

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

А. В. Бухвалов, Ю. Б. Ильина, О. В. Бандалюк

К КОНЦЕПЦИИ ЭЛЕКТРОННОГО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ: УЧЕТ ИНТЕРЕСОВ СТЕЙКХОЛДЕРОВ

В статье представлены результаты сравнительного пилотного исследования в области электронного корпоративного управления, важной составляющей которого является прозрачность (транспарентность) компании. Проведен качественный анализ корпоративных сайтов с точки зрения раскрытия существенной информации о компании широкому кругу стейкхолдеров. Авторы делают выводы относительно взаимосвязи между национальными моделями корпоративного управления и информационной прозрачностью компаний.

Особенности национальных моделей корпоративного управления, складывающиеся на протяжении последних десятилетий, определяют специфику взаимодействия между различными сторонами корпоративных отношений: менеджерами, директорами, инвесторами (существующими и потенциальными), покупателями и другими стейкхолдерами. Именно стейкхолдеры в значительной мере определяют ценность компании. Вопрос о том, насколько учитываются интересы различных заинтересованных сторон в деятельности компаний, касается уровня и качества корпоративного управления как конкретной компании, так и в целом модели корпоративного управления, характерной для данной страны.

Одним из актуальных, на наш взгляд, и практически не исследованных вопросов является обеспечение информационной прозрачности компаний в части раскрытия информации, касающейся корпоративного управления, для широких групп стейкхолдеров. Это важная характеристика качества корпоративного управления, фактор формирования стоимости компании. Речь идет о предоставлении существенной информации, необходимой для принятия решений инвесторами и другими заинтересованными сторонами в отношении данной компании, а также о создании

© А. В. Бухвалов, Ю. Б. Ильина, О. В. Бандалюк, 2007

каналов обратной связи со стейкхолдерами, позволяющих последним оказывать влияние на деятельность акционерного общества. Проблемы раскрытия информации связаны с осуществлением так называемого электронного корпоративного управления (e-corporate governance), важной составной частью которого является раскрытие информации на корпоративных сайтах как предоставление электронных услуг в области корпоративного управления (КУ).

Качественному анализу корпоративных сайтов с точки зрения раскрытия компаниями информации о различных аспектах КУ посвящено проведенное авторами эмпирическое исследование. Постановка проблемы электронного корпоративного управления и заключения о специфике раскрытия информации на сайтах компаний, представляющих различные модели КУ, составляет научную новизну работы.

Существует большое количество теоретических и эмпирических работ в области национальных моделей КУ. Ряд из них рассматривают особенности моделей с точки зрения контрактных отношений между стейкхолдерами, опираясь на инструментарий новой институциональной экономики (см., например, анализ в [Prevezer, Ricketts, 1994], основанный на теории фирмы [Coase, 1937; Дженсен, Меклинг, 2004]). Большое количество исследований посвящено анализу национальных моделей КУ с позиции корпоративного законодательства, включая защиту прав акционеров, концентрации собственности, моделей корпорации и других факторов (см.: [Грачева, 2004; Гурьев, Рачинский, 2004; Долгопятова, 2001; 2004; Ивасаки, 2006; Капелюшников, 2000; 2001; 2006; Капелюшников, Демина, 2005а; 2005б; Кузнецов, Муравьев, 2000; 2002; Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005; Радыгин, Энтов, 2001; Радыгин и др., 2004; Третьяков, 2004; Шаститко, 2006; Яковлев, Данилов, 2006; Varca, Becht, 2001; Dolgopyatova, Iwasaki, 2006; Franks, Mayer, 1990; 1994; La Porta et al., 1998; 2002; Shleifer, Vishny, 1997; Yakovlev, 2004] и др.). В ряде исследований ставятся вопросы о том, какие модели (модель) в большей степени соответствуют реалиям современной экономики в условиях глобализации, о конвергенции существующих моделей [Интеграционные процессы..., 2006; Капелюшников, 2006; Третьяков, 2004].

Академические исследования в области электронного КУ еще не предпринимались. Существуют обзоры по проблемам раскрытия информации и прозрачности, предоставляемые рейтинговыми, аналитическими и консалтинговыми агентствами (см., например, рейтинги Standard & Poors [Кочетыгова, Попивший, 2006], Hallvarsson & Halvarsson [Webranking]).

Качественную академическую основу имеют исследования в сфере электронного правительства (e-government) [Голубева, 2006; Сериков, 2003; Чугунов, 2006; Curthoys, Crabtree, 2003; Graham, Amos, Plumtre, 2003; Okot-Uma, 2001; Schedler, 2002; Schedler, Scharf, 2003]. Следует отметить, что кор-

поративное управление появилось позже, чем правительство (government) и государственное управление (governance). Системой корпоративного управления заимствована идея разделения властей на исполнительную (правление, дирекция) и законодательную (совет директоров, СД) по аналогии с государственным управлением. Работы по тому, как устроена власть в стране и регионах, создавались на протяжении тысячелетий, в отличие от теории корпоративного управления, начавшей развиваться с 1930-х гг. и богато черпавшей из теории и практики государственного управления. В связи с этим можно говорить о потенциальной аналогии электронного правительства и электронного корпоративного управления.

На уровне государственной власти имеет место информирование населения о происходящих событиях таким же образом, как осуществляется раскрытие информации о различных аспектах деятельности компании (disclosure). Есть возможность обратной связи — посредством сети Интернет власть общается с народом; компании также должны предоставлять возможность инвесторам задавать вопросы и получать ответы путем создания каналов обратной связи. Концепция электронного правительства направлена на ориентацию публичных институтов на удовлетворение потребностей общества и предполагает нечто большее, чем просто обеспечение доступности информации о деятельности правительства, его проектов для населения. Это целый спектр принципов и задач, направленных на рост качества государственных услуг путем эффективного использования информации с помощью информационно-коммуникационных технологий (ИКТ), повышение доступности государственной информации и услуг, открытости и подотчетности правительства, включение общественности в процесс государственного управления [Голубева, 2006].

Электронное корпоративное управление можно определить как обеспечение внутренних и внешних взаимодействий в компании, направленных на соблюдение баланса интересов между широкими группами стейкхолдеров, посредством внедрения ИКТ. Развитие инструментария электронного корпоративного управления способно изменить существующие подходы к решению проблем корпоративного управления.

Электронное правительство рассматривается исследователями как инструмент для снижения уровня коррупции путем повышения прозрачности деятельности правительства [Солодов, 2006]. Повышение прозрачности компаний может являться если и не методом снижения коррупции (трудно представить такой уровень детализации информации о компании, доступный инвестору), то, во всяком случае, способствовать повышению эффективности рынка капиталов, а посредством этого — уменьшению возможностей манипулирования и недобросовестного использования рынка корпоративного контроля.

ЦЕЛИ И ЗАДАЧИ ИССЛЕДОВАНИЯ

Главной целью работы явилась проверка гипотез о существовании взаимосвязи между особенностями национальных моделей корпоративного управления и информационной прозрачностью публичных компаний на основе качественного анализа корпоративных сайтов. В исследовании не предпринималась попытка всестороннего анализа национальных моделей, что является предметом отдельных исследований.¹

Существующие работы по корпоративному управлению с различными оценками (например, антидиректорского индекса) основаны на нормативных моделях, опирающихся на рекомендации ОЭСР о принципах КУ². Никто не анализировал, однако, имеется ли в странах с низким уровнем индекса защиты прав миноритарных акционеров неудовлетворенность среди мелких акционеров и других групп стейкхолдеров или, наоборот, полная удовлетворенность миноритариев в отношении корпоративного управления в странах, где значение антидиректорского индекса высоко. В рамках академических работ задача изучения спроса на законодательные нормы не ставилась. Неизученным является и вопрос востребованности информации со стороны стейкхолдеров на электронные услуги компаний в области КУ. Поэтому то, что, например, по оценке Standard & Poors (S&P), с точки зрения раскрытия информации входит в критерии «хорошего» корпоративного управления, является неочевидным ввиду неизученности степени востребованности. Вполне жизнеспособными являются гипотезы как о том, что потенциальный инвестор стремится видеть данную информацию на сайте и применяет ее, так и о том, что для определенных групп стейкхолдеров, например индивидуальных инвесторов, такая информация не нужна, поскольку они пользуются услугами брокерских компаний или вкладывают свободные средства в ПИФы.

В рамках работы мы придерживались нормативной модели: чем больше раскрывается информации о компании, чем выше информативность сайтов с точки зрения корпоративного управления, тем лучше для стейкхолдеров. Задача изучения востребованности информации по модулю политкорректности не рассматривалась. Мы стремились выяснить, можно ли по информации, представленной на сайтах компаний, выявить особенности той или иной модели с точки зрения доступности информации об эмитенте, возможна ли вообще взаимосвязь между моделью корпоративного управления и электронным КУ. И это только первый шаг в исследовании

¹ В нашей работе [Бухвалов, Ильина, Бандалюк, 2006] мы более подробно останавливались на характеристике национальных моделей корпоративного управления и роли совета директоров.

² См.: www.oecd.org/dataoecd/

предпосылок и возможностей использования электронного корпоративного управления. Создание данной концепции, по аналогии с электронным правительством, — задача, требующая дальнейшего развития инструментария ИКТ и определенных затрат от компаний для обеспечения обратной связи с инвесторами и другими стейкхолдерами.

Существуют различные подходы к классификации национальных моделей корпоративного управления в зависимости от признака, лежащего в основе. С точки зрения фактора концентрации собственности, с которым тесно связана модель корпорации, действующая в различных странах, ряд исследователей выделяют две базовые модели: модель W (widely held corporation) — компания с распыленной собственностью (англосаксонская модель) и модель B (blockholder model) — компания с концентрированной собственностью (весь остальной мир). Модель корпорации, существующая в Германии, Японии, и сходная с ней модель Нидерландов не вписываются четко в данную классификацию, имея свои особенности [Капелюшников, 2006; Morck, Steier, 2005]. Кроме того, разделение всех существующих моделей на две основные имеет и другую основу: рыночно-ориентированная и банковско-ориентированная модели КУ. В рыночной модели капитализация компаний полностью определяется фондовым рынком, который превращается в рынок корпоративного контроля. В банковской модели большая часть корпораций управляется банками, основной формой финансирования выступает банковский кредит.³

Если рассматривать такие важные признаки, влияющие на всю систему корпоративного управления в компании, как отношения собственности и контроля, то, с одной стороны, выделяется англосаксонская модель (США, Великобритания, Канада, Австралия, Ирландия, ЮАР, Индия), а с другой — германо-японская. Другой подход к классификации — аутсай-

³ Любая классификация на основе концентрации собственности является условной, поскольку, как показывает исследование [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], структуры собственности могут быть настолько сложными, что разделение моделей с точки зрения распыленной и концентрированной структур собственности возможно только с большими ограничениями (например, одна из крупнейших по капитализации компаний США корпорация Microsoft имеет высококонцентрированную структуру капитала (три крупных акционера с пакетами акций 23,7, 9 и 5%)). Более корректно вести речь о степени распространенности фирм с распыленной и концентрированной собственностью в разных странах. В этой связи в своем исследовании авторы приходят к выводу, что фирмы с распыленной собственностью более характерны для стран с высоким уровнем защиты акционеров (страны с системой общего права), а в странах с низким уровнем защиты (страны гражданского (романо-германского) права) преобладают другие типы фирм, в том числе контролируемые семьями.

дерская и инсайдерская модели. Российская модель корпоративных отношений является специфичной, отличной от двух основных мировых моделей, хотя и имеет сходные признаки с каждой из них. Например, по признаку концентрации собственности российская модель близка к Германии и Японии, однако для этой модели не характерно столь же значительное влияние банков. По степени развитости фондового рынка Россия уступает этим странам, не говоря о США и Великобритании. Причиной является не сложившаяся у нас модель, не ориентированная на рынок финансовых ресурсов и корпоративного контроля, а недостаточность условий, необходимых для становления рынка ценных бумаг.

Некоторые исследования выделяют модели Германии и Японии, не противопоставляя их, но указывая на ряд отличительных признаков [Prevezer, Ricketts, 1994; Edwards, Fischer, 1994; Corbett, 1994; Masuyama, 1994].

В рамках данной работы мы отождествляем инсайдерскую модель с банковско-ориентированной, имея в виду германо-японскую модель КУ. Таким же образом аутсайдерская модель является синонимом англосаксонской, рыночно-ориентированной модели (табл. 1).

Таблица 1

Сравнительная характеристика национальных моделей корпоративного управления

Фактор Модель	Англосаксонская	Германо-японская	Российская
1	2	3	4
Концентрация собственности	Деконцентрированная (распыленная, дисперсная)	Высокая концентрация	Высокая концентрация
Основные собственники	Институциональные и индивидуальные инвесторы	Банки, компании, финансово-промышленные группы	Компании, государство
Доминирующий внешний источник финансирования	Рынок капитала	Банковские кредиты	Банковские кредиты
Развитость рынка корпоративного контроля	Высокая	Низкая	Низкая
Кто осуществляет контроль	Аутсайдеры	Инсайдеры	Инсайдеры
Основные стейкхолдеры	Акционеры	Широкий круг стейкхолдеров	Акционеры

Окончание табл. 1

1	2	3	4
Правовая защита интересов миноритарных акционеров	Высокая	Модель не ориентирована на миноритариев	Слабая
Агентская проблема	Конфликт интересов акционеров и менеджеров	Конфликт интересов крупных и мелких акционеров	Конфликт интересов крупных и мелких акционеров
Требования к раскрытию информации	Жесткие	Невысокие	Невысокие
Модель совета директоров	Одноуровневая	Двухуровневая — в Германии; одноуровневая — в Японии	Одноуровневая

Существует еще один фактор, который следовало бы включить в таблицу, но мы сознательно этого не сделали, — уровень прозрачности компаний. Данные результаты предполагается получить из обследования корпоративных сайтов компаний — представителей разных моделей КУ (см. раздел «Методология и результаты обследования» настоящей статьи).

В последние годы наблюдаются процессы конвергенции национальных моделей корпоративного управления [Третьяков, 2004]. Этому способствуют растущая интеграция финансовых рынков, глобализация товарных рынков, тенденции к сближению правовых и институциональных норм, более открытый обмен информацией. Однако этот процесс вряд ли приобретет завершённую форму в ближайшие десятилетия. Необходимы изменения структуры собственности, корпоративного контроля, корпоративного законодательства, системы раскрытия информации и других правовых и экономических факторов, лежащих в основе формирования национальных моделей корпоративного управления. Например, для трансформации модели с концентрированной структурой собственности в модель с распыленной собственностью необходимо предоставление более широких прав мелким акционерам. Хотя наблюдаются определенные процессы конвергенции в направлении англосаксонской модели. Особенно подвижной в этой связи может оказаться российская модель, которая еще не успела застыть и приобрести какие-то четко закрепленные характеристики. Прежде всего это касается возможного снижения в будущем концентрации собственности ввиду выведения на открытый рынок части крупных пакетов акций буду-

щими поколениями предпринимателей, наследующих бизнесы современных крупных держателей [Капелюшников, 2006]. Сегодня же для российской модели КУ в целом характерны такие особенности: высокая концентрация собственности; недостаточное разграничение собственности и контроля; громоздкие холдинговые структуры; неопытные и неправильно функционирующие советы директоров [Пособие по корпоративному управлению, 2004, ч. I].

Среди публикаций по проблемам корпоративного управления необходимо отметить наличие большого числа статей сугубо нормативного порядка с предлагаемыми на основе рациональности, здравого смысла или набора кейсов рецептами по наилучшим моделям, стилям КУ. Однако даже самые разумные спекулятивные рассуждения нуждаются в эмпирической проверке [Бухвалов, 2005]. Например, вывод о том, что распыленная форма собственности в корпорации является наилучшей формой КУ, опровергнут позитивным анализом многих развитых стран [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005]. Что касается сравнения моделей по степени эффективности, то, несмотря на периодически возникающий крен в сторону признания более эффективной то англо-американской, то германо-японской моделей, ряд исследователей пришли к выводу: с точки зрения эффективности эти модели можно считать равноценными. Очевидно, что каждая из моделей обладает своими преимуществами так же, как и не избавлена от недостатков и издержек, связанных с правовыми и институциональными особенностями [Капелюшников, 2006].

Данная работа не преследует цель сформировать выводы относительно наиболее эффективной модели КУ. Целесообразно сравнение компаний из стран с различными моделями КУ с точки зрения качества представления информации на корпоративных сайтах, с выводами о том, как связана специфика раскрытия информации с особенностями различных моделей.

РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ И ПРОЗРАЧНОСТЬ КОМПАНИЙ: ОБСЛЕДОВАНИЕ КОРПОРАТИВНЫХ САЙТОВ

Проблема раскрытия информации о компании для существующих и потенциальных стейкхолдеров — одна из важнейших в исследовании корпоративного управления. Здесь целесообразно выделить два аспекта:

- 1) обязательное раскрытие информации согласно требованиям корпоративного законодательства⁴ (речь идет о соответствии корпора-

⁴ Когда идет речь о раскрытии информации, то говорят о ее предоставлении либо для акционеров, либо для инвесторов (акционеров и кредиторов). Необходимо учитывать интересы всех стейкхолдеров при подаче адекватной информации о компании.

тивного законодательства в части защиты прав и интересов стейкхолдеров и системы правоприменения, исполнения законодательства, т. е. о юридической стороне);

- 2) добровольное раскрытие информации о компании согласно Кодексу корпоративного поведения и другим этическим стандартам, носящим преимущественно рекомендательный характер (хотя требования о соблюдении кодекса включены в правила листинга торговых систем). Кроме того, существуют стандарты маркетинга ценных бумаг для компаний, которые необходимо соблюдать с целью привлечения инвесторов.

С юридической точки зрения большинство компаний должно выполнять требования о раскрытии информации, иначе они могут быть подвергнуты санкциям за нарушение требований законодательства (см., напр.: [Кодекс Российской Федерации об административных..., 2001, ст. 15.19; УК РФ, ст. 185.1]). Согласно российскому законодательству, под раскрытием информации понимается обеспечение ее доступности всем заинтересованным в этом лицам, независимо от целей получения данной информации, по процедуре, гарантирующей ее нахождение и получение [О рынке ценных бумаг, 1996, ст. 30]. Раскрытие информации, очевидно, направлено на ознакомление участников рынка с деятельностью друг друга, важно для стимулирования инвестиционного процесса как внутри страны, так и для привлечения зарубежных инвесторов. В 2003 г. было введено требование о раскрытии существенных фактов компаний на лентах уполномоченных агентств [Оленьков, 2006].⁵ Однако далеко не все компании предоставляют информацию полностью и в срок: у многих из них нет реальных стимулов оперативно и качественно информировать о себе инвесторов. Прежде всего речь идет о псевдооткрытых АО, многие из которых были созданы в процессе массовой приватизации и де-факто не являются публичными компаниями.

Процесс раскрытия информации — это более сложная процедура, чем просто предоставление информации по требованию регулирующих органов. Раскрытие информации зачастую отождествляют с прозрачностью, однако это не одно и то же. Компании могут раскрывать большое количество информации, не имеющей ценности для инвесторов и других стейкхолдеров, кроме того, делать это таким образом, чтобы завуалировать реальные

⁵ Парадоксально, но среди трудностей раскрытия информации отмечаются прежде всего нарушения, связанные с неправильно выстроенными внутренними процедурами (некому подписать отчет, чрезмерное разделение функций по раскрытию или, наоборот, назначение одного ответственного за все процедуры) [Оленьков, 2006].

события, манипулируя информацией [Пособие по корпоративному управлению, 2004, ч. IV]. Например, в большинстве компаний, раскрывающих информацию о собственниках, реальную структуру собственности выявить невозможно из-за сложных цепочек владения.

Раскрытие информации, понимаемое как «disclosure», по сути является нормативной установкой, а управленческая установка предполагает обеспечение прозрачности (transparency), опирающееся на спрос на данную информацию со стороны заинтересованных сторон.

Согласно принципам корпоративного управления ОЭСР, «своевременному раскрытию подлежит полная и точная информация по всем существенным вопросам, касающимся корпорации, включая ее финансовое положение, результаты деятельности, структуру собственности и управления».⁶ Основным здесь является понятие существенности — это информация, непредоставление или искажение которой может оказать влияние на экономические решения, принимаемые ее пользователями. Информация должна сообщаться всем группам инвесторов одновременно, сообщения о существенном факте (в виде пресс-релиза или через систему раскрытия) должны выходить синхронно. Эти требования действуют и за рубежом. Сообщения, которые публикует компания за рубежом, мгновенно доходят через СМИ (в первую очередь — информагентства) и до российской аудитории. С 2006 г. при листинге на зарубежных рынках российский эмитент обязан раскрывать для российских инвесторов всю ту же информацию, которую он раскрывает и за рубежом. Информация должна быть размещена на сайте компании и через ленты новостей российских уполномоченных информагентств.

Заинтересованы ли компании в максимальной прозрачности? Многие российские корпорации — нет, поскольку рост прозрачности повышает риск враждебного поглощения, корпоративного шантажа, преследования со стороны государства. Ввиду этого, как показали исследования Standard & Poors, многие компании только декларируют прозрачность, а не реально следуют ей.

Российские компании, не котирующие акции на известных торговых площадках, редко публикуют данные по международным стандартам финансовой отчетности.

Согласно исследованиям, проведенным агентством Standard & Poors, рассчитывающим индекс транспарентности крупнейших российских компаний, стандарты раскрытия информации в 2005 г. улучшились по сравнению с периодом, прошедшим с момента начала исследований (с 2002 г.)

⁶ Принципы корпоративного управления ОЭСР. Принцип IV о раскрытии информации и прозрачности. См.: www.oecd.org/dataoecd/

с 34 до 50% значения индекса транспарентности. S&P оценивает средний уровень корпоративной прозрачности относительно максимального уровня, предпочтительного для рационального инвестора (т. е. полного объема информации о компании, необходимой для принятия инвестиционных решений). Причем компании оцениваются с точки зрения международного инвестора, поэтому важно раскрытие информации о компании не только на русском, но и на английском языке.⁷ Прозрачность российских компаний оценивается S&P с точки зрения раскрытия для инвесторов данных о:

- ♦ структуре собственности и отношениях с инвесторами;
- ♦ финансовой и операционной информации;
- ♦ составе и процедуре работы совета директоров и менеджмента.

Оценка качества раскрытия информации на корпоративных сайтах является одним из необходимых компонентов при составлении рейтинга по индексу транспарентности наряду с другими способами раскрытия информации (согласно требованиям регулирующих органов и пр.).

Направления, по которым, по оценке S&P, произошли улучшения в 2005 г., — успехи включенных в выборку компаний (всего 54) в предоставлении отчетности по международным стандартам (из 54 исследуемых компаний 43 дают отчетность по этим стандартам, однако это низкий процент, учитывая, что компании в выборке — крупнейшие); сокращение сроков публикации годовой финансовой отчетности; предоставление большего объема информации на английском языке; улучшения в информационном наполнении корпоративных интернет-сайтов. По результатам исследования, наиболее полно компании раскрывают информацию о продукции и услугах, стратегии и инвестиционных планах, наиболее низкий уровень раскрытия — по компоненте «вознаграждение директоров и высшего руководства» (в основном только данные о совокупных объемах вознаграждений членам совета директоров и правления). Раскрытие финансовой информации также находится на относительно невысоком уровне.

Уровень прозрачности, открытости компании, проявляющийся в полноте раскрытия информации существующим и потенциальным инвесторам и другим стейкхолдерам, влияет на стоимость компании. Такую положительную зависимость показал приближенный анализ, проведенный Standard & Poors в этом же исследовании. Следовательно, прозрачность компании является нематериальным активом, позволяющим наиболее открытым компаниям повышать свою рыночную стоимость [Кочетыгова, Попивций, 2006]. Поэтому компании должны быть заинтересованы в донесении до рынка сведений, которые не являются обязательными, но важны для оценки бизнеса. Например, для технологических компаний это может быть уро-

⁷ Подробнее см.: [Кочетыгова, Попивций, 2006].

вень затрат на НИОКР, для других — оценочные данные по развитию конкретного сегмента рынка [Оленьков, 2006].

Одна из проблем российского бизнеса — недостаточная прозрачность дочерних компаний, являющихся частью структуры крупных холдингов. Эти компании как бы «прячутся» за материнской компанией, не считая необходимым предоставлять инвесторам полную информацию о себе. Например, в холдинге РАО «ЕЭС» уровень прозрачности соответствует современным стандартам корпоративного управления, что, в частности, подтверждается отсутствием в течение длительного времени в открытых источниках сообщений, свидетельствующих о наличии у акционеров претензий к уровню открытости и общему состоянию корпоративного управления (такие факты имели место в компании до начала реформы 2000–2004 гг.). Уровень же прозрачности и публичности сетевых и генерирующих компаний (ФСК, ОГК, ТГК, МРСК), по мнению экспертов, не соответствует стандарту, заданному компанией (недостаточная прозрачность структуры собственности, исполнительного аппарата, системы обсуждения, принятия и исполнения стратегических решений советов директоров, СЕО, комитетов, отсутствие диалога со стейкхолдерами и пр.) [Берлин, Дубовицкая, 2006].

Изучением корпоративных сайтов занимается и ряд других консалтинговых и аналитических компаний, составляющих собственные рейтинги, доверие к которым является вопросом личного выбора каждого пользователя. Оценку сайтов компаний различных стран на предмет раскрытия информации производит шведская компания Hallvarsson & Halvarsson в рамках проекта Webranking. Например, в 2006 г. было обследовано 26 российских компаний с капитализацией не менее 2 млрд долл. По результатам обследования, даже компании, набравшие максимальное количество баллов («Лукойл», НЛМК, «Аэрофлот», «Норильский никель», «Сибнефть»), значительно отстают от европейских компаний по качеству предоставления информации инвесторам.

Кроме корпоративных сайтов, в России важным источником добровольного раскрытия информации о компаниях через Интернет является Система комплексного раскрытия информации и новостей (СКРИН) (см.: www.skrin.ru). Она была создана Национальной ассоциацией участников фондового рынка (НАУФОР) и в настоящее время управляется группой РТС. Эмитент при заключении договора с системой предоставляет корпоративную информацию, которая помещается в базу данных СКРИН «Эмитент». Необходимо отметить, что исследование данного и других сайтов, содержащих информацию об эмитентах (например, cbonds.ru), не входит в задачи настоящей статьи. Причины этого, в частности, таковы: во-первых, использование информации с указанных сайтов сделало бы несопоставимым сравнение с прозрачностью зарубежных компаний, для которых так-

же необходимо изучение информационных сайтов в их странах, имеющих разную структуру; во-вторых, и это существенно — для получения важной информации об эмитенте на большинстве сайтов, в том числе указанных выше, необходимо регистрироваться, или пользование является платным, что ограничивает доступ инвесторов к информации о компании.

ФОРМИРОВАНИЕ ВЫБОРКИ И ГИПОТЕЗЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Очевидно, несмотря на рекомендательный характер требований к выполнению стандартов корпоративного управления и раскрытию информации, качественное выполнение этих требований ведет к повышению инвестиционной привлекательности компаний. Поэтому корпорации, не торгующие свои акции и не имеющие планов IPO, могут быть не заинтересованы в должном уровне раскрытия информации. В связи с этим в нашу выборку мы включили только открытые акционерные общества — по 20 АО каждой из трех моделей корпоративного управления — пяти стран: России, Великобритании, США, Германии, Японии.

Авторы выдвинули следующие гипотезы исследования, основанные на существующих особенностях национальных моделей корпоративного управления:

- ◆ Все открытые акционерные общества независимо от размера (в том числе размера капитализации), отрасли, страны (региона) заинтересованы в предоставлении максимально полной информации о компании с целью повышения привлекательности для инвесторов и других стейкхолдеров, а также информации в наиболее удобном для потенциального пользователя виде. Компании, которые обнаружат скудное раскрытие информации, не являются в полном экономическом смысле ОАО. Они либо должны в ближайшем будущем пересмотреть свои стандарты прозрачности, либо подумать о переходе в закрытую организационно-правовую форму (см. подр.: [Бухвалов и др., 2006]).
- ◆ В целом российские компании имеют достаточный объем раскрытия информации, показывают большую прозрачность, чем компании Германии и Японии.
- ◆ Компании англосаксонской модели демонстрируют самый высокий уровень раскрытия информации, поскольку наиболее ориентированы на внешние формы корпоративного управления.

Нашей целью являлось сравнение результатов по группам компаний из разных моделей, поэтому мы не заинтересованы в оценке только крупнейших компаний. Все российские компании в выборке имеют ликвидный рынок акций (торги по акциям на РТС в течение последних трех дней перед формированием выборки). Акции зарубежных компаний, вошедших в

выборку, также имеют ликвидный вторичный рынок, торгуются хотя бы на одной фондовой бирже (Токийской, Франкфуртской, Лондонской, Нью-Йоркской или бирже NASDAQ, на других национальных и международных биржах). При выборе компаний упор делался на то, что должны быть представлены как крупные (к примеру, «Аэрофлот»), так и менее известные и крупные (к примеру, ОАО «Краснокамский завод металлических сеток»). В выборку попали компании из разных секторов производства и торговли, в том числе: производства вертолетов, самолетов и прочих летательных аппаратов, производства пластмасс и синтетических смол в первичных формах, добычи сырой нефти и нефтяного (попутного) газа, деятельность в области электросвязи, производства машин и оборудования для металлургии, производства детского питания и диетических пищевых продуктов, фармацевтики, добычи золота и пр. Соотношение групп компаний по размеру, отраслевой структуре и другим признакам внутри выборки не имеет значения для целей нашего исследования, так как авторы исходили из предположения, что все публичные компании должны раскрывать максимальный объем информации о корпоративном управлении для стейкхолдеров.

Мы не включили в выборку компании финансового сектора, постарались отказаться от многонациональных компаний, также в выборку не вошли компании, в которых контрольные пакеты принадлежат государству.⁸

МЕТОДОЛОГИЯ И РЕЗУЛЬТАТЫ ОБСЛЕДОВАНИЯ

С использованием критериев формирования выборки, которые были изложены выше, авторы провели обследование более чем 60 корпоративных сайтов. Необходимо еще раз подчеркнуть, что эксперты по корпоративным сайтам прежде всего оценивают качество предоставляемой информации с точки зрения инвесторов. Никто не упоминает, что информация также должна быть полезна для других стейкхолдеров, особенно потребителей. Ведь именно то, что думают о компании, как относятся к ней и ее продукции потребители, влияет на основные показатели операционной деятельности корпорации и в конечном счете оказывает воздействие на формирование ее ценности.

При разработке критериев оценки авторы исходили из нормативной установки, что предоставление данной информации на сайте в наиболее полном и удобном виде соответствует интересам стейкхолдеров.

⁸ Компания S&P в своем исследовании пришла к выводу, что в последнее время государственные компании демонстрируют более быстрый, по сравнению с частными, рост рыночной стоимости.

Для целей обследования было сформулировано 24 вопроса-критерия, которые в той или иной степени помогают оценить компанию по вышеизложенным требованиям. Каждый из критериев оценивался по следующей шкале:

- «0» — нет информации, она недостаточна и/или ее практически невозможно найти на сайте;
- «1» — информация присутствует, но в фрагментарном виде и/или «спрятана»;
- «2» — информация в удовлетворительном количестве и легко обнаруживается.

Таким образом, предложенные критерии объединяют оценку качества, полезности и полноты представленной на сайтах информации и удобства расположения данных. Предметом исследования не являлась оценка функциональности сайта с точки зрения навигации по сайту и других функциональных признаков.

Шкала достаточно проста, что, с одной стороны, делает ее менее гибкой, но с другой — снижает степень субъективности и позволяет легче оценить результаты. Подобный метод оценки и рейтингования с помощью шкалы с присвоением баллов (0,1) был использован в исследованиях [La Porta et al., 1998; Berglöf, Pajuste, 2003] при вычислении антидиректорского индекса ряда стран⁹, а также применялся при оценке странового рейтинга уровня корпоративного управления [Либман, 2003].

Итоги обследования приведены в табл. 2 в разрезе критериев раскрытия информации, отдельных стран и основных моделей корпоративного управления.

В целом Россия по качеству предоставляемой на сайтах компаний информации не является аутсайдером среди других стран, как и предполагалось авторами, поскольку публичные компании стали больше ориентироваться на инвесторов. Однако с точки зрения оценки моделей российская модель занимает последнее место, в то время как две другие модели КУ показали примерно одинаковые результаты. В разрезе отдельных стран аутсайдером является Япония, так как ее суммарный рейтинг — наименьший. Насколько подтвердились наши гипотезы? Россия, Великобритания и США показали в целом ожидаемые результаты. Что касается Японии и Германии, то закрытость первой удивляет, впрочем, как и столь высокая прозрачность германских компаний. Специфику раскрытия информации японскими компаниями можно объяснить тем, что национальные особенности структуры компаний (группы кейрецу) не требуют значительной открытости, поскольку акции в первую очередь предназначены для доминирующих групп акцио-

⁹ См. также: [Бухвалов, 2005; Бухвалов, Комиссарова, 2006].

неров. Особенности представления информации японскими компаниями является то, что они в целом не показывают дополнительные данные по членам совета директоров и предпочитают ограничиваться обращением президента, перечнем фамилий и фотографиями (достаточно однотипного плана). Кроме того, японские компании не раскрывают в соответствии с нашими критериями и подходом информацию по структуре акционерного и заемного капитала, столь же минимально присутствует дополнительная информация по дивидендам (что, безусловно, формируется под действием доминанты финансовых структур). Еще одной особенностью Японии является то, что при формировании выборки авторы столкнулись с проблемой отсутствия у ряда котируемых компаний англоязычных версий корпоративного сайта.

Таблица 2

Результаты обследования качества корпоративных сайтов с позиции прозрачности компании

Критерии	Россия (20 компаний)	Япония (10 компаний)	Германия (10 компаний)	Германо-японская модель (20 компаний)	США (10 компаний)	Великобритания (10 компаний)	Англосаксонская модель (20 компаний)	Итого
1	2	3	4	5	6	7	8	9
Простота обнаружения информации по КУ (наличие отдельного раздела)	21	10	20	30	15	19	34	85
Наличие и качество представленной годовой отчетности за последние 5 лет	34	19	20	39	16	20	36	109
Наличие и качество представленных квартальных отчетов за последний год	38	19	20	39	16	20	36	113
Сведения о составе и членах совета директоров	19	10	18	28	18	19	37	84
Указание на независимых директоров	2	0	2	2	0	20	20	24
Информация о комитетах СД	11	3	10	13	15	14	29	53
Сведения о составе и членах Правления	21	10	17	27	18	19	39	87
График собраний СД и Правления	1	0	6	6	0	0	0	7

Окончание табл. 2

1	2	3	4	5	6	7	8	9
Информация по вознаграждениям директорам и высшему менеджменту	5	4	12	16	3	4	7	28
Информация о последних выплаченных дивидендах	24	9	16	25	12	18	30	79
Информация по дивидендной политике	18	1	6	7	12	14	26	51
Информация о существенных фактах хозяйственной деятельности и фактах, способных повлиять на стоимость акций	40	14	20	34	16	14	30	104
Информация об аффилированных лицах	38	14	20	34	16	14	30	102
Информация о базовых кредиторях (структура заемного капитала)	1	0	6	6	0	0	0	7
Информация о реструктуризации (в том числе будущей)	8	1	2	3	0	0	0	11
Информация о капитализации	6	1	0	1	2	1	3	10
Информация или активная ссылка на текущие торги (результаты текущих торгов)	24	12	20	32	20	20	40	96
Информация о структуре акционерного капитала	18	0	12	12	4	4	8	58
Информация о номинальном владении	8	0	0	0	0	2	2	10
Наличие внутренних документов (положения о СД, Правлении, комитетах, дивидендной политике, Устав и пр.)	33	13	15	28	8	4	12	73
Информация о социальной политике и работе компании	22	20	20	40	18	20	38	100
Внутренняя документация, регламентирующая информационную политику компании	16	6	4	10	0	0	0	26
Информация о прочих ценных бумагах	30	10	20	30	13	8	21	81
FAQ (frequently asked questions)	10	12	18	30	8	10	18	58
ИТОГО по моделям КУ	445	—	—	492	—	—	494	—
Итого по стране (10 компаний)	223	188	304	—	230	264	—	—

Вопреки выдвинутой гипотезе, самый высокий рейтинг показала Германия. Среди отличительных черт можно отметить, что информация о структуре управления на большинстве сайтов отражена не в разделе о корпоративном управлении или общих сведениях о компании, а в разделе, называемом «Цифры и факты». Немецкие компании показали самый высокий рейтинг с точки зрения раскрытия информации по структуре заемного капитала, что полностью согласуется с особенностями германского права, ориентированного на кредитора. В отличие от российских только незначительный процент немецких компаний имеет заставку основного сайта на родном языке (к примеру, компания Deutsche Telekom), большая же часть располагает полностью англоязычными сайтами с немецкими версиями, тогда как у российских компаний, попавших в выборку, базовый сайт — на русском языке (с английской версией). Исключение составляет ОАО «Вымпелком», у которого при активизации ссылки «Инвесторам» осуществляется автоматический переход к английской версии сайта в абсолютно другом дизайне.

США и Англия оказались близки друг другу по рейтингу, но это не значит, что представление информации на сайтах их компаний является однотипным. В соответствии с базовой гипотезой американские компании, равно как и британские, должны быть заинтересованы в потенциальных инвесторах более остальных, но тогда возникает вопрос: почему у них столь невыдающийся рейтинг? При ближайшем рассмотрении оказалось, что ряд компаний не очень старательно предоставляет отдельно информацию по балансовым отчетам, дивидендам и структуре капитала. Возможно, это косвенно связано с отголосками скандала с аудиторскими компаниями, хотя то, что касается текущих торгов акциями и социальной политики (где есть информация), отражено практически безукоризненно. Еще одной особенностью явилось то, что ряд американских компаний при активизации информации для инвестора или запроса дополнительных данных о компании требует обязательной регистрации. Это не является препятствием, т. е. отказом в доступе, но может снизить привлекательность сайта для инвестора. Такие компании по объективным причинам в выборку не попали.

Наиболее интересными оказались корпоративные сайты английских компаний. С формальной точки зрения Великобритания не стала лидером рейтинга, но при оценивании представленной информации был выявлен ряд особенностей. Так, в соответствии с новыми нормативными требованиями (доклад Д. Хиггса),¹⁰ на сайтах имеется информация и о неисполнительных, и о независимых директорах. Данные понятия — разные¹¹,

¹⁰ Подр. см.: [Грачева, 2004].

¹¹ Подр. см.: [Бухвалов, Ильина, Бандалюк, 2006, с. 29–30; Пособие по корпоративному управлению, 2004, ч. VI, с. 213–215].

и ряд компаний дает ссылку на то, что у них в структуре СД это одни и те же лица. Количество неисполнительных директоров значительно варьирует — от более чем половины (к примеру, в компании British Telecom на 6 исполнительных приходится 7 неисполнительных директоров) до одного человека (в компании PATAGONIA GOLD). Также было отмечено, что на ряде корпоративных сайтов в свободном доступе даются электронные адреса членов Совета директоров, как, например, у компании GLOTEL.

Если вести речь об особенностях российских корпоративных сайтов, то стоит отметить следующее. По российским компаниям достаточно высоким оказался рейтинг по информации о реструктуризации в отличие от других стран. Авторы объясняют данный показатель как ошибку смещенной выборки, поскольку такая информация наличествовала только у ряда компаний из отрасли телефонии, что может трактоваться как отражение заведомо известной широким слоям населения информации. Кроме того, на ряде сайтов заметны перекосы с точки зрения представления информации: к примеру, на сайте можно найти всю формальную финансовую информацию, но нет никакой ссылки на торги. А ОАО «Лебедянский», наоборот, на стартовой странице предлагает информацию по торгам (а далее и капитализацию), очень активно продвигает социальную информацию, но базовая финансовая информация представлена более чем скудно. Требования законодательства многие компании выполняют, но Кодекс корпоративного поведения соблюдается не всеми. Отсюда вытекает проблема «пустых» сайтов (например, у «Автоваза»). Россия располагает наибольшим рейтингом по наличию внутренней документации об информационной политике, а в англосаксонской модели такой документ не является столь необходимым.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В результате проведенного обследования можно сделать следующие выводы:

1. Информационная прозрачность российских компаний достаточно адекватна. Однако нет четких национальных особенностей, единого подхода к формированию и структурированию представляемой информации, что свидетельствует, в частности, о несложившейся корпоративной культуре.
2. Основные гипотезы о связи раскрытия информации на корпоративных сайтах и национальных моделей корпоративного управления в целом подтвердились, за исключением того, что Япония и Германия в данном вопросе различны. Исходя из критерия прозрачности, их нельзя объединять в одну модель КУ. Однако многие

исследователи и без того разделяют германскую и японскую системы корпоративных отношений.

3. Существует ряд формальных требований, которые в достаточной мере соблюдаются во всех рассмотренных странах (к примеру, информация об аффилированных лицах), но есть и информация, которая не раскрывается также почти всеми компаниями (о структуре заемных средств, о графике собраний совета директоров и Правления).
4. По форме представления информации все сайты условно можно разделить на следующие группы:
 - ориентированные на потребителя (ОАО «Лебедянский»);
 - ориентированные на социальную позицию (Toyota Motor Corporation);
 - ориентированные строго на инвестора (Air Partner PLC).

Отрадно, что в целом полученные результаты оказались довольно оптимистичными. Например, исследование МФК региональных компаний России показало, что только в 3,3% компаний существуют специализированные комитеты советов директоров [Практика корпоративного управления..., 2003, раздел 2.2.1]. Мы пришли к иным выводам. Более чем в 50% случайно выбранных 20 российских ОАО существуют комитеты СД. При этом компании не оценивались нами на предмет наличия всех или большей части комитетов, рекомендованных, например, российским кодексом корпоративного поведения (всего 5 комитетов). Данная оценка является оценкой качества корпоративного управления, а не уровня прозрачности.

В качестве направлений дальнейших исследований в данной области авторами намечены следующие:

- ♦ установить то, каким образом прозрачность компаний в разных странах влияет на ее стоимость (капитализацию) и ряд других финансовых показателей;
- ♦ на основании более широкой выборки и большего уровня детализации продолжить исследование взаимосвязи между моделями корпоративного управления и информационной прозрачностью компаний;
- ♦ расширить анализ информационной прозрачности компаний за пределы корпоративных сайтов, исследовать возможности формирования концепции электронного корпоративного управления;
- ♦ несмотря на необходимость учета интересов различных групп заинтересованных сторон при оценке информации корпоративных сайтов, информация оценивалась в основном с точки зрения инвесторов, поскольку информация о корпоративном управлении интересна прежде всего для оценки инвестиционной привлекательно-

сти компаний. В дальнейшем же необходимо изучение спроса на данную и другую информацию, а также актуальности рейтингов прозрачности с точки зрения как различных групп инвесторов (профессиональных, непрофессиональных), так и других стейкхолдеров. С помощью полевых исследований целесообразно провести анализ спроса и качества корпоративных сайтов с точки зрения интересов пользователей. Что такое «хороший» корпоративный сайт? Необходимо иметь в виду, что культура пользования сайтами в разных странах различна. Интересным направлением исследования в этой связи может быть то, в какой мере культурные стереотипы делают существенной или несущественной информацию, представляемую на корпоративных сайтах.

Таким образом, открытой остается проблема востребованности данных электронных услуг со стороны стейкхолдеров как в России, так и в рамках компаративистского исследования. Важно определить, насколько полно интересы широких групп стейкхолдеров учитываются при осуществлении электронного корпоративного управления.

Литература

- Берлин А. Д., Дубовицкая Е. А.* Интересы инвесторов в контексте реформирования электроэнергетики России // Материалы международной конференции «Корпоративное управление и устойчивый рост: стратегические решения и корпоративная эффективность». Москва. 11–13 октября, 2006. С. 55–84.
- Бухвалов А. В.* Корпоративное управление как объект научных исследований // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 4. С. 81–96.
- Бухвалов А. В., Ильина Ю. Б., Бандалюк О. В.* Электронное корпоративное управление и проблемы раскрытия информации: сравнительное пилотное исследование // Научные доклады НИИМ СПбГУ № 23(R)–2006.
- Бухвалов А. В., Комиссарова Ю. К.* ОАО как инновация // Корпоративное управление и оценивание компаний: Сб. статей по материалам Круглого стола «Корпоративное управление и оценивание компаний: актуальные направления и программа исследований»; Международная научно-практическая конференция «Реформирование общественного сектора: проблемы эффективного управления», 1–2 декабря 2006 г., С.-Петербург / Под общ. ред. А. В. Бухвалова. СПб.: Научно-исследовательский ин-т менеджмента СПбГУ, 2006. С. 20–52.
- Бухвалов А. В., Осколков И. В., Ильина Ю. Б., Бандалюк О. В.* Выбор организационно-правовой формы для российских компаний: постановка задач эмпирического исследования // Корпоративное управление и оценивание компаний. Сборник статей по материалам Круглого стола «Корпоративное управление и оценивание компаний: актуальные направления и программа исследований»; Международная научно-практическая конференция «Реформирование общественного сектора: проблемы эффективного управления», 1–2 декабря

- 2006 г., С-Петербург / Под общ. ред. А. В. Бухвалова. СПб.: Научно-исследовательский ин-т менеджмента СПбГУ, 2006. С. 53–71.
- Голубева А. А.* Электронное правительство в контексте реформ государственного управления // Реформирование общественного сектора: поиск путей повышения эффективности: Сб. статей в 2 ч. Ч. 2 / Под ред. И. Н. Баранова, Т. М. Скляр, Ю. В. Федотова; Научно-исследовательский ин-т менеджмента СПбГУ. СПб.: Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006. С. 249–272.
- Грачева М.* Развитие британских стандартов корпоративного управления: доклад Хиггса // Вопросы экономики. 2004. № 1. С. 118–128.
- Гуриев С., Рачинский А.* Концентрация собственности в российской промышленности. М.: ЦЭФИР, 2004. [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.cefir.ru>
- Дженсен М. К., Меклинг У. Х.* Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2004. Вып. 4. С. 118–191.
- Долгопятова Т.* Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики. 2001. № 5. С. 46–60.
- Долгопятова Т. Г.* Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 2. С. 3–26.
- Ивасаки И.* Корпоративное право и организационный выбор: открытые и закрытые акционерные общества в России // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 3. № 4. С. 55–76.
- Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях* / Под ред. С. Б. Авдашевой, Т. Г. Долгопятовой. Московский общественный научный фонд, 2006.
- Капелюшников Р. И.* Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности // Вопросы экономики. 2000. № 1. С. 99–119.
- Капелюшников Р. И.* Собственность и контроль в российской промышленности // Вопросы экономики. 2001. № 12. С. 103–124.
- Капелюшников Р. И.* Концентрация собственности в системе корпоративного управления: эволюция представлений // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 1. № 4. С. 3–28.
- Капелюшников Р. И., Демина Н. В.* Влияние характеристик собственности на результаты экономической деятельности российских промышленных предприятий // Вопросы экономики. 2005а. № 2. С. 53–68.
- Капелюшников Р. И., Демина Н. В.* Обновление высшего менеджмента российских промышленных предприятий: свидетельства «Российского экономического барометра» // Российский журнал менеджмента. 2005б. Т. 3. № 3. С. 27–42.
- Кодекс Российской Федерации об административных правонарушениях от 30 декабря 2001 г. N 195-ФЗ.*
- Кочетыгова Ю. В., Попивций Н. И.* Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2005 году: прогресс продолжается, но в основном за счет менее прозрачных компаний // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2006. № 2 (21). С. 29–36.

- Кузнецов П. В., Муравьев А. А.* Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России. (Анализ «голубых фишек» фондового рынка) // Экономический журнал ВШЭ. 2000. № 4 (4). С. 475–504.
- Кузнецов П. В., Муравьев А. А.* Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2002. Вып. 1. С. 54–80.
- Ла Порта Р., Лопес-де-Силанес Ф., Шлейфер А.* Корпоративная собственность в различных странах мира // Российский журнал менеджмента. 2005. Т. 3. № 3. С. 97–148.
- Либман А. В.* Меры по регламентации корпоративного управления как способ решения агентской проблемы // Вестн. С.-Петерб. ун-та. Сер. Менеджмент. 2003. Вып. 1. С. 34–54.
- О рынке ценных бумаг.* Федеральный закон № 39-ФЗ от 22 апреля 1996 г.
- Оленьков Д. Н.* Раскрытие информации: работа над ошибками // Акционерное общество: вопросы корпоративного управления. 2006. № 6 (25). С. 12–16.
- Пособие по корпоративному управлению:* В 6 т. М.: Альпина Бизнес Букс, 2004.
- Практика корпоративного управления в регионах России.* 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.ifc.org/rscgr
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М.* Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ // Научные труды ИЭПП № 36. М.: ИЭПП, 2001.
- Радыгин А. Д., Гонтмахер А. Е., Межева И. В., Турунцева М. Ю.* Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. М.: ИЭПП, 2004.
- Сериков С.* Электронное государственное управление — состояние, перспективы, проблемы // Storage News. 2003. № 4. С. 30 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.storagenews.ru/18/ibm-e-gov-18.pdf>
- Солодов В. В.* Электронное правительство как инструмент борьбы с коррупцией / Реформирование общественного сектора: поиск путей повышения эффективности. Сб. статей в 2 ч. Ч. 2 / Под ред. И. Н. Баранова, Т. М. Складар, Ю. В. Федотова; Научно-исследовательский ин-т менеджмента СПбГУ. СПб.: Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006. С. 273–285.
- Третьяков М.* Конвергенция моделей корпоративного управления // Вопросы экономики. 2004. № 1. С. 129–146.
- Уголовный Кодекс Российской Федерации.* Ст. 185.1.
- Чугунов А. В.* Партнерские сети как инструмент внедрения технологий электронного правительства: российский и международный опыт / Реформирование общественного сектора: поиск путей повышения эффективности. Сб. статей в 2 ч. Ч. 2 / Под ред. И. Н. Баранова, Т. М. Складар, Ю. В. Федотова; Научно-исследовательский ин-т менеджмента СПбГУ. СПб.: Издат. дом С.-Петерб. гос. ун-та, 2006. С. 297–316.
- Шаститко А. Е.* Проблемы корпоративного управления и пути их решения в корпоративном законодательстве // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 2. № 4. С. 3–24.
- Яковлев А., Данилов Ю.* Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности и корпоративное финансирование // Материалы международ-

- ной конференции «Корпоративное управление и устойчивый рост: стратегические решения и корпоративная эффективность». Москва. 11–13 октября, 2006. С. 29–54.
- Barca F., Becht M.* (eds.). *The Control of Corporate Europe*. Oxford University Press, European Corporate Governance Network, 2001.
- Berglöf E., Pajuste A.* *Emerging Owners, Eclipsing Markets? Corporate Governance in Centra; and East Europe // Corporate Governance and Capital Flows / Eds. Cornelius P., Kogut B. N. Y.: Oxford University Press, 2003.*
- Coase R. H.* *The Nature of the Firm // Economica. 1937. Vol. 4.*
- Corbett J.* *An Overview of the Japanese Financial System // Capital Markets and Corporate Governance / Eds. N. Dimsdale, M. Prevezer. Oxford: Clarendon Press, 1994. P. 306–324.*
- Curthoys N., Crabtree J.* *SmartGov — Renewing Electronic Government for Improved Service-Delivery. 2003 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.theworkfoundation.com/pdf/184373012X.pdf>*
- Dolgopyatova T. G., Iwasaki I.* *Exploring Russian Corporations: Interim Report on the Japan-Russia Joint Research Project on Corporate Governance and Integration Processes in the Russian Economy. 2006. IER Discussion Paper Series No. B35. Institute of Economic Research of Hitotsubashi University, Tokyo [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.hit-u.ac.jp>*
- Edwards J., Fischer K.* *The German Financial System // Capital Markets and Corporate Governance / Eds. N. Dimsdale, M. Prevezer. Oxford: Clarendon Press, 1994. P. 259–283.*
- Graham J., Amos B., Plumptre T.* *Principles for Good Governance in the 21 Century. 2003. Institute on Governance. Policy Brief N. 15 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: [http:// unpan1.un.org](http://unpan1.un.org)*
- Franks J., Mayer C.* *Corporate Ownership and Corporate Control: A Study of France, Germany and the UK // Economic Policy. 1990. April. P. 191–231.*
- Franks J., Mayer C.* *Corporate Control: A Comparison of Insider and Outsider Systems // Working Paper. London, London Business School, Institute of Finance and Accounting, 1994.*
- La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* *Law and Finance // Journal of Political Economy. 1998. Vol. 106. N 6. P. 1113–1154.*
- La Porta R., Lopez-di-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* *Investor Protection and Corporate Governance // Journal of Finance. 2002. Vol. 57. N 3. P. 1147–1170.*
- Morck R. L., Steier L.* *The Global History of Corporate Governance — An Introduction. NBER Working Paper 11062. 2005 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.nber.org>*
- Masuyama S.* *The Role of the Japanese Capital Markets: The Effect of Cross-Shareholdings on Corporate Accountability // Capital Markets and Corporate Governance / Eds. N. Dimsdale, M. Prevezer. Oxford: Clarendon Press, 1994. P. 325–342.*
- Okot-Uma R.* *Electronic Governance: Reinventing Good Governance. London: Commonwealth Secretariat, 2001.*
- Prevezer M., Ricketts M.* *Corporate Governance: the UK Compared with Germany and Japan // Capital Markets and Corporate Governance / Eds. N. Dimsdale, M. Prevezer. Oxford: Clarendon Press, 1994. P. 237–256.*

- Schedler K.* Comment N 24. In: Jones L. Symposium on Public Management Reform and e-government // International Public Management Journal. 2002. Vol. 5. N 1.
- Schedler K., Scharf M. C.* Exploring the Interrelations between Electronic Government and the New Public Management. A Managerial Framework for Electronic Government. 2003.
- Shleifer A., Vishny R.* A Survey of Corporate Governance // Journal of Finance. 1997. Vol. 52. N 2. P. 737–783.
- Yakovlev A.* Evolution of Corporate Governance in Russia: Governmental Policy vs. Real Incentives of Economic Agents // Post-Communist Economies. 2004. Vol. 16. N 4. P. 387–403.
- Webranking: Hallvarsson & Halvarson [Электронный ресурс]. — Режим доступа: www.webranking.nu

Статья поступила в редакцию 9 января 2007 г.