

И. Беликов

директор Российского института директоров

В. Вербицкий

(Российский институт директоров)

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ, ЕГО СТАНДАРТЫ И ИХ ВНЕДРЕНИЕ

Содержание процесса корпоративного управления

Становление рыночной экономики в постсоциалистических странах означает не только смену типа собственности и устранение административно-командного сверхцентрализованного хозяйственного механизма, но и повседневную работу по освоению форм и методов хозяйствования, используемых в развитых странах. На этой базе создается возможность модернизации и рационализации экономики, появляются соответствующие стимулы и движущие силы. Важным элементом нового хозяйственного механизма является корпоративная организация использования производственных ресурсов, функционирования общественного капитала.

Обобщение опыта развитых стран позволяет выделить следующие основные предпосылки развития акционерной формы бизнеса:

- быстрый рост рынка, на котором работает компания;
- быстрые изменения в технологиях, требующие значительных инвестиций;
- высокая конкуренция;
- наличие существенных свободных финансовых ресурсов вне банковской сферы;
- готовность собственников разделить право собственности и право контроля в обмен на предоставляемые компании финансовые ресурсы;
- наличие адекватной финансовой инфраструктуры;
- наличие адекватной правовой среды.

В странах с развитыми рынками публичные компании стали наиболее мощными экономическими агентами, определяющими общую динамику экономического развития своих стран, формирующими основную долю ВВП, определяющими интенсивность и направленность инвестиционных процессов, и, как правило, развитие новых отраслей и технологий.

На протяжении 90-х годов мы были свидетелями как быстрого роста числа публичных компаний в развитых странах, так и появления таких

компаний в ряде стран с развивающимися рынками. Увеличение объема предлагаемых финансовыми рынками инвестиционных ресурсов, развитие институтов и технологий, способных обеспечить их аккумуляцию и вложение, снижение регулятивных барьеров – все это стимулировало процесс «открытия» компаний по отношению к внешним инвесторам.

Страны с развитыми рынками располагают высоким внутренним инвестиционным потенциалом и весьма совершенной инфраструктурой, дающей возможность быстро привлекать имеющиеся на рынке средства в акционерный капитал компании. Тем не менее, как показывает прежде всего опыт стран Западной Европы, выбор в пользу публичной компании – нелегкое решение для собственников и в этих благоприятных условиях. В таких странах, как Франция, Италия, Испания, Португалия, немалое число частных собственников крупных и средних компаний (последние, по российским масштабам, являются весьма крупными) не спешит расстаться с абсолютным контролем, стремится использовать промежуточные этапы, которые позволили бы привлечь новых акционеров и одновременно сохранить контроль за компаниями (например, открытое акционерное общество с наличием контрольного или очень крупного собственника). Экономике всех развитых стран невозможно представить без сотен тысяч и даже миллионов частных компаний, часть из которых ведут свою деятельность в весьма крупных масштабах.

За последние десятилетия, как показал опыт развитых стран, бизнес стал очень гибко использовать организационно-правовые формы своей деятельности, переходя от одной к другой – из частной компании, контролируемой одним или небольшой группой акционеров, к публичной и обратно. В условиях быстрого экономического роста, особенно во вновь возникающих, перспективных отраслях, значительное число даже совсем недавно созданных компаний, стремящихся обогнать конкурентов уже на ранней стадии, выходят на рынок с предложением своих акций в том или ином объеме. В условиях замедления экономического роста или спада, снижения интересов инвесторов к фондовому рынку часть публичных компаний может реорганизоваться в частные путем выкупа своих акций у акционеров (как правило, по цене ниже той, по которой они были размещены). Часть из них на новом этапе экономического роста может вновь выйти на рынок с предложением своих акций.

В России в настоящее время зарегистрировано около 25000 открытых акционерных обществ. Однако для подавляющего их большинства характерно явное противоречие между организационно-правовой формой и стратегией развития, соответствующей частной компании (незаинтересованность в привлечении внешних акционеров, развитие за счет собственных накоплений и различных форм долгового капитала). К этой груп-

пе относится подавляющее большинство небольших и средних компаний. Но среди них также есть немалое число крупных, а иногда и очень крупных по своим размерам компаний, настроенных на то, чтобы продолжать действовать по своеобразной модели «ОАО закрытого типа».

Так, ОАО «Трансстрой», созданное в ноябре 1991 г. в результате преобразования Министерства транспортного строительства, контролирует около 40% генеральных подрядов крупных транспортных строек. Выручка компании в 2000 г. составила 58 млрд руб., больше, чем у «АЛРОСА» или ГАЗа. Основными акционерами компании (около 300) являются работающие в отрасли, зачастую тесно связанные с ОАО, промышленные предприятия, строительные организации, НИИ, проектные организации. По словам президента компании В. Брежнева, бывшего министра транспортного строительства СССР, «посторонние нашими акциями не владеют», а в привлечении новых акционеров «необходимости нет».

Руководители компании «Русский алюминий», являющейся вторым по объему в мире производителем алюминия, неоднократно заявляли, что не собираются выводить акции компании на фондовые рынки в ближайшие 2-3 года, и финансовые аналитики считают, что нынешние акционеры компании не заинтересованы в привлечении других акционеров.

В то же время в тех сферах бизнеса, где наряду с ростом рынка развивается конкуренция и требуется привлечение значительных финансовых ресурсов, наблюдается растущая тенденция к большей открытости в отношении внешних инвесторов.

На период 2005–2007 гг. не менее 35–40 российских компаний планируют осуществить первичные размещения своих акций на российских и зарубежных биржах. Среди них такие, как «Амтел», АФК «Система», «Белон», ВСМПО-«Ависма», «Илим Палп Энтерпрайз», «ИНПРОМ», «МГТС», «Магнитогорский металлургический комбинат», «МГУ-Интел», «Мегафон», «Новолипецкий металлургический комбинат». ТД «Перекресток», «Ростик-групп», «Русский алюминий», «РусПромАвто», «Русский текстиль», «Северсталь», «ИжАвто» и другие.

Параллельно с процессом развития акционерной формы бизнеса развивались финансовая инфраструктура, облегчающая привлечение финансовых средств частных и институциональных инвесторов (пенсионных фондов, страховых компаний, различного рода инвестиционных фондов) и их переток между компаниями, а также законодательная база, регулирующая процесс обращения акций и управления акционерными компаниями и обеспечивающая права владельцев акций.

1990-е гг. стали периодом резкого ускорения тенденции глобализации как основного фактора, определяющего экономические и социальные процессы развития мирового сообщества. Одним из ее проявлений стала

глобализация инвестиционных процессов. Инвестиционные институты, в управлении которых оказалась большая часть этих ресурсов, продемонстрировали высокую эффективность в использовании этих средств, проводя гораздо более агрессивную инвестиционную политику по сравнению с традиционными финансовыми институтами (прежде всего банками). В поисках новых, более доходных сфер приложения имеющихся в их распоряжении капиталов, эти институты, прежде всего различного рода инвестиционные фонды, вышли за рамки отдельных стран и континентов, сделав свою деятельность поистине безграничной. По сравнению с прошлыми десятилетиями многократно увеличились объемы инвестируемых капиталов, расширилось географическое пространство вложений и появились новые формы и механизмы их привлечения и использования.

Важной отличительной тенденцией глобализации инвестиционных процессов стало резкое ускорение темпов роста портфельных инвестиций по сравнению с прямыми. За 1970–2004 гг. годовой объем прямых инвестиций в семерке ведущих развитых стран вырос более чем в 40 раз, а портфельных инвестиций – более чем в 150 раз. В начале 1980-х гг. объем портфельных инвестиций из стран, входящих в Организацию экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), в страны, не являющиеся членами этой организации (главным образом в страны с развивающимися рынками), составлял весьма незначительную сумму. За период с 1989 по 1994 г. он вырос до 40 млрд долл. в год. После падения до 17 млрд долл. в 1998 г., в результате кризиса на развивающихся рынках, он вновь достиг уровня в 40 млрд долл. в 2000 г.

Основной формой деятельности портфельных инвесторов является купля-продажа акций, котирующихся на фондовом рынке. Приобретаемые ими пакеты акций, как правило, невелики – не превышают 10%, а чаще значительно меньше. Очевидно, что, приобретая незначительный (миноритарный) пакет акций, портфельные инвесторы, в отличие, к примеру, от прямых инвесторов (приобретающих крупный или даже контрольный пакет акций), далеко не всегда могут рассчитывать на прямое участие своих представителей в процессе управления компаниями, в которые вложены их средства, а также на то, что их интересы будут учтены руководством и крупными акционерами этих компаний.

Поэтому портфельные инвесторы чрезвычайно чувствительны к тому, каким образом компании, получающие их инвестиции, строят свои взаимоотношения с инвесторами, существуют ли для последних возможности получить достаточную информацию о том, как используются предоставленные компаниям инвестиции, какие важнейшие решения (крупные сделки, реструктуризация, слияния, приобретения и т.п.) готовятся и принимаются менеджментом компаний, и могут ли инвесторы своевре-

менно получить информацию об их деятельности и каким-то образом повлиять на них. Эти и другие проблемы составляют содержание понятия «корпоративное управление».

Понятие корпоративного управления имеет немало определений. К примеру, Организация экономического сотрудничества и развития (ОЭСР) дает следующее определение этого понятия: «Корпоративное управление представляет собой систему, с помощью которой осуществляет управление и контроль за деятельностью предпринимательских организаций. Структура корпоративного управления определяет права и обязанности лиц, входящих в корпорацию, например, членов советов директоров, менеджеров, акционеров, и других заинтересованных лиц, и устанавливает правила и порядок принятия решений по делам корпорации. Корпоративное управление также обеспечивает структуру, на основе которой устанавливаются цели и задачи деятельности компании и определяются пути и средства их достижения и контролируется деятельность компании»¹. С учетом имеющихся других определений данного понятия можно выделить в качестве участников системы корпоративных отношений менеджеров, различные группы и категории акционеров и так называемые «другие заинтересованные группы» (кредиторы, персонал, партнеры, местные сообщества, власти и пр.), а в качестве ее основной задачи – обеспечение эффективности деятельности компании в интересах указанных участников этих отношений.

Существует немало других определений понятия «корпоративное управление». В частности, в последние годы правительствами и общественными организациями растущего числа стран активно обсуждается вопрос о необходимости для компаний, прежде всего крупных, учитывать в своей деятельности не только интересы групп, непосредственно зависящих от нее или связанных с ней, но и более широкие социальные интересы, потребности развития общества в целом. Акцентируя различные аспекты процесса отношений между различными группами, оказывающими влияние на деятельность компании и различаясь в нюансах, они, как правило, фиксируют некое общее содержание.

С учетом этого общего содержания, корпоративное управление, по нашему мнению, можно определить как *систему взаимоотношений между собственниками (акционерами) компании и ее менеджментом, между различными группами (категориями) акционеров, и между компанией в целом и иными заинтересованными группами (stakeholders) по вопросам обеспечения интересов указанных участников корпоративных отношений и обеспечения эффективной деятельности компании, ее соответствия социальным целям и общественным интересам.*

¹ Принципы корпоративного управления ОЭСР. М., 2000, с.4.

Исходя из приведенного определения видно, что масштабы системы, призванной регулировать корпоративные отношения, степень «развернутости» ее компонентов, формализации регулирующих их функционирование процедур неодинаковы для различных компаний.

Стандарты международной «передовой практики» корпоративного управления

С начала 1990-х гг. объединения инвесторов, международные организации, ведущие биржи, известные экспертные и исследовательские центры, правительства различных стран активно работали над выработкой принципов корпоративного управления, которые бы обеспечивали наиболее комфортные условия для деятельности инвесторов, прежде всего портфельных, эффективный баланс между интересами основных групп участников корпоративных отношений (акционеры, менеджеры, другие заинтересованные группы/«стейкхолдеры»). Результаты этой работы получили свое воплощение в «кодексах передовой практики корпоративного управления» (best corporate governance codes).

К концу 2004 г. международными организациями, объединениями инвесторов, правительствами различных стран и компаниями было принято свыше 100 документов такого рода.

Основу содержания этих документов составляют рекомендации по основным компонентам процесса корпоративного управления в акционерных обществах, таким, как подготовка и проведение общего собрания акционеров, избрание и обеспечение эффективной деятельности советов директоров, деятельность исполнительного органа (правление, генеральный директор), раскрытие информации о деятельности компании, подготовка и проведение крупных корпоративных решений (слияния, поглощения, реорганизация) и другие.

Основной смысл рекомендаций заключается в том, что деятельность органов акционерного общества, принятие решений по вопросам, оказывающим серьезное влияние на деятельность акционерного общества, осуществляются таким образом, чтобы не нарушались законные права и интересы акционеров, а также других заинтересованных сторон – персонала, кредиторов, партнеров, местных сообществ и других (на Западе их принято называть «стейкхолдерами»).

Рассмотрим ключевые рекомендации по вопросам организации системы корпоративного управления, которые инвесторы и выступающие от их имени многочисленные институты финансовой инфраструктуры, организации настойчиво предлагают компаниям-эмитентам.

Исключительно высокая значимость придается в этих рекомендациях раскрытию информации о важнейших сторонах деятельности компании, функционирования ее системы корпоративного управления.

Общая степень прозрачности компании оценивается по уровню раскрытия финансовой и нефинансовой информации. Рекомендации, выдвигающиеся стандартами «передовой практики» в последние годы, акцентировали одинаковую важность раскрытия как финансовой, так и нефинансовой информации. Наличие у компании внутреннего документа, разъясняющего ее информационную политику, рассматривается как важный (хотя сам по себе и недостаточный) признак того, что данная компания серьезно относится к обеспечению информационной прозрачности, имеет продуманную политику по этому вопросу.

Важнейшим компонентом прозрачности компании рассматривается прозрачность ее структуры собственности. В частности, информирование существующих акционеров, а также публичное раскрытие информации о реальных (бенефициарных) владельцах пакетов акций, превышающих, по крайней мере, 5%. Если этот порог ниже, то степень прозрачности компании считается выше. Раскрытие информации о номинальных держателях акций не считается информацией, дающей реальную картину структуры акционерного капитала. При этом ответственность на раскрытие такой информации возлагается на компанию-эмитент. Нежелание бенефициарных акционеров идентифицировать себя не рассматривается в качестве достаточного объяснения.

Компания должна раскрывать достаточно подробную информацию о составе совета директоров и исполнительного органа. Рекомендации «передовой практики» особенно акцентируют внимание на раскрытии информации о составе совета директоров, так как в странах с англо-американской моделью корпоративного управления, на опыте которой базируются эти рекомендации, совет директоров выступает (или, по крайней мере, должен) выступать в качестве основного органа представления и защиты интересов акционеров. В частности, состав такой информации, помимо кратких биографических данных каждого члена совета, должен содержать информацию о его предшествующих местах работы за последние несколько лет (как правило, 3-5), о занятии им мест в советах директоров других компаний, владении акциями данной компании, размере получаемого вознаграждения. Таким образом, данная информация должна предоставлять акционерам и заинтересованным группам (например, потенциальным акционерам) возможность понять наличие или отсутствие у того или иного члена совета конфликта интересов (например, связанного с пребыванием в составе советов конкурирующих компаний), связи его материальных интересов с интересами компании (например, через владение акциями), уровень профессионализма.

Особо подчеркивается важность раскрытия информации о вознаграждении членов совета и высших менеджеров. Такая информация должна помочь акционерам понять взаимосвязь размера вознаграждения с результатами работы компании. В идеале, рекомендуется, чтобы компания раскрывала размер вознаграждения каждого члена совета и высшего менеджера с расшифровкой того, в каких формах было получено вознаграждение (в форме фиксированного вознаграждения, бонуса, опциона и пр.). Значительно ниже оценивается раскрытие информации о совокупном вознаграждении всем членам совета директором и всем высшим менеджерам (членам правления), еще ниже – всем членам совета и высшим менеджерам в целом.

При оценке раскрытия финансовой информации особое внимание обращается на наличие публичной финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с международными стандартами учёта, и аудиторского заключения, подготовленного в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО). Финансовая отчетность считается более содержательной, если в ней приводятся рассчитанные следующие показатели:

- размер чистой прибыли по основному виду деятельности;
- размер чистой прибыли в расчете на акцию;
- размер чистой прибыли по основному виду деятельности общества в расчете на акцию;
- отношение заемного капитала к собственному;
- текущая и перспективная ликвидность активов.

Большое значение для оценки уровня финансовой отчетности имеет раскрытие компанией информации о проведенных ею за отчетный период сделках. При этом, чем ниже размер сделки, о которой раскрывается информация, по отношению к общей стоимости активов, тем такая информация оценивается выше. При этом должен работать принцип деловой разумности: раскрытие большого объема информации о малозначимых сделках затрудняет оценку деятельности компании.

Особую значимость, по мнению разработчиков стандартов «передовой практики», имеет раскрытие информации о сделках, в совершении которых имеется заинтересованность. Такая информация оценивается высоко, в случае, если она раскрывает не только предмет и цену сделки, но стороны и выгодоприобретатели сделки, ее существенные условия сделки, поясняет – какой орган одобрил сделку.

Важное внимание уделяется *оперативности* раскрытия информации, прежде всего на интернет-сайте компании – как текущей информации, так и периодически предоставляемой отчетности.

Важным источником информации для акционеров и других заинтересованных групп считается годовой отчет компании, который должен содержать описание стратегии компании, основных бизнес-направлений,

структуры управления, механизма контроля со стороны акционеров, результатов деятельности и планов на будущее.

Рекомендации «передовой практики» особо подчеркивают, что раскрываемая компанией информация должна быть *равнодоступной* для всех акционеров. В частности, это касается извещения о проведении крупных корпоративных событий, прежде всего годового собрания, а также таких, как конвертация или дробление акций, выкуп акций и т.п. Крупным компаниям рекомендуется публиковать информацию такого рода в общенациональных средствах массовой информации. Если у компании есть иностранные акционеры, важным считается перевод такого рода информации на английский язык и предоставление возможности желающим иностранным акционерам ознакомиться с ней (например, на сайте компании или получив от банка-депозитария).

Следующим основным компонентом оценки состояния системы корпоративного управления в компании-эмитента акций «передовая практика» предлагает считать *оценку состава и работы ее совета директоров*.

Общепризнанным исходным документом для оценки работы совета считается внутренний документ, определяющий принципы и механизм его функционирования (в российских условиях – положение о совете директоров).

Краеугольным представлением «передовой практики» об эффективном совете является вера в то, что большинство в таком совете должны составлять *независимые директора* – члены совета, не находящиеся в существенной материальной (за исключением получения вознаграждения за членство в совете) или иной зависимости от менеджмента компании и основных акционеров, а должности руководителя исполнительного органа компании и председателя ее совета директоров должны быть разделены¹.

При этом, хотя число независимых директоров считается очень важным само по себе, подтверждением того, что они оказывают определяющее влияние на работу совета, считается наличие в его составе ряда комитетов, которые возглавляют независимые директора. К таким комитетам относятся прежде всего комитет по аудиту и комитет по кадрам и вознаграждениям.

Следующим важным доказательством значимой роли независимых директоров считается проведение заседаний, в которых участвуют только независимые директора, без участия главного менеджера (президента, генерального директора) и членов совета, являющихся сотрудниками компании.

¹ В российских акционерных обществах такое разделение предписывается действующим законодательством.

Важными свидетельствами того, что совет директоров компании работает эффективно, «передовая практика» считает контроль с его стороны за работой службы внутреннего аудита (внутреннего контроля) и оценку эффективности работы этой службы.

«Передовая практика» исходит из того, что члены работающего совета директоров, прежде всего внешние (независимые), должны получать соответствующее вознаграждение за эту работу. Отсутствие вознаграждения рассматривается как признак того, что совет существует как декоративно-представительский орган, не ведущий реальной работы по контролю за деятельностью высших менеджеров и определению ключевых направлений работы компании.

Настоятельно рекомендуется, чтобы вознаграждение членов совета было привязано к результатам работы компании, а наилучшей формой такой привязки считается использование опционов на акции компании.

Подтверждением важной роли совета директоров в деятельности компании и внимания акционеров к его работе «передовая практика» считает наличие в компании процедуры регулярной (ежегодной) оценки работы членов совета.

Для западных инвесторов и институтов финансовой инфраструктуры важной знаковой фигурой, подтверждающей наличие хорошего корпоративного управления в компании и придающего ей черты «узнаваемости» для них, является наличие должности корпоративного секретаря.

Еще одним ключевым компонентом оценки корпоративного управления компании «передовая практика» считает *соблюдение прав всех акционеров* ее основными акционерами и менеджментом.

В перечне этих прав первым обычно следует оценка наличия или отсутствия в уставе и внутренних документах компании ограничений на приобретение и продажу акций компании. В зарубежных компаниях такие ограничения встречаются достаточно часто, поэтому через эту призму создатели рекомендаций «передовой практики» смотрят на компании всех стран, включая и российские.

Пристальное внимание уделяется практике организации дополнительных эмиссий акций компании, с точки зрения того, как она защищает акционеров от размывания имеющегося у них пакета акций. В частности, наличие объявленных акций рассматривается в качестве существенного риска для акционеров.

Исключительно важное внимание уделяется оценке качества внешнего аудитора компании, призванного обеспечить достоверность финансовой отчетности, которая предоставляется компанией ее акционерам. Подчеркивается важность оценки независимости аудитора и его квалификации. Однако выбор в качестве внешнего аудитора одной из фирм «большой четверки» автоматически рассматривается как обеспечение высшего качества аудита. Правда, если аудитор, пусть даже из числа

«большой четверки»), предоставляет компании неаудиторские услуги, это оценивается негативно.

Важным элементом обеспечения прав акционеров на владение и распоряжение имеющимися у них акциями считается практика работы регистратора компании. В частности, оценивается отсутствие или наличие зависимости регистратора, ведущего реестр акционеров данной компании, от этой компании, ее основных акционеров и менеджеров. Наличие такой зависимости или существенной аффилированности получает однозначно негативную оценку.

Чем выше концентрация акционерного капитала компании, тем в соответствии с подходом «передовой практики» выше считают риски для миноритарных акционеров.

В качестве весьма существенного права акционеров оценивается своевременность получения ими информации об основных корпоративных событиях, важнейшим из которых является общее собрание акционеров, полнота информации, предоставляемой им для подготовки к участию в общем собрании и возможности по реализации своего права голоса. В отношении реализации права на голосование высоко оценивается возможность проголосовать заочно и через доверенных лиц.

Особо высоко ценится наличие возможности избрания совета директоров только кумулятивным голосованием (что для российских акционерных обществ является требованием действующего законодательства).

Слишком высокий уровень активов, которыми может распоряжаться исполнительный орган компании в рамках проведения крупных сделок, рассматривается в качестве существенного риска для акционеров. Поэтому расширенные полномочия совета по рассмотрению и утверждению крупных сделок считаются важной гарантией прав акционеров.

Особое внимание уделяется в рекомендациях «передовой практики» осуществлению таких существенных корпоративных событий, как слияние, поглощение, реструктуризация. Очевидная «про-миноритарная» ориентация рекомендаций видна в однозначно негативной оценке существования во внутренних документах компании мер, направленных на защиту от недружественных поглощений, а также отсутствие четких обязательств приобретателя крупного пакета акций сделать предложение остальным акционерам выкупить у них акции компании.

Позитивно оценивается наличие в компании положений, предотвращающих злоупотребление инсайдерской информацией.

Наконец, еще один аспект оценки соблюдения прав акционеров – их возможности по получению дивидендов. Атрибутом «передовой практики» корпоративного управления считается наличие у компании утвержденной дивидендной политики, определяющей размер чистой прибыли, идущей на выплату дивидендов, более частая их выплата (поквартально или через полгода) и без значительных задержек.

Соблюдение описанных выше рекомендаций повышает шансы компаний на привлечение средств инвесторов, прежде всего – зарубежных портфельных инвесторов. Помимо этого, реализация по крайней мере части из этих рекомендаций может дать позитивный эффект с точки зрения повышения качества общего управления в компании, принятия важнейших решений. Поэтому российским компаниям и компаниям стран СНГ будет полезно обратить пристальное внимание на эти рекомендации, проанализировать – какие из них и в какой последовательности внедрять в свою практику. По мере внедрения этих принципов компании должны активно информировать потенциальных инвесторов о позитивных изменениях в практике своего корпоративного управления.

С целью облегчить российским компаниям внедрение стандартов эффективного корпоративного управления, помочь им и инвесторам оценить степень соответствия их практики рекомендациям «передовой практики», консорциум Российский институт директоров (РИД) – Рейтинговое агентство «Эксперт» разработал Национальный рейтинг корпоративного управления.¹ С весны 2004 г. в рамках этого рейтинга ежеквартально проводится оценка состояния корпоративного управления более чем в 150 российских компаниях. Методика этого рейтинга, базируясь на рекомендациях «передовой практики», учитывает ряд важных особенностей работы российских компаний и поведения тех инвесторов, которые реально работают в России.

Основные тенденции развития корпоративного управления в российских компаниях

Как свидетельствуют проверки регулирующих органов и независимые исследования, явное большинство российских акционерных обществ ежегодно проводят общие собрания акционеров, как это и предусмотрено действующим законодательством. Это подтверждает, например, вышеупомянутое исследование практики корпоративного управления региональных российских компаний, проведенное Международной финансовой корпорацией (International Financial Corporation, далее – IFC): из опрошенных 307 региональных компаний все ежегодно проводят общие собрания акционеров.

Учитывая, что на общих собраниях в обязательном порядке проводят выборы совета директоров, ревизионной комиссии, утверждают внешнего аудитора, это дает акционерам возможность ежегодно выразить свое отношение к деятельности этих органов управления и контроля и оказать влияние на их формирование.

Необходимо особо отметить, что голосование акционеров на общих собраниях осуществляется в соответствии с принципом «одна акция –

¹ См. www.rid.ru

один голос». Исключение составляют привилегированные акции, которые в случае получения их владельцами ежегодных дивидендов¹ имеют право голоса лишь по ограниченному кругу вопросов. Практика проведения общих собраний в российских акционерных обществах не знает примеров получения акционерами права множественного голоса. Действующее законодательство ограничивает возможности менеджмента использовать по своему усмотрению голоса владельцев депозитарных расписок в случае, если банком-депозитарием от таких акционеров не были получены инструкции по голосованию принадлежащими им акциями. За последнее время ряд российских компаний стали передавать право голоса по депозитарным распискам организациям, представляющим интересы миноритарных акционеров.

За последние годы в практике подготовки и проведения общих собраний акционеров в российских компаниях произошли позитивные изменения, прежде всего в таких аспектах, как регулярность, место проведения, облегчающее участие акционеров, формирование повестки дня, извещение акционеров, соблюдение полномочий собрания в соответствии с действующим законодательством, процедуры голосования, подсчет голосов.

Весьма распространенная в 1990-е гг. практика умышленного проведения общих собраний в местах, доступ в которые затруднен для большинства акционеров, стала достаточно редким исключением даже для компаний, действующих в отдаленных регионах.

Значительно улучшились возможности акционеров для подготовки к обсуждению на общих собраниях. Как показывают исследования, повестка дня общих собраний, как правило, теперь включает именно те пункты, о которых акционеры были проинформированы заранее, а не пункты, появившиеся в ней (по инициативе менеджеров или крупных акционеров) уже после рассылки информации о собрании акционерам.

Обязательным условием проведения общих собраний акционеров является избрание внешнего аудитора компании на следующий год, утверждение договора с ним и утверждение отчета внешнего аудитора за прошедший год. Все ведущие мировые аудиторские фирмы («большая четверка») активно работают в России, а их российская практика является одной из самых быстрорастущих среди всех развивающихся рынков. Среди партнеров этих фирм большинство оставляют российские специалисты, а российские аудиторские фирмы все чаще принимаются в международные аудиторские сети.

За последние два года регулятором рынка был сформулирован ряд требований к процедуре подготовки и проведения общего собрания акционеров, повышающих защищенность акционеров, и даны разъяснения

¹ В случае невыплаты акционерным обществом дивидендов по привилегированным акциям их владельцы получают право голоса в полном объеме, наряду с владельцами обыкновенных акций.

по вопросам, недостаточно ясно и четко трактуемым в действующем законодательстве. Наиболее важными из них являются следующие:

- конкретизированы требования к практике проведения общих собраний акционеров (регулярность, место проведения, формирование повестки дня, извещение акционеров, полномочия собрания, процедуры голосования, подсчет голосов);
- значительное расширен перечень информации, предоставляемой акционерам при подготовке общего собрания;
- выработан конкретный перечень разделов, которые должны быть включены в годовой отчет компании, предоставляемый общему собранию акционеров;
- даны разъяснения, касающиеся соотношения кворума общего собрания как в целом, так и по отдельным пунктам повестки дня, а также подсчета голосов для определения кворума;
- сформулирован конкретный перечень пунктов протокола общего собрания акционеров.

Акционеры, считающие, что в процессе подготовки и проведения общих собраний были нарушены их права, направляют в суд иски с просьбой отменить решения, принятые такими общими собраниями. Судебная статистика показывает, что такого рода судебные решения становятся все более эффективным средством отстаивания прав акционеров, хотя есть определенная тенденция к злоупотреблению мелкими акционерами такими исками.

Наиболее острой проблемой, связанной с практикой подготовки и проведения общих собраний акционеров в российских компаниях, является проведение параллельных общих собраний акционеров, организуемых конфликтующими группами акционеров. Возможность такой практики вытекает из действующего законодательства, предусматривающего возможность созыва внеочередного общего собрания акционеров по требованию акционеров, владеющих более 10% голосующих акций, в случае, если их требование о проведении такого собрания было отклонено действующим составом совета директоров. Очевидно, что эта проблема порождена желанием предоставить миноритарным акционерам больше возможностей для защиты своих прав в условиях доминирующего положения в советах представителей контрольных акционеров и слабой эффективности судебной системы. В качестве одного из путей решения этой проблемы рассматривается возможность внесения в закон «Об акционерных обществах» поправки, предусматривающей необходимость судебного разрешения спора по вопросу об отказе совета директоров о созыве общего собрания акционеров по требованию группы акционеров, владеющих 10 и более процентами голосующих акций.

Как показывают результаты проверок регулирующими органами и независимые исследования, в российских компаниях, по крайней мере, во всех крупных и значительном большинстве средних, обеспечено соблюдение требования законодательства, предусматривающее разделение должностей главного управляющего и председателя совета директоров, что означает определенное снижение рисков инвесторов в связи с этим компонентом корпоративного управления.

Советы директоров ряда компаний, прежде всего ведущих, повысили свою роль в процессе контроля за деятельностью менеджмента, прежде всего в таких аспектах, как утверждение стратегии и контроль за ее реализацией, одобрение крупных сделок, контроль за такими существенными корпоративными действиями как реструктуризация.

В настоящее время в соответствии с действующим законодательством компании с числом акционеров свыше 1000 обязаны избирать свои советы директоров кумулятивным голосованием, а компании с меньшим числом акционеров могут выбирать способ избрания – простое большинство или кумулятивное. Как показывают исследования, требование законодательства в отношении избрания членов советов директоров кумулятивным голосованием в компаниях с числом акционеров-владельцев голосующих акций более 1000 в целом соблюдается, что значительно облегчает миноритарным акционером избрание их кандидатов. 4 февраля 2004 г. Государственная дума приняла закон «Об акционерных обществах», которые делают обязательным избрание членов советов директоров кумулятивным голосованием во всех без исключения акционерных обществах. Это означает, что со вступлением этого закона в силу крупные акционеры уже не могут самостоятельно определять состав советов директоров акционерных компаний независимо от числа акционеров в них.

В опубликованном в январе 2004 г. американским аналитическим агентством Energy Intelligence (EI) рейтинге корпоративного управления (основанном на оценке советов директоров)¹ ведущих мировых публичных нефтегазовых компаний, нефтяная компания ЮКОС заняла 2-е место, «Сибнефть» – 8-е, ЛУКОЙЛ – 11-е. Средний показатель американских компаний в рейтинге – 59,7 баллов, европейских – 53,9 балла, российских – 52,8 балла. Причем, указанные выше три российские компании опередили ряд ведущих западных компаний, а более низкий средний балл российских компаний свя-

¹ Рейтинг оценивает советы директоров по ряду показателей, за каждый из которых выставлялись оценки по 100-балльной шкале: количество членов совета; разделение должностей председателя совета и главного управляющего; объем акций, принадлежащий директорам; независимость совета и его комитетов, таких как комитет по аудиту и комитет по назначениям и вознаграждениям; регулярность переизбрания членов совета.

зан с серьезным отставанием качества корпоративного управления в таких российских компаниях как «Газпром» и «Сургутнефтегаз».

Таблица 1

Рейтинг корпоративного управления ведущих мировых публичных нефтегазовых компаний

Место	Компания	Балл	Место	Компания	Балл
1	Marathon	77,2	11	ЛУКОЙЛ	58,2
2	ЮКОС	75,7	12	BP	58,7
3	EnCana	74,3	13	Devon Energy	50,8
4	ConocoPhillips	74,3	14	Total	50,5
5	Norsk Hydro	69,7	15	Royal Dutch/Shell	46,8
6	Petro Canada	68,8	16	Anadarko	45,5
7	Exon Mobile	67,8	17	Amerada Hess	43,3
8	Сибнефть	62,0	18	Repsol YPF	41,7
9	ENI	61,7	19	Газпром	34,8
10	ChevronTexaco	60,7	20	Сургутнефтегаз	33,3

Источник: Energy Intelligence.

Разумеется, оценка состояния корпоративного управления компании по формальным критериям работы органов управления и контроля страдает серьезными ограничениями, так как эффективное корпоративное управление – это прежде всего способ действий, особенно при разрешении споров и конфликтных ситуаций. Однако, как показал опыт последних лет, проблема расхождения между формой и содержанием в корпоративном управлении актуальна едва ли не в равной степени для компаний всех стран. Определенные формальные атрибуты практики работы совета директоров являются неременной составной частью всех рекомендаций «передовой практики», поэтому их наличие в той или иной компании может рассматриваться, пусть и с оговорками, как свидетельство улучшения ее корпоративного управления.

Подтверждением роста роли советов директоров стало создание в ряде компаний, правда, пока в очень небольшом числе, комитетов в составе советов директоров. До 2002 г. такие комитеты были в советах директоров лишь 4-5 компаний (тех, акции которых котируются на зарубежных биржах).

В то же время работа советов директоров в явном большинстве компаний продолжает оставаться сферой, требующей очень серьезных изменений с тем, чтобы отвечать требованиям инвесторов. Существующая в российских компаниях практика работы советов директоров во многом связана с высокой концентрацией собственности и непосредственным участием крупных собственников в управлении. Основные положения

зарубежной «передовой практики» применительно к организации работы советов директоров, выработанные на основе компаний с распыленной структурой собственности, предусматривают передачу контроля и права на принятие ключевых решений (стратегии, распоряжению основными материальными активами, определение вознаграждения высших менеджеров, их назначение и смещение, обеспечение преемственности) членам советов директоров, не связанным материальными интересами с менеджментом – независимым директорам, которые, по крайней мере, в теории, представляют не участвующих в управлении многочисленных мелких акционеров и осуществляют от их имени и по их поручению контроль за деятельностью наемных менеджеров.

Очевидно, что простое перенесение такой модели контроля в условия, когда главный управляющий часто является и контролирующим акционером, едва ли является решением проблемы. Не следует забывать, что в этой ситуации управляющий не просто распоряжается принадлежащей акционерам собственностью, но и сам несет материальные риски, причем наибольшие, по сравнению с другими акционерами, являясь контрольным (или крупнейшим) акционером. Степень его мотивированности работать на обеспечение долгосрочного успешного развития своих компаний является, по всей видимости, наивысшей. Однако высок и его соблазн использовать выгоды только в своих интересах, не делясь ими с другими акционерами, или переложить на последних основные издержки, особенно в кризисных ситуациях. Поиск решения этой проблемы является очень актуальным не только для России, но и для всех стран с высокой концентрацией акционерной собственности. Многочисленные корпоративные скандалы в США, связанные именно с провалами в осуществлении советами директоров своих контрольных функций и получением высшими менеджерами чрезвычайно высоких сумм вознаграждений в условиях, когда компании несут серьезные убытки, причем на протяжении ряда лет, показывают наличие серьезных проблем в сложившейся здесь модели работы советов, являющейся основой для рекомендаций в отношении стран с развивающимися рынками. Можно говорить о том, что в странах с высокой концентрацией акционерного капитала и непосредственным участием контрольных (крупных) собственников в управлении нередко наблюдается лишь внешняя атрибутика «передовой практики» работы советов директоров (в особенности «независимых директоров»).

В российском корпоративном сообществе развивается осознание необходимости разрабатывать и внедрять стандарты деятельности членов советов директоров. Осенью 2001 г. группой ведущих российских компаний был учрежден Российский институт директоров (www.rid.ru) – некоммерческая организация, призванная осуществлять такую деятельность

по аналогии с подобными институтами в развитых странах. За прошедшее время этим институтом был опубликован первый в России учебник для членов советов директоров, разработаны профессиональные стандарты и этические нормы деятельности корпоративных директоров, создан Национальный Реестр, организованы постоянные тренинговые курсы. Свидетельством развития консолидации корпоративных директоров в качестве профессионального сообщества явились четыре их конгресса, проведенные с 2002 по 2005 гг., и принятие Декларации профессиональных стандартов и этических норм деятельности этого сообщества. Значительную помощь этой деятельности оказывает программа Агентства международного развития США (USAID) по улучшению корпоративного управления в России.

Как показывает анализ информационных материалов компаний, наибольшие успехи в обеспечении прозрачности достигнуты по таким направлениям, как раскрытие информации об основных производственных показателях деятельности и общих финансовых результатах. Несколько увеличился объем информации о кандидатах в состав советов директоров и их членах, о высших менеджерах. Вместе с тем, необходимо признать, что позитивные изменения в практике раскрытия информации затронули сравнительно небольшую часть российских компаний. Острой проблемой остается обеспечение раскрытия информации о вознаграждении членов исполнительных органов акционерных обществ. Соответствующие требования действующего законодательства очень часто нарушаются на практике. Крайне острой проблемой является раскрытие информации о бенефициарных (реальных) собственниках российских компаний. Учитывая, что основная проблема заключается в том, что реальные собственники, как правило, прячутся за офшорными компаниями, зарегистрированными в соответствующих международных зонах, для решения этой проблемы необходимо значительное расширение международного сотрудничества по вопросам регулирования офшорного бизнеса. Также необходимо отметить, что зарубежные институциональные инвесторы в практике своей работы в России не всегда следуют собственному настойчивому требованию раскрытия информации об акционерах. Порой они не раскрывают информации о себе и своих бенефициарных владельцах.

Сделаны важные шаги по обеспечению перехода российских компаний на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО). В частности, правительство РФ приняло решение об использовании МСФО при составлении и представлении консолидированной отчетности организациями с публично обращаемыми акциями начиная с 2005 г. Также планируется, что профессиональные участники рынка ценных бумаг начнут применять МСФО с 2006 г. Очевидно, что проблема перехода на МСФО

актуальна прежде всего для крупных, а также тех средних компаний, которые планируют или по уровню своего развития объективно подошли к привлечению внешних инвестиций в значительных масштабах, а также финансовых институтов и банков. Важным фактором является то, что российские финансовые структуры выступают сторонниками ускорения внедрения МСФО не только в свою деятельность, но и в деятельность компаний-эмитентов.

Серьезные претензии существуют у акционеров к практике поглощений российских компаний. В своей основе они действительно обоснованы, и предстоит серьезная работа по существенному улучшению этой практики. Вместе с тем необходимо отметить, что существующее законодательство предоставляет стороне, приобретшей контрольный пакет компании, возможность установить эффективный контроль над ней. Владельцы миноритарных пакетов могут требовать выкупа принадлежащих им акций (в определенных границах), но не имеют в своем распоряжении легальных возможностей противодействовать установлению контроля над компанией со стороны акционера, приобретшего контрольный пакет. Подобные меры могут быть предприняты ими лишь с нарушением действующего законодательства.

Российские компании, как правило, стремятся к минимизации дивидендных выплат и многие из них часто вообще не выплачивают дивидендов. Отчасти этому можно найти экономическое оправдание: их потребность в средствах для обновления изношенных основных фондов, особенно у средних компаний, очень велика. Однако компании, получившие за последние годы большую прибыль (прежде всего – в сырьевом секторе) и стремящиеся привлечь инвесторов, стали выплачивать существенные дивиденды. К примеру, «Сибнефть» на протяжении нескольких последних лет выплачивала своим акционерам в качестве дивидендов до 90% чистой прибыли, выплатив за 2001 г. дивиденды в размере 935 млн долл., по итогам 2002 г. – в размере 1,09 млрд долл., а за 9 месяцев 2003 г. – 1,236 млрд долл.

По мере улучшения общеэкономической ситуации, изменений в налоговом законодательстве, стимулирующих дивидендные выплаты, и росте заинтересованности компаний в привлечении акционерного капитала можно ожидать, что число компаний, выплачивающих дивиденды, будет увеличиваться.

Позитивные изменения произошли за последние несколько лет и в практике работы регистраторов, ведущих учет прав акционеров. В частности, активно развивался процесс концентрации этих институтов, в результате чего средний регистратор стал значительно больше по размерам, располагает более совершенной технологической базой и более квалифи-

цированным персоналом. Одним из свидетельств возросшего качества регистрационного рынка является приобретение контрольного пакета акций Национальной регистрационной компании, одного из крупнейших российских регистраторов, международной компанией ComputerShare, являющейся одним из лидеров на глобальном рынке регистраторских услуг. По заявлению руководства этой компании, приобретение было сделано в рамках стратегии по долгосрочной работе на российском рынке.

Наметились позитивные изменения в области корпоративной социальной ответственности российских компаний, которая рассматривается как важный компонент хорошего корпоративного управления.

По данным российского представительства британской благотворительной организации Charities Aid Foundation (CAF Russia), российские корпорации ежегодно тратят на благотворительность и социальные программы около 500 млн долларов (80% поступает муниципальным властям, а 20% – детским домам, художественным и культурным центрам и пр.). Например, по данным самих компаний, «Норильский Никель» в 1997–2003 гг. затратил лишь на переселение из арктических в европейские районы жителей Норильска (города, где находятся основные производственные мощности компании) 100 млн долларов, «Северсталь» в 2002 г. потратила на социальные проекты 30 млн долларов.

Российский Кодекс корпоративного поведения: содержание, статус и механизм внедрения

С целью повышения доверия инвесторов к российским компаниям Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ)¹, во взаимодействии с большим кругом компаний-эмитентов, консалтинговых, юридических и аудиторских фирм, разработала Кодекс корпоративного поведения², представленный деловому сообществу в апреле 2002 г. Этот документ представляет собой свод рекомендаций по всем основным компонентам процесса корпоративного управления: общее собрание акционеров; совет директоров общества; исполнительные органы общества; корпоративный секретарь общества; существенные корпоративные решения; раскрытие информации об обществе; контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества; выплата дивидендов; урегулирование корпоративных конфликтов.

¹ В результате реформы структуры правительства РФ, осуществленной в начале 2004 г., вместо ФКЦБ основным органом регулирования фондового рынка и корпоративных отношений стала Федеральная служба по финансовым рынкам (ФСФР), которая теперь осуществляет надзор за исполнением нормативных актов, ранее принятых ФКЦБ России.

² Кодекс корпоративного поведения. Корпоративное поведение в России. М., Экономика, 2003. см. также сайт Российского института директоров www.rid.ru

Сам по себе Кодекс корпоративного поведения не является законодательно-нормативным актом, чье содержание обязательно к исполнению. Смысл его создания заключается в том, чтобы иметь свод рекомендаций, позволяющих акционерам получить ясное представление о том, как функционирует то или иное акционерное общество, кто и в чьих интересах принимает в нем ключевые решения, и как это соотносится с принципами и процедурами, обеспечивающими наилучшее использование полученных от акционеров средств в интересах увеличения стоимости их доли участия в компании.

Кодекс стал сводом правил «передовой практики», на основе которого орган регулирования, инвесторы и другие заинтересованные лица получили возможность оценивать практику работы различных компаний в области корпоративного управления. Кодекс дал ориентиры и стандарты деятельности членам органов управления (прежде всего – советам директоров) российских компаний с учетом передового зарубежного опыта и ожиданий инвесторов. Наконец, он дал основу для системного анализа практики корпоративного управления и отражения ее в развивающейся законодательно-нормативной базе, а также заложил основу для формирования этических стандартов в сфере корпоративного управления, создал более широкие возможности для участия в улучшении корпоративного управления организаций, представляющих и отражающих интересы делового сообщества, экспертов.

Основными направлениями обеспечения внедрения рекомендаций Кодекса являются раскрытие компаниями информации о своей практике корпоративного управления и соответствия Кодексу отчетности, направляемой в регулирующий орган, предоставляемой акционерами на бирже, а также привлечение бирж к обеспечению раскрытия компаниями такой информации и соблюдению рекомендаций Кодекса компаниями, ценные бумаги которых включены в котировальные листы высокого уровня. Наряду с этим отдельные положения Кодекса были закреплены в качестве обязательных в ряде нормативных актов регулятора фондового рынка.

В целом, Кодекс корпоративного поведения дал ориентиры и стандарты деятельности членам органов управления (прежде всего – советам директоров) российских компаний, с учетом передового зарубежного опыта и ожиданий инвесторов. Наконец, он дал основу для системного анализа практики корпоративного управления и отражения ее в развивающейся законодательно-нормативной базе, а также заложил основу для формирования этических стандартов в сфере корпоративного управления, создал более широкие возможности для участия в улучшении корпоративного управления организаций, представляющих и отражающих интересы делового сообщества, экспертов.

Создание Кодекса корпоративного поведения дало толчок развитию практики досудебного урегулирования конфликтов на основе принципов деловой этики.

Постепенно получают распространение разработка и принятие компаниями, прежде всего группой ведущих компаний, внутренних кодексов корпоративного управления. В этих кодексах компании берут на себя обязательства по соблюдению прав акционеров и заинтересованных групп, превышающие стандарты, установленные действующим законодательством. О разработке таких кодексов заявил ряд компаний из числа тех, акции которых привлекают внимание зарубежных инвесторов. Лидерами в этом процессе являются компании телекоммуникационной отрасли (все 7 дочерних компаний «Связьинвеста», Ростелеком), металлургические компании («Северсталь», Магнитогорский металлургический комбинат), РАО «ЕЭС» и ее отдельные дочерние компании, авиастроительная корпорация «Иркут». Собственные кодексы этих компаний, как правило, берут за основу принципы Кодекса корпоративного поведения ФКЦБ.

Актуальные проблемы совершенствования корпоративного управления в России

В целом, характеризуя практику корпоративного управления российских компаний, необходимо отметить определенное ее улучшение, начиная с 2000 г., что признается инвесторами. Однако позитивные изменения крайне неравномерно распределены по общей массе российских компаний.

Можно выделить небольшую группу компаний, прежде всего крупных, компаний, менеджмент и основные акционеры которых (часто являющиеся одними и теми же лицами) стремятся повысить их капитализацию и инвестиционную привлекательность в глазах инвесторов, прежде всего зарубежных, и предприняли ряд шагов по улучшению корпоративного управления. Целью этих усилий является возможная продажа значительных пакетов акций (как из имеющихся в распоряжении нынешних основных акционеров, так и за счет новых эмиссий), улучшение условий кредитования, выход на зарубежные рынки, совместные проекты с ведущими зарубежными компаниями. Проекты, связанные с привлечением зарубежных инвесторов, оцениваются в этих компаниях в сотни миллионов и даже миллиарды долларов. Руководство этих компаний в значительной степени воспринимают Кодекс корпоративного поведения как весьма важный (хотя и не единственный) ориентир при формировании своих систем корпоративного управления. Можно ожидать, что в бли-

жайшем будущем эти компании предпримут новые шаги по улучшению своей практики корпоративного управления и раскрытию информации о своей деятельности. Однако даже в этой группе компаний улучшение корпоративного управления, внедрение рекомендаций Кодекса идет крайне неравномерно. В результате, есть несколько компаний, каждая из которых осуществила позитивные изменения в отдельных сферах, но лишь единицы компаний достигли существенных изменений по значительному числу рекомендаций «передовой практики» и Кодекса корпоративного поведения. К числу наиболее проблемных аспектов можно отнести следующие:

- выработка ясной информационной политики, ее закрепление во внутренних документах компании, и реализация ее на практике;
- значительное увеличение объема раскрытия информации о деятельности компании, прежде всего по таким вопросам, как структура собственности, деятельность советов директоров, вознаграждении высших менеджеров;
- обеспечение контрольных функций советов директоров (формирование комитетов советов, их руководство со стороны неисполнительных директоров, принятие внутренних документов, определяющих функции и полномочия комитетов);
- обеспечение работы членов совета директоров на основе ясных и прозрачных профессиональных стандартов и этических норм;
- формирование систем внутреннего контроля и обеспечение важной роли совета директоров в ее функционировании;
- внедрение процедур, регулирующих выявление и разрешение конфликтов интересов;
- отсутствие критериев, процедур и регулярная оценка работы совета, его членов и высших менеджеров;
- отсутствие критериев, процедур и на их основе определение вознаграждения членов советов и высших менеджеров и раскрытие информации о вознаграждении;
- повышение эффективности процедур подготовки и осуществления важнейших корпоративных решений;
- выработка и реализация четкой дивидендной политики.

К вышеуказанной группе в ближайшем будущем могут добавиться еще ряд компаний из числа наиболее быстро растущих средних компаний, занявших лидирующие позиции в своих отраслях, отдельные новые компании из высокотехнологических отраслей, заинтересованные в привлечении инвестиций за счет продажи своих акций для поддержания высоких темпов роста, внедрения новых технологий.

Основные проблемы, связанные с дальнейшим совершенствованием работы советов директоров, на наш взгляд, имеют более глубокий характер, чем простое освоение зарубежного опыта. Первая из них – это необходимость учета высокой концентрации акционерного капитала и широкого распространения практики участия основного акционера в управлении компании (который, таким образом, несет и основные риски, связанные с ее деятельностью) в то время как модель работы совета директоров на основе «передовой практики» построена на высокой степени распыленности акционерного капитала компании.

Вторая серьезная проблема заключается в том, что в развитых странах основными сторонниками высоких стандартов «передовой практики», на которых основывается, в частности, и российский Кодекс, являются долгосрочно ориентированные портфельные инвесторы – компании, управляющие пенсионными, страховыми накоплениями. Эта категория инвесторов способна платить значительную премию за приближение к этим стандартам. В России же основными покупателями на рынке акций выступают краткосрочно ориентированные, спекулятивные портфельные инвесторы. Как показывает анализ, основной объем премии, которую они платят за улучшение корпоративного управления в российских компаниях, приходится на переход компаний от крайне низкого, «таежного» уровня корпоративного управления к набору процедур и принципов, обеспечивающему более или менее эффективную защиту базовых интересов акционеров. На этом же этапе эта категория инвесторов получает основную прибыль, нередко исчисляемую трехзначными цифрами в годовом выражении.

Новый уровень корпоративного управления, достигнутый группой ведущих российских компаний, хотя и представляет собой значительное улучшение по сравнению с исходным уровнем, еще далек от стандартов «передовой практики». Однако спекулятивно настроенные инвесторы, активно призывая к дальнейшему улучшению корпоративного управления в российских компаниях, не готовы платить значимую премию за продвижение к стандартам «передовой практики». Таким образом, ведущие российские компании не могут рассчитывать получить значимую премию за дальнейшее улучшение своего корпоративного управления от той категории портфельных инвесторов, которые доминируют в настоящее время на российском рынке акций. Такую премию, вероятно, могли бы заплатить упоминавшиеся выше долгосрочные портфельные инвесторы. Однако в России в настоящее время пока таких практически нет, а западные инвесторы такого рода до сих не приобретали российские акции в сколько-нибудь значительных масштабах. Приход таких инвесторов на российский фондовый рынок или значительное расширение покупок ими

акций ведущих российских компаний на зарубежных фондовых рынках стало бы значительным стимулом для крупнейших российских компаний сделать дальнейшие шаги по улучшению своего корпоративного управления, в продвижении к высоким стандартам «передовой практики». Эти факторы сдерживают дальнейшее продвижение – после освоения базовых рекомендаций – принципов «передовой практики».

Несмотря на проведенную масштабную приватизацию, в собственности федеральных и региональных органов власти остаются значительные активы, в частности, в виде пакетов акций в разных компаниях. Поэтому представители органов государственного управления в советах директоров этих компаний могут и должны способствовать внедрению в них норм передового корпоративного управления. В этом направлении сделаны определенные шаги. Однако в целом работа представителей федеральных и региональных органов власти в органах управления и контроля акционерных обществ, в которых им принадлежат пакеты акций, имеет и серьезные недостатки. Особенно следует отметить низкую мотивацию этих представителей работать в качестве эффективных членов советов директоров. Необходима большая степень координации между государственными ведомствами, оказывающими влияние на разработку и внедрение норм, регулирующих корпоративное управление, а также фокусировка их усилий на компаниях, которые по своим масштабам, потенциалу и планам их существующих собственников соответствуют стратегии развития с использованием потенциала рынка акций.

В числе крупных российских компаний есть ряд таких, которые в силу масштабов своей работы оказывают весьма значительное влияние на национальную экономику. Контроль над ними принадлежит небольшой группе собственников, и независимо от своей организационно-правовой формы, они осуществляют стратегию развития в качестве «закрытых компаний». Некоторые из них рассматривают возможность преобразования в более открытые компании (с продажей, например, до 25% своих акций через фондовый рынок или крупным зарубежным инвесторам). Другие же продолжают придерживаться стратегии закрытости. Возможность для развития в рамках такой модели существует для большинства таких компаний благодаря монопольному положению в своих отраслях, нередко поддерживаемому путем получения с использованием лоббистских возможностей во властных структурах нерыночных преимуществ (таких, например, как ограничения на импорт конкурирующей продукции, специальные заниженные тарифы на импорт необходимого сырья, транспортировку, потребляемую энергию).

Можно ожидать, что по мере развития конкуренции, как внутренней, так и за счет прихода в Россию крупных иностранных компаний, в дан-

ной группе российских компаний, по крайней мере, ее части, будет развиваться осознание необходимости открытия компании для новых инвесторов и улучшения корпоративного управления.

Приоритетной задачей, для органов регулирования, самого российского делового сообщества и представителей инвесторов, на наш взгляд, является содействие формированию группы в 150–200 российских компаний, которые и с точки зрения своих финансово-экономических показателей, и состояния корпоративного управления станут объектом постоянного интереса инвесторов. Выход за пределы нынешнего ограниченного числа «голубых фишек» (10-15 компаний) даст инвесторам значительно больше возможностей для диверсификации их рисков, сделает российский рынок более устойчивым, ликвидным и наглядно покажет сотням других российских компаний, что возможность привлечения портфельных инвесторов существует и для них, а не только для ограниченного числа «грандов».

подавляющее большинство средних и мелких компаний не рассматривают проблемы улучшения корпоративного управления в масштабах, предусмотренных Кодексом корпоративного поведения и другими рекомендациями «передовой практики» портфельных инвесторов и международных организаций, в качестве практической задачи, по крайней мере, на ближайшее будущее, выдвигая в качестве первоочередных другие задачи. По нашему мнению, такая ситуация связана с тем, что перед этими компаниями задачи, связанные с корпоративным управлением, объективно стоят по-иному, чем перед крупными компаниями, а также теми средними компаниями, которые стремятся привлечь инвестиции через размещение своих акций. Эта ситуация не является специфичной для России. В ряде других стран с развивающимися рынками наблюдается процесс «закрытия» немалого числа средних компаний.

Анализ ситуации в России, а также опыта других стран свидетельствует, что основным источником для инвестиций в объемах, необходимых большинству средних компаний, должны стать кредиты банков, а также поиск прямых инвесторов, а не размещение ценных бумаг на фондовом рынке с ориентацией на портфельных инвесторов. Специфика корпоративного управления в этой группе компаний будет в очень значительной степени определяться сохранением высокого уровня концентрации собственности, участия основателей компании в оперативном управлении, а конкретные процедуры будут определяться в процессе переговоров непосредственно между существующими собственниками и потенциальными новыми крупными акционерами. Оценивать общее состояние корпоративного управления в компаниях страны в целом по ситуации в этих компаниях, как это делается в некоторых исследованиях, едва ли корректно.

Состояние корпоративного управления в средних компаниях стран с развитыми рынками также весьма сильно отличается от практики крупнейших компаний.

Для большей части средних и мелких российских компаний первоочередной задачей в области корпоративного управления является улучшение соблюдения действующего законодательства. Большое число этих компаний в настоящее время имеет организационно-правовую форму открытого акционерного общества, что связано не с их потенциалом, перспективами развития, а с условиями приватизации. Для большинства этих компаний перспективы дальнейшего развития связаны с преобразованием в ЗАО или даже ООО с тем, чтобы организационно-правовая форма соответствовала характеру их бизнеса. Необходимо облегчить процесс такой реорганизации. Такая реорганизация, осуществляемая через выкуп акций у миноритарных акционеров одним или несколькими мажоритарными акционерами или менеджерами на основе справедливой цены, основанной на оценке активов, осуществленной независимыми оценщиками, будет очень благоприятно воспринята подавляющим большинством акционеров таких средних и мелких компаний, которые очень часто за все годы владения акциями не получили никаких дивидендов и не могли продать акции ввиду отсутствия их рынка или крайне низкой цены, предлагаемой заинтересованным менеджментом или крупными акционерами.

Создание в этих компаниях системы корпоративного управления в тех же масштабах, что и в крупных компаниях, со всеми многочисленными атрибутами, предписываемыми рекомендациями зарубежной «передовой практики», экономически нецелесообразно, связано со значительными расходами и рисками. Очевидно, что регулятивные требования, касающиеся объема раскрываемой этими компаниями информации и практики их корпоративного управления, должны быть существенно меньше, по сравнению с компаниями, акции которых торгуются на рынке, а также компаниями, выходящими на рынок со своими ценными бумагами, в особенности акциями.
