



**Игорь Беликов**  
директор Российского института директоров



**Владимир Вербицкий**  
первый заместитель директора Российского  
института директоров

## О НЕКОТОРЫХ ПРОБЛЕМАХ РАЗВИТИЯ РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЫ

Экономический рост, благоприятная экономическая конъюнктура на протяжении ряда лет и вместе с тем неудовлетворенность сегодняшней моделью экономического роста, понимание зависимости развития российской экономики от мировой финансовой системы — все это остро ставит вопрос о стратегических перспективах российской экономики и финансового рынка России.

Подготовленная Федеральной службой по финансовым рынкам (ФСФР) программа совершенствования регулирования и развития фондового рынка на 2008–2012 гг., на наш взгляд, является очень своевременным документом. Важность этого документа связана с тем, что за последние полтора-два десятилетия произошла финансовализация мировой экономики, выразившаяся в том, что развитие мировой экономики в целом и национальных экономик в частности, их отраслей стало в большой степени зависеть от состояния мировых финансовых рын-

ков, интересов их основных игроков, объективного состояния и субъективной оценки институтов финансовой инфраструктуры различными группами участников мировой финансовой системы.

Неудивительно, что страны, выстраивающие долгосрочную стратегию своего развития, уделяют большое внимание развитию своих финансовых рынков. Глобальность мировой финансовой системы необязательно должна означать, что правила игры определяются исключительно в исторически сформировавшихся ее основных центрах, и мировая финансовая инфраструктура в том виде, в котором она сложилась к настоящему времени, останется неизменной.

Мы видим, какое развитие получила за последнее десятилетие со всеми ее внутренними проблемами и противоречиями финансовая система Китая, включающая среди прочего 3 крупные фондовые биржи и группу банков, которые вошли в число мировых лидеров по размеру сво-

его капитала. Хорошо известно, какие серьезные усилия по развитию региональной финансовой системы с центром в Дубаи предпринимают арабские страны, включая попытку внедрить новые принципы ведения финансовой деятельности («исламские финансы») и создать региональную валюту.

Поэтому Доклад ФСФР о перспективах развития фондового рынка дает очень хорошую основу для обсуждения того, как должна развиваться российская финансовая система, чтобы обеспечить устойчивый качественный рост экономики страны, быть способной противостоять негативным процессам и импульсам, исходящим от финансовых систем других стран, возникающим или генерируемым глобальной финансовой инфраструктурой.

В Докладе в качестве основной цели развития фондового рынка на период до 2012 г. определены консолидация и повышение капитализации российской финансовой инфраструктуры. Действитель-

но, без обладающих высокой устойчивостью, развитыми технологиями и достаточным собственным капиталом бирж, расчетно-депозитарных, клиринговых и учетных институтов, управляющих компаний, страховых компаний, пенсионных фондов, банков невозможно обеспечить аккумулирование, быстрое и эффективное распределение финансовых средств и активов, обеспечить их сохранность и рост, особенно в условиях быстро развивающихся и глубоких потрясений на ведущих зарубежных финансовых рынках, в мировой финансовой системе в целом.

На наш взгляд, решение сформулированной ФСФР основной задачи связано с решением двух крупных групп проблем.

Первая группа проблем предполагает значительное повышение качества работы, внутренней эффективности перечисленных выше институтов финансовой инфраструктуры. В частности, это подразумевает значительное улучшение систем внутреннего контроля и управления рисками, обеспечение способности своевременно выявлять мошенничества, злоупотребления, конфликты интересов и обеспечивать соответствующие действия по предотвращению или ликвидации их негативных последствий. В мире накоплен достаточно разработанный арсенал рекомендаций в отношении того, как организуется такая работа. Для того чтобы этот арсенал активно внедрялся и постоянно совершенствовался в российских институтах финансовой инфраструктуры, необходимы два фактора: во-первых, ужесточение контроля со стороны регулирующих органов за соблюдением этими организациями соответствующих стандартов и применение серьезных санкций за допущенные нарушения; во-вторых, значительное повышение прозрачности работы этих организаций, прежде всего управляющих компаний и банков.

Мерами, которые приведут к общему повышению прозрачности, должны стать как достижение организациями прозрачности информации о своей структуре собственности, о главных управленческих процессах и решениях, составе ключевого управленческого персонала, так и своевременное публичное раскрытие результатов проверок деятельности этих организаций органами регулирования по основным параметрам. На наш взгляд, ни существующие в настоящее время санкции за нарушения, чреватые потерей этими организациями своей устойчивости и банкротством, ни раскрытие ими информации о важнейших аспектах своей дея-

тельности, ни обнаружение органами регулирования результатов проверок, прежде всего в случаях выявления серьезных нарушений, не обладают достаточной дисциплинирующей силой.

Помимо требований законодательно-нормативной базы, за последние 5–6 лет получили распространение и показали свою эффективность рекомендации передовой практики корпоративного управления эмитентов ценных бумаг (изложенные, в частности, в российском Кодексе корпоративного поведения 2002 г.). В отношении же институтов финансовой инфраструктуры применение такого инструмента находится лишь на самой начальной стадии<sup>1</sup>. Очевидно, следует задуматься о том, чтобы дополнить Кодекс корпоративного поведения специальными разделами, касающимися передовой практики корпоративного управления в институтах финансовой инфраструктуры, в первую очередь в банках и управляющих компаниях.

Консолидация институтов финансовой инфраструктуры необходима. Однако она должна сопровождаться резким повышением эффективности работы антимонопольных органов и других органов государственного регулирования — как фондового рынка (ФСФР), так и банковского сообщества (Банк России). До сих пор в России всякая консолидация на любом рынке сопровождалась резким повышением цен, которые потребители были вынуждены платить за товары или услуги, предлагаемые такими укрупненными структурами. И это с учетом того, что тарифы на многие финансовые услуги и сейчас являются завышенными (достаточно вспомнить ставки по потребительскому кредитованию, размер вознаграждения некоторых управляющих компаний, штрафы за досрочный вывод средств и т. п.). Очевидно, что продолжение такой негативной традиции в условиях консолидации институтов финансовой инфраструктуры приведет не к расширению масштаба финансового рынка, а к концентрации вокруг небольшого числа богатых клиентов. В свою очередь это не будет способствовать устойчивости рынка и направлению средств рядовых граждан на инвестирование и накопление.

Вторая группа проблем, решение которых необходимо для увеличения устойчивости и капитализации российских институтов финансовой инфраструктуры, сопряжена с повышением их внимания к рискам, связанным с активами, которыми они управляют. Прежде всего это учет

рисков корпоративного управления компаний-эмитентов, ценные бумаги которых приобретают финансовые институты. Необходимость таких шагов, в частности, связана с тем, что при общем недостатке высококачественных активов на российском фондовом рынке за последние годы значительные объемы ценных бумаг наиболее качественных российских эмитентов торговались на зарубежных фондовых рынках. В результате российские паевые инвестиционные фонды и акционерные инвестиционные фонды, которые больше ориентировались на мелких частных инвесторов, а также формирующиеся долгосрочные инвестиционные институты (страховые, пенсионные фонды) сталкиваются с недостатком качественных активов и сохраняющимися высокими рисками у компаний-эмитентов.

Особенно сложно оценить риски, связанные с корпоративным управлением, российским мелким частным инвесторам, количество которых на российском рынке в последние годы растет. Потери, которые могут понести эти инвесторы вследствие возможных ошибок и злоупотреблений со стороны менеджеров и крупных акционеров компаний-эмитентов, будут иметь особенно тяжелые социальные последствия. Управляющие инвестиционными накоплениями на российском рынке далеко не всегда учитывают риски корпоративного управления в процессе принятия своих инвестиционных решений. Владельцы средств, переданных в управление, при этом не имеют возможности получить информацию о принятых управляющими рисках корпоративного управления в компаниях — объектах вложений и каким-то образом выразить свое отношение к этой политике.

Представляется целесообразным включить в нормативные акты требования к УК, управляющим пенсионными и страховыми накоплениями, инвестировать свои средства только в ценные бумаги компаний, имеющих рейтинг корпоративного управления не ниже определенного уровня, либо раскрывать в своей отчетности информацию о том, имеют ли компании, ценные бумаги которых приобретены УК, рейтинг корпоративного управления, какой именно и как он изменялся. Также следует включить в нормативные акты, регулирующие раскрытие информации эмитентами, требования к эмитентам показывать в своей квартальной и годовой отчетности наличие или отсутствие рейтинга корпоративного управления, его значение и изменения.

<sup>1</sup> В отношении банков такой передовой практикой являются рекомендации, касающиеся их практики корпоративного управления, изложенные в Письмах ЦБ РФ от 13 сентября 2005 г. № 119-Т «О современных подходах к организации корпоративного управления в кредитных организациях» и от 7 февраля 2007 г. № 11-Т «О перечне вопросов для проведения кредитными организациями оценки состояния корпоративного управления».

Раскрытие соответствующей информации позволит инвесторам учитывать политику того или иного инвестиционного института в отношении рисков, в том числе рисков корпоративного управления эмитентов, и принять взвешенное решение в отношении передачи в управление своих средств, а инвестиционные институты это стимулировало бы к продуманному осуществлению управления принятых ими средств. Принятие соответствующих требований органом регулирования фондового рынка будет логичным продолжением Приказа ФСФР «О деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», а также поддержкой развитию существующей деловой практики, в соответствии с которой растущее число компаний, имеющих рейтинги корпоративного управления, добровольно раскрывают информацию о них в своих годовых отчетах, инвестиционных меморандумах.

Начиная с 2000 г. произошли значительные позитивные изменения в практике корпоративного управления российских компаний. Однако эти изменения происходили неравномерно. Во-первых, они затронули группу крупнейших компаний и незначительную часть средних компаний, прежде всего тех, которые осуществили первичные публичные размещения своих акций или готовятся к ним. Во-вторых, они охватывают далеко не все компоненты, составляющие современную эффективную систему корпоративного управления. Проводимые исследования практики корпоративного управления в группе ведущих российских компаний выявляют сохранение ряда существенных рисков корпоративного управления, в числе которых такие, как несовершенство проведения закупок товаров и услуг, недостаточное привлечение в советы директоров независимых директоров, не совсем прозрачные отношения с внешними аудиторами, отсутствие ясной и последовательной дивидендной политики, формальный характер работы многих советов директоров, низкая степень раскрытия информации о бенефициарной структуре собственности, индивидуальном размере вознаграждения членов органов управления, принципах определения вознаграждений членов этих органов, неэффективное использование современных каналов раскрытия информации, отсутствие ясной и последовательной информационной политики<sup>2</sup>.

За последние 1,5–2 года темпы улучшения практики корпоративного управле-

ния в российских компаниях, по нашей оценке, снизились и появились симптомы «чувства глубокого удовлетворения» существующим положением дел. Между тем реальная картина этой практики не дает оснований для этого. Российские компании по-прежнему рассматриваются как структуры с наибольшим уровнем рисков корпоративного управления по сравнению с компаниями большинства развивающихся рынков.

Важным позитивным фактором улучшения практики корпоративного управления российских компаний стал Кодекс корпоративного поведения, предложенный деловому сообществу ФКЦБ России в 2002 г. Этот документ составил основу формирования российской передовой практики корпоративного управления. Однако с момента его создания прошло уже достаточно длительное время, накопился материал, дающий основу для внесения в него изменений и дополнений. На наш взгляд, объективно назрела потребность создания обновленной редакции Кодекса. В дальнейшем необходимо обеспечить постоянный мониторинг и оценку практики корпоративного управления в целом и передовой практики в частности с тем, чтобы своевременно отражать ее в Кодексе.

Предлагаемая в Докладе ФСФР идея создания системы распространения информации и знаний о российском финансовом рынке как среди иностранных инвесторов, так и внутри России, основой которой, как мы понимаем, должен стать вневедомственный информационный интернет-портал с соответствующей информацией, в том числе о динамике привлечения средств российскими компаниями на рынках капитала, может принести определенную пользу. Однако, на наш взгляд, инвесторам, как российским, так и иностранным, не хватает не столько нужных сведений о российском фондовом рынке, сколько детальной, оперативной и качественной информации об эмитентах, объектах вложений, потенциальных партнерах.

Российские банки, вступившие в систему страхования вкладов, раскрыли ЦБ РФ своих реальных владельцев. Но эту информацию регулятор держит в тайне, хотя его отдельные высокопоставленные сотрудники и высказываются в пользу того, чтобы она стала доступной всем желающим.

По данным шведской консалтинговой компании *Hallvarsson & Halvarsson*<sup>3</sup>,

в топ-100 лучших европейских корпоративных сайтов не попала ни одна российская компания. Согласно результатам исследования этой компании, в 2007 г. по сравнению с прошлым годом наметились лишь незначительные улучшения в раскрытии информации на сайтах. Из российских компаний ближе всего к сотне расположился сайт ЛУКОЙЛа (105-е место), далее идут сайты «Норильского никеля» (130-е место) и Газпрома (145-е место).

В апреле 2008 г. авторитетное агентство *Bowen Craggs* опубликовало второй рейтинг корпоративных сайтов *FT Bowen Craggs Index*<sup>4</sup>, в котором российские компании остались в конце списка. Лучший среди российских сайтов – портал Газпрома, получивший 107 баллов по сравнению с 87 в прошлом году. Недостаток российских компаний, по мнению экспертов агентства, в том, что они мало думают о потребителях и журналистах и не используют сайт, чтобы доказать свою социальную ответственность. Все российские сайты, по их мнению, напоминают западноевропейские порталы 10-летней давности.

Между тем интернет-сайты корпораций становятся важнейшим источником информации для инвесторов, финансовых аналитиков и журналистов, отмечает *Financial Times*. Около 90% опрошенных *Hallvarsson & Halvarsson* назвали корпоративные сайты самым достоверным источником финансовой информации о компаниях, акции которых торгуются на биржах.

Органы государственного регулирования финансовых рынков должны действовать более эффективно, чтобы обеспечить полное соблюдение хозяйствующими субъектами действующих правовых норм в отношении раскрытия информации о своей деятельности. Эти требования также нуждаются в определенном совершенствовании. Однако главным является жесткое обеспечение их соблюдения. Действующая система контроля и санкций за нарушения требований по раскрытию информации не обладает достаточной дисциплинирующей силой.

Тем не менее одного ужесточения политики регулирующих органов по обеспечению соблюдения компаниями и институтами финансовой инфраструктуры требований по раскрытию информации о своей деятельности явно недостаточно. Необходимо развивать и стимулировать передовую практику раскрытия россий-

<sup>2</sup> Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2003–2006 гг. Российский институт директоров, 2007.

<sup>3</sup> Рейтинг корпоративных интернет-сайтов *Hallvarsson & Halvarsson* проводится с 1997 г. на основе опросов общественного мнения в 16 странах континента. Компании оцениваются по 100-балльной шкале.

<sup>4</sup> В рамках рейтинга эксперты оценивают корпоративные сайты компаний, вошедших в индекс *FT-500* (по 25 американских, европейских и компаний других стран).

скими хозяйствующими субъектами информации о своей деятельности. Очень полезным инструментом для этого является проведение конкурсов на лучшие годовые отчеты и корпоративные интернет-сайты с различными номинациями.

В настоящее время в России существует два федеральных конкурса на лучшие годовые отчеты, организаторами которых выступают ИД «РЦБ» и рейтинговое агентство «Эксперт РА». Также проводятся несколько региональных конкурсов годовых отчетов (Воронеж, Краснодар, Хабаровск, Ярославль), наиболее интересным из них является открытый конкурс на лучший годовой отчет, проводимый под эгидой администрации Краснодарского края. Предлагается реализовать следующие мероприятия по их поддержке и развитию:

- организовать проведение региональных конкурсов на лучшие годовые отчеты и корпоративные интернет-сайты как минимум в каждом федеральном округе при поддержке региональных администраций, региональных отделений ведущих деловых ассоциаций, ФСФР;

- проводить федеральные конкурсы при официальной поддержке МЭРТ и ФСФР, включив по согласованию с их организаторами в состав конкурсных комиссий высокопоставленных представителей МЭРТ, Министерства финансов РФ, ФСФР наряду с представителями ведущих бизнес-объединений — ТПП, РСПП, «Деловой России», Ассоциации менеджеров, представителей организаций, обладающих квалификацией и профессиональным опытом в области корпоративного управления и особенно в оценке и подготовке годовых отчетов, корпоративных интернет-сайтов;

- предоставить победителям в каждой номинации встречу с министрами экономического развития и торговли, финансов, руководителем ФСФР<sup>5</sup>;

- лучшие годовые отчеты и ссылки на лучшие корпоративные интернет-сайты размещать на предложенном в докладе ФСФР межведомственном интернет-сайте.

Как уже отмечалось выше, комплексным показателем состояния практики корпоративного управления является рейтинг корпоративного управления.

Последние годы показали, что полагаться лишь на западные рейтинговые агентства неправильно. В 2001–2002 гг. они не смогли своевременно выявить проблемы таких компаний как *Enron*, *WorldCom*, *Adelphia*, *Parmalat*, сохраняя ранее присвоенные им высшие рейтинги едва ли не до момента их краха. В 2007 г.

ряд крупнейших западных инвестиционных и универсальных банков понесли потери в десятки миллиардов долларов на ценных бумагах, имевших оценку от ведущих западных рейтинговых агентств на уровне AAA<sup>6</sup>. Многие финансовые институты понесли гигантские обанкротились (например, банки *Bear Stearns*, *Northern Rock*), имея при этом очень высокие кредитные рейтинги.

Таким образом, составной частью развития российской финансовой системы должна стать поддержка развития отечественных рейтинговых агентств как части национальной финансовой инфраструктуры. Использование государственными органами и контролируемые государством банками рейтингов, присваиваемых национальными рейтинговыми агентствами, при решении вопросов о выделении финансирования и предоставлении других форм поддержки будет способствовать повышению устойчивости, надежности и профессиональной квалификации национальных рейтинговых агентств вследствие расширения фронта и объема их работы, а также снижения их зависимости от клиентов. Одновременно с этим органы государственного регулирования должны разработать и внедрить систему контроля над качеством работы рейтинговых агентств.

Наконец, еще одним важным направлением развития российского финансового рынка должна стать поддержка со стороны государства деятельности профессиональных сообществ. В Докладе ФСФР упоминаются только саморегулируемые организации (СРО). Однако за последние годы на рынке утвердились и активно действуют профессиональные организации, не имеющие статуса СРО, тем не менее внесшие значительный вклад в развитие рынка. В будущем их вклад может быть еще больше.

Так, объединения корпоративных директоров (Национальный реестр профессиональных корпоративных директоров) и корпоративных секретарей (Клуб корпоративных секретарей) вырабатывают стандарты профессиональной деятельности и этические нормы для членов советов директоров и корпоративных секретарей, организуют их обучение, проводят профессиональные конкурсы, что является весьма существенным вкладом в развитие практики корпоративного управления. Объединение специалистов в области внутреннего аудита (Институт внутренних аудиторов) и специалистов по связям

с инвесторами (ОССИ) способствуют популяризации этих сравнительно новых специальностей на рынке, разработке профессиональных стандартов деятельности таких специалистов, проводят обучение и внедряют их сертификацию. Ассоциация развития финансовых коммуникаций и связей с инвесторами (АРФИ) трудится над стратегией повышения уровня раскрытия информации российскими компаниями, использования эффективных каналов ее распространения. Институт фондового рынка и управления работает в области обучения и аттестации всех видов специалистов рынка ценных бумаг. Эти организации накопили большой профессиональный потенциал, и государство должно его использовать. В частности, органам государственного регулирования следует шире привлекать представителей аналогичных организацией и объединений для консультаций при подготовке правовых актов, затрагивающих соответствующие секторы финансового рынка, учитывать результаты проводимых ими исследований в своей нормативной и законопроектной работе, способствовать признанию профессиональных стандартов и кодексов, профессиональных сертификатов, побуждать компании-эмитенты и институты финансовой инфраструктуры к тому, чтобы их сотрудники, члены органов управления контроля вступали в соответствующие профессиональные объединения, проходили профессиональное обучение, брали на себя обязательства по соблюдению профессиональных стандартов и этических норм, выработанных этими организациями. Позитивно, что государство уже делает первые шаги, содействующие развитию в России института независимых (внешних) корпоративных директоров, выдвинув в ряд компаний со 100%-ной долей государства независимых директоров. Думается, что эту практику следует расширять, в том числе путем привлечения представителей ведущих бизнес-объединений — ТПП, РСПП, «Деловой России», Ассоциации менеджеров, членов профессиональных объединений корпоративных директоров, а также за счет привлечения независимых директоров в акционерных обществах, в которых государству принадлежат меньшие пакеты акций.

Перечисленные шаги, на наш взгляд, составят часть комплексной программы развития национальной финансовой инфраструктуры и будут реальным вкладом в становление России в качестве влиятельного мирового финансового центра. ■

<sup>5</sup> Такая практика уже существует в ряде стран, например в Бразилии, Индии, Малайзии.

<sup>6</sup> Речь идет прежде всего о CDO — секьюритизированных долговых обязательствах, обеспеченных американскими ипотечными ценными бумагами.