован российскими компаниями в качестве основы при разработке собственных кодексов корпоративного управления. Таким образом, Кодекс корпоративного поведения является модельным документом.

<sup>44</sup> См. подробнее: стр. 29, гистограмма 15.

<sup>45</sup> См. подробнее: стр. 12.

- Значительное улучшение качества содержания кодексов корпоративного управления российских компаний, принятых российскими компаниями после появления Кодекса корпоративного поведения, по сравнению с периодом до начала разработки Кодекса корпоративного поведения. Данный вывод подтверждается гистограммой 14<sup>46</sup>.
  - Выраженное лидерство компаний телекоммуникационного сектора экономики России (ОАО «ЦентрТелеком», ОАО «Сибирьтелеком» ОАО «Уралсвязьинформ» и ОАО «Дальсвязь») в качестве кодексов корпоративного управления, включая соответствие 92 ключевым положениям Кодекса корпоративного поведения – критериям настоящего исследования.
3. К моменту завершения исследования структура и качество исследованных кодексов корпоративного управления российских компаний в значительной степени сопоставимы с основными документами о принципах корпоративного управления шести западных компаний-лидеров в сфере корпоративного управления<sup>47</sup>.
- При этом среднеарифметические показатели соответствия 92 основным положениям Кодекса корпоративного поведения практически не различаются.
  - Отличием является критически большой разрыв между российскими компаниями-лидерами и компаниями-аутсайдерами с точки зрения соответствия указанным 92 положениям и практическое отсутствие лидеров и аутсайдеров среди исследованных западных компаний.

---

<sup>46</sup> См. подробнее: стр. 28.

<sup>47</sup> См. подробнее: стр. 36, гистограмма 16.

4. Структура и содержание Кодекса корпоративного поведения, рекомендованного ФКЦБ России российским компаниям, представляются адекватными уровню аналогичных документов о принципах корпоративного управления. В частности, это установлено сравнительным анализом Кодекса корпоративного поведения и Принципов корпоративного управления Организации по экономическому сотрудничеству и развитию (ОЭСР/ОЕСД)<sup>48</sup>, Принципов и рекомендаций по корпоративному управлению Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (EASD)<sup>49</sup>, Кодекса корпоративного управления Германии (German Code of Corporate Governance)<sup>50</sup> и Кодекса передовой практики корпоративного управления Южной Кореи (Code of Best Practice for Corporate Governance of Korea)<sup>51</sup>.

5. Необходимо дальнейшее совершенствование Кодекса корпоративного поведения как модельного документа о принципах корпоративного управления, на основе которого разрабатываются и совершенствуются кодексы корпоративного управления российских компаний. Российский институт директоров полагает возможным использование результатов настоящего исследования в процессе совершенствования Кодекса корпоративного поведения.

---

<sup>48</sup> См. подробнее: стр. 37-38.

<sup>49</sup> См. подробнее: стр. 39-42.

<sup>50</sup> См. подробнее: стр. 43-45.

<sup>51</sup> См. подробнее: стр. 45-49.

## 9. ПЕРЕЧЕНЬ ИСПОЛЬЗОВАННЫХ В ИССЛЕДОВАНИИ ДОКУМЕНТОВ О ПРИНЦИПАХ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1. Принципы корпоративного управления Организации по экономическому сотрудничеству и развитию (ОЭСР/OECD).
2. Принципы и рекомендации по корпоративному управлению Европейской ассоциации дилеров ценных бумаг (EASD).
3. Кодекс корпоративного управления Германии (German Code of Corporate Governance).
4. Кодекс передовой практики корпоративного управления Южной Кореи (Code of Best Practice for Corporate Governance of Korea).
5. Кодекс корпоративного поведения, рекомендованный Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг.
6. Корпоративный кодекс поведения ОАО «АВТОВАЗ»
7. Кодекс корпоративного поведения ОАО «Аэрофлот»
8. Кодекс корпоративного управления (поведения) ОАО «Газпром»
9. Кодекс корпоративного поведения ОАО «Дальсвязь»
10. Меморандум Корпоративного Управления ОАО «Ленэнерго»
11. Кодекс корпоративного управления ОАО «Магнитогорский металлургический комбинат»
12. Кодекс корпоративного управления ОАО «Магнитогорскмежрайгаз» (ОАО «М.ГАЗ»)
13. Устав корпоративного управления ОАО «НК ЮКОС»
14. Кодекс корпоративного поведения ОАО «НПК «Иркут»
15. Кодекс корпоративного поведения ОАО «НПО Сатурн»
16. Кодекс корпоративного поведения ОАО «Объединенные машиностроительные заводы»
17. Декларация принципов корпоративного управления ОАО «Ростелеком»
18. Кодекс корпоративного управления ОАО «Сбербанк России»
19. Кодекс корпоративного поведения ОАО «Сибирьтелеком»
20. Устав Корпоративного Управления ОАО «Сибнефть»
21. Кодекс корпоративного поведения ОАО «Стойленский ГОК»

22. Положение о системе корпоративного управления ОАО «ТНК»
23. Кодекс корпоративного поведения ОАО «Уралсвязьинформ»
24. Кодекс корпоративного управления (свод правил) ОАО «ЦентрТелеком»
25. Кодекс корпоративного управления PAO «ЕЭС России»
26. British Petroleum Corporate Governance.
27. British Telecom Governance
28. General Electric Governance Principles
29. General Motors Guidelines on Significant Corporate Governance Issues
30. Intel Corporation Board of directors Guidelines on Significant Corporate Governance Issues
31. Pfizer Corporate governance: Principles