



КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В РОССИИ: НОВАЯ РАССТАНОВКА СИЛ

В минувшем году были приняты важные законодательные изменения, а также инициирован ряд процессов, ход которых во многом определит дальнейшее развитие реформы отечественного корпоративного управления — разработка Концепции развития корпоративного законодательства на период до 2008 года, деятельность по модернизации Кодекса корпоративного поведения для российских компаний, рекомендованного регулятором, а также разработка Стратегии развития финансового рынка России. С целью определения динамики реформы Комитет по корпоративному управлению Российского союза промышленников и предпринимателей (работодателей) в 2006 году провел уже третье ежегодное исследование, основанное на анкетированном опросе более чем 1 000 российских компаний из различных регионов.

Текст: *Комитет по корпоративному управлению Российского союза промышленников и предпринимателей (РСПП)**

КАЧЕСТВЕННОЕ КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ВСЕ «ЗА»

В прошлогоднем исследовании приняли участие как признанные лидеры российского рынка (крупные акционерные общества открытого типа), так и компании «второго эшелона», а также акционерные общества закрытого типа. Качественное корпоративное управление стало для российских компаний общепризнанной и необходимой составляющей ведения бизнеса вне зависимости от формы собственности, величины компании или присутствия ее бумаг в котировальных листах российских и западных бирж. Основной раздел исследования был посвящен вопросу о том, какие меры по улучшению корпоративного управления принимались компаниями, а также насколько интенсивно, и какой эффект от успешного их внедрения был достигнут. Полученные результаты были сопоставлены с общими тенденциями, которые можно было наблюдать на рынке в 2005 и в начале прошлого года. Результаты опроса показали, что доли лидеров и компаний второго эшелона, внедривших ту или иную меру, практически равны, что

является еще одним свидетельством тенденции повышения лидирующей роли компаний со средней капитализацией в реформе корпоративного управления в последние полтора года.

Одной из основных задач, поставленных при проведении исследования, стала проверка гипотезы о том, что в последние полтора года наиболее крупные российские эмитенты постепенно теряют роль лидера реформы корпоративного управления или же делят ее как с компаниями со средней капитализацией, так и с регуляторами, как это было в самом начале реформы. И это нашло свое подтверждение — налицо очевидные изменения в динамике принятия мер по улучшению корпоративного управления со стороны компаний, причем наиболее крупные эмитенты — лидеры рынка и реформы по итогам исследования 2004 года — сегодня снизили свою активность в этом направлении. Эти компании первыми осознали, что качество корпоративного управления является необходимым условием ведения успешного бизнеса и интенсивно работали над его совершенство-

* Все прогнозы данного исследования приведены по состоянию на момент окончания его проведения

АНАЛИТИКА

ванием до определенного момента, после которого они, заложив основы, перешли к выработке вектора дальнейшего развития с учетом изменений, проводимых госрегулятором. При этом двигателем реформы в 2005—2006 гг. с уверенностью можно назвать компании со средней капитализацией, которые провели или готовили в этот период проведение первичного размещения акций (IPO) — наиболее значительные успехи достигнуты именно ими, и именно в процессе подготовки к выходу на зарубежные финансовые рынки.

78% опрошенных компаний отметили, что актуальность вопросов корпоративного управления не снижалась, и в перспективе будет также оставаться на высоком уровне

При этом крупные компании признали, что темпы внедрения ими мер по улучшению корпоративного управления замедлились или не повышались по сравнению с 2003—2004 гг. Таким образом, крупные компании — лидеры рынка, заметно снизили темпы проводимых преобразований, а компании со средней капитализацией напротив, достаточно быстро их наращивают и именно компании «второго эшелона» показали наиболее успешные результаты. Примечательно, что с каждым годом сокращается число компаний, заявлявших, что вопросы корпоративного управления для них неактуальны — по результатам прошлогоднего опроса таких компаний уже не было.

ТЕРНИСТЫЙ ПУТЬ К МИРОВЫМ СТАНДАРТАМ

Наиболее популярной мерой из принятых опрошенными компаниями в целях улучшения корпоративного управления стали действия, направленные на разделение функций собственника и менеджера, что сегодня по-прежнему остается сложным и серьезным процессом для российских компаний. По результатам опроса, в большинстве компаний процесс разделения указанных функций был начат или продолжался в 2005 году. Порядка 12% планируют принять соответствующие меры, либо завершать процесс в ближайшие полтора-два года. При этом в среднем 20% опрошенных заявили, что подобное разделение функций оказывает положительное влияние на репутацию компании, а также может положительно повлиять на котировки ее акций и общую инвестиционную привлекательность.

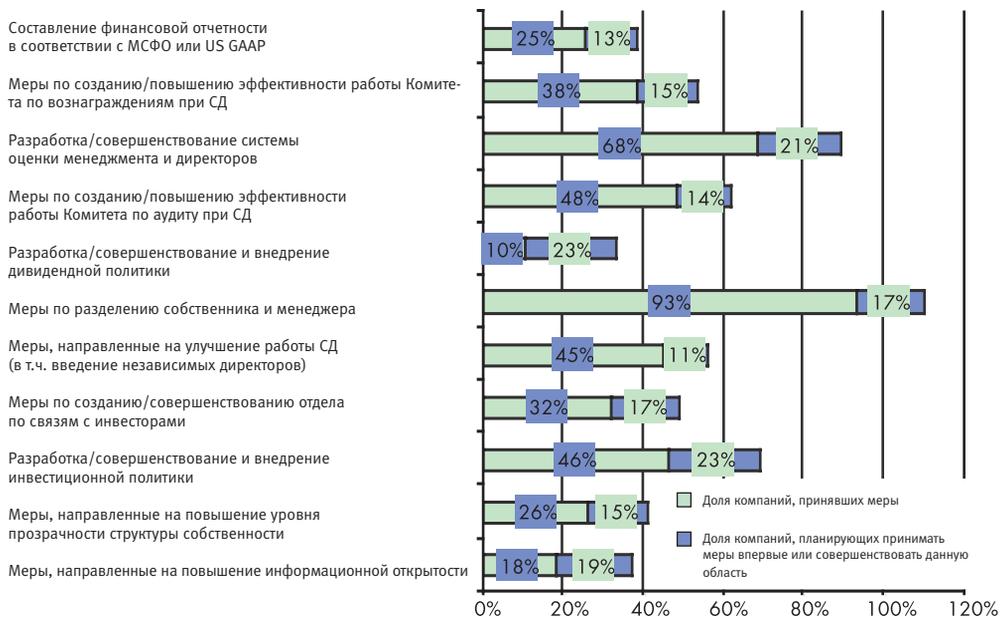
Эффективность и прозрачность системы вознаграждения является одним из наиболее важных показателей, по которым инвесторы и рей-

тинговые агентства оценивают сегодня уровень корпоративного управления, что побуждает компании, заинтересованные в привлечении капитала, принимать соответствующие меры. 68% опрошенных компаний уже принимали меры по разработке или совершенствованию системы вознаграждения, а 38% — по созданию или повышению эффективности работы комитета по вознаграждениям.

В этой связи разработка и совершенствование системы оценки топ-менеджеров также находится в числе приоритетных задач. При этом тема компенсаций будет оставаться актуальной и в последующие полтора-два года, и в этой связи многие компании уже внедрили системы ключевых показателей деятельности для оценки работы топ-менеджеров. Некоторые из них, преимущественно публичные компании, активно используют в качестве элемента компенсации опционы или акции компании, что предполагает зависимость размера вознаграждения от роста капитализации компании и, таким образом, данные условия являются изначально более прозрачными для акционеров.

Тем не менее, во многих компаниях системы компенсаций хотя и разработаны, но существуют лишь формально, и на практике соответствующие решения принимаются отнюдь не беспристрастно. Независимость же принятия решений в отношении компенсаций, так же как и наличие самой системы, сегодня является важным индикатором уровня качества корпоративного управления в компании. Кроме того, при анализе компенсационной политики, предполагающей прямую связь размера вознаграждения и рыночной стоимости акций компании, важно учитывать, что в некоторых случаях повышение котировок акций компании может являться следствием благоприятной конъюнктуры рынка либо

Приоритетные меры по совершенствованию корпоративного управления*



*На графике приведены результаты обобщения ответов, полученных от ОАО. При этом один респондент при опросе мог указывать несколько мер по улучшению корпоративного управления.

АНАЛИТИКА



успешного развития отрасли, но отнюдь не заслугой топ-менеджмента.

Повышение эффективности системы внутреннего контроля (СВК), и, в частности, меры, направленные на создание или повышение эффективности работы комитета по аудиту при совете директоров сегодня также являются важными индикаторами качества корпоративного управления. Во многом принятие мер по улучшению СВК в российских компаниях, особенно тех, чьи акции торгуются на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE), было обусловлено существованием статьи 404 Закона Сарбейнса-Оксли, принятого в 2002 г. после серии корпоративных скандалов в США и содержащего жесткие требования к системе внутреннего контроля публичных компаний с целью предотвращения мошенничества с бухгалтерской отчетностью.

Соответственно, первыми российскими компаниями, начавшими процесс совершенствования системы внутреннего контроля, стали компании-лидеры, чьи акции представлены на NYSE, и которые по настоящее время активно принимают соответствующие меры. Компании же «второго эшелона» также стремятся не ударить в грязь лицом и активно внедряют большинство элементов лидирующих практик в СВК.

При этом одним из наиболее важных элементов системы на корпоративном уровне является наличие при совете директоров эффективно действующего и независимого комитета по аудиту. По результатам опроса 48% ОАО (преимущественно компании со средней капитализацией) в прошлом году активно работали над улучшением СВК и созданием или повышением эффективности работы комитета по аудиту. Так, в 86% опрошенных компаний уже создана служба внутреннего аудита, либо с этой целью регулярно привлекаются независимые

аудиторы. 94% компаний-респондентов имеют ревизионные комиссии, которые, согласно Кодексу корпоративного поведения ФСФР России, также являются одним из неотъемлемых элементов системы внутреннего контроля. В позапрошлом году ФСФР инициировала важный процесс обновления Кодекса корпоративного поведения с учетом мнения российских компаний. И это свидетельствует о том, что к настоящему времени российский бизнес уже накопил достаточно опыта и знаний, чтобы предложить для обсуждения конструктивные изменения в Кодекс с целью дальнейшего повышения стандартов ведения бизнеса в России. При этом раздел Кодекса, посвященный организации СВК, в том числе вопросу организации работы ревизионной комиссии, был рассмотрен одним из первых. В итоге в проекте новой редакции Кодекса подчеркивается, что действия двух служб, предоставляющих отчеты комитету по аудиту, должны быть согласованными как с целью повышения эффективности работы системы внутреннего контроля, так и оптимизации расходов на ее поддержание. В 90% опрошенных компаний члены ревизионной комиссии выбираются общим собранием акционеров, в остальных решения принимает совет директоров. Примечательно, что, несмотря на вышеизложенную позитивную тенденцию, до сих пор во многих российских компаниях ревизионные комиссии пока существуют скорее «для галочки», поскольку на их решения оказывает прямое влияние топ-менеджмент. Так, около 80% респондентов из числа ОАО считают решения комиссии полностью независимыми, однако при этом практически столько же опрошенных (78% компаний) указали, что члены ревизионных комиссий их компаний одновременно являются штатными сотрудниками, в том числе занимают должности в органах управления.

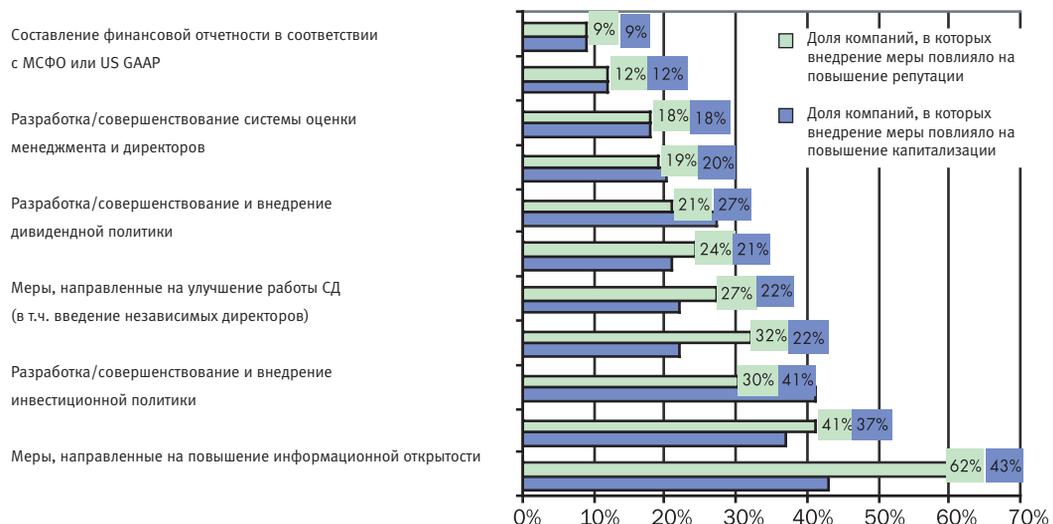
В течение прошлого года 45% опрошенных компаний принимали энергичные меры по повышению эффективности работы совета директоров (СД), в том числе путем увеличения числа независимых представителей в совете.

20% компаний, для которых задачи повышения эффективности работы СД являлись приоритетными в 2005 году, отметили положительное влияние принятых мер на повышение репутации компании и ее рыночной стоимости

При этом следует отметить четкую тенденцию зависимости числа принятых мер, направленных на повышение эффективности работы СД, и планов компаний по проведению IPO — 82% респондентов уверены, что присутствие независимых директоров повышает объективность принимаемых решений и способствует более эффективной деятельности компании.

О высокой степени значимости статуса независимых директоров также может свидетельствовать и то, что в последние годы корпоративное законодательство постоянно повышает планку их ответственности. Согласно полученным результатам, 11% опрошенных компаний планируют совершенствовать структуру СД и повышать эффективность его работы уже в самой ближайшей перспективе. Сбалансированная структу-

Влияние мер на повышение репутации и стоимости компании*



*На графике приведены результаты обобщения ответов, полученных от ОАО. При этом один респондент при опросе мог указывать несколько мер по улучшению корпоративного управления.

ра СД, независимость и объективность принимаемых им решений, правильно определенная его компетенция — факторы, от которых во многом зависит эффективность работы компании, степень защищенности инвесторов, наличие или отсутствие корпоративных конфликтов. Кроме того, документы, разрабатываемые отечественными регуляторами — новая редакция Кодекса корпоративного поведения и законопроекты, подготавливаемые в соответствии с Концепцией развития корпоративного законодательства на период до 2008 года — также уделяют данным вопросам достаточно много внимания. Учитывая все эти обстоятельства, можно с полным основанием утверждать, что вопросы независимости, сбалансированности структуры и повышения эффективности работы совета директоров будут оставаться для российских компаний в числе приоритетных и в обозримой перспективе.

40% респондентов отметили прямую связь принятых ими мер по четкому формулированию инвестиционной политики компании с повышением ее рыночной стоимости. При этом почти половина опрошенных (46%) занимались разработкой или совершенствованием своей инвестиционной политики начиная с 2005 года

Не менее важным показателем качества уровня корпоративного управления сегодня является наличие прозрачной дивидендной политики, а также эффективной системы взаимодействия с акционерами. Однако, согласно данным опроса, лишь 10% компаний формулировали или совершенствовали дивидендную политику в последние полтора года, хотя в 2004 году о подобных намерениях заявляли порядка 30% респондентов. В 2005 году 38% опрошенных компаний создавали отделы по связям с инвесторами либо повышали эффективность их деятельности. При этом 42% компаний отметили, что повышение эффективности работы отдела по работе с инвесторами напрямую

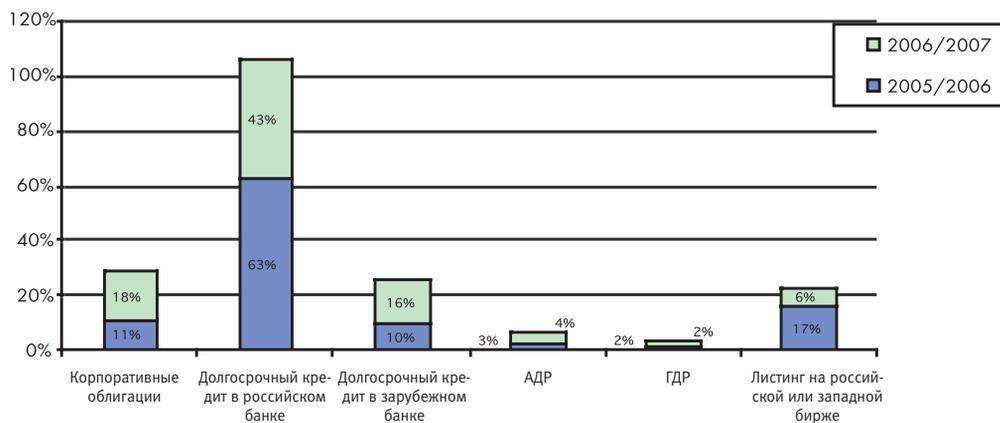
может влиять на рост их стоимости. Согласно данным отчета по корпоративному управлению, подготовленного ИК «Тройка Диалог», телекоммуникационные компании и некоторые компании нефтегазовой отрасли существенно усилили данную функцию. Однако, несмотря на очевидность тенденции, появились примеры, когда компании упразднили свои отделы по связям с инвесторами.

Около 10% опрошенных компаний перешли на международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) или на стандарты US GAAP уже в 2005 году. Примечательно, что тогда же некоторые

российские компании, напротив, перестали выпускать международную финансовую отчетность, или вообще упразднили отделы по связям с инвесторами, а другие до сих пор не представили отчетность за прошлый период. Объяснить подобные действия в свете общей тенденции вообще не представляется возможным, особенно учитывая тот факт, что для большей части инвесторов, особенно западных, наиболее понятной и приемлемой является отчетность, составленная именно в соответствии с международными стандартами, при том, что наличие и эффективная работа отделов по связям с инвесторами является одним из важнейших положительных индикаторов информационной открытости компании.

Именно информационная открытость компании, своевременное предоставление достоверных данных акционерам, является еще одним ключевым показателем качества корпоративного управления. Наибольшее число респондентов (60%), принявших участие в исследовании, заявили, что меры, направленные на повышение информационной открытости, могут повлиять не только на улучшение репутации компании, но и на повышение стоимости ее акций. При этом понятие «информационная открытость» предполагает раскрытие наиболее важной информации о компании, в частности сведений о структуре собственности. Но только 26% опрошенных компаний предпринимали те или иные меры по раскрытию подобной информации — преимущественно те, которые проводили первичное размещение акций в последние полтора года или планируют это сделать в ближайшие полтора-два года. Важно отметить в этой связи, что в качестве одного из наиболее серьезных препятствий на пути улучшения корпоративного управления респонденты указали именно риски, связанные с раскрытием информации, прежде всего о прямых собственниках, а также финансовой. Соответственно, информационная открытость в целом и раскрытие информации о структуре собственности компании в частности, остается сегодня одной из наиболее важных областей корпоративного управления, где предстоит приложить еще немало усилий не только российским компаниям, но и государству.

Способы привлечения финансирования, используемые российскими компаниями



ГДЕ ПРИВЛЕЧЬ ИНВЕСТИЦИИ: В ГОСТЯХ ХОРОШО, А ДОМА ЛУЧШЕ

Отдельный раздел исследования был посвящен вопросам привлечения инвестиций, выхода на рынки заимствований и проведению первичных размещений акций. Так, наиболее популярным средством привлечения капитала до сих пор остается долгосрочный кредит в российском банке — более половины опрошенных компаний активно используют и планируют использовать в дальнейшем этот способ финансирования. 17% респондентов уже провели первичное размещение акций, еще 6% (около 50 компаний) планируют привлечь инвестиции путем выхода на биржу в ближайшие полтора года. Другим действенным способом привлечения финансирования был признан выпуск корпоративных облигаций — 11% опрошенных компаний уже выпустили облигации и еще 18% планируют это сделать в текущем году.

Долгосрочный кредит в зарубежном банке взяли 10% опрошенных и еще 16% компаний планируют это сделать в ближайшей перспективе. Известно, что наиболее крупные банки предъявляют по отношению к заемщикам довольно жесткие требования: к раскрытию информации о прямых собственниках, к системе внутреннего контроля и т.п. Таким образом, сам факт получения кредита в международном банке в некоторой степени является показателем того, что корпоративное управление в компании находится на уровне по крайней мере удовлетворительном.

Согласно данным исследования, 2% компаний, принявших участие в опросе, уже инициировали программы американские депозитарные расписки (АДР) и еще 5% планируют инициировать подобные программы, из них 2% — АДР, а 3% — глобальные депозитарные расписки (ГДР).

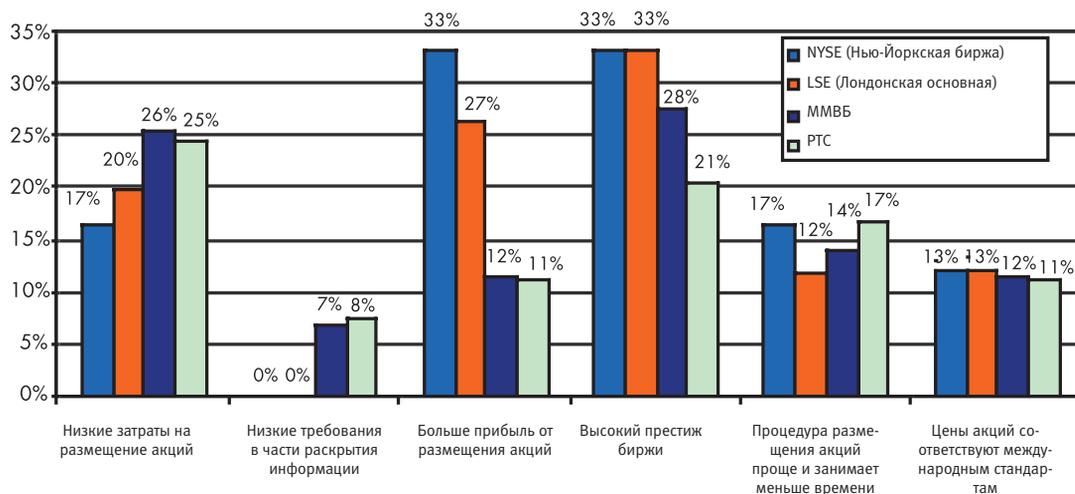
В соответствии с данными отчета по корпоративному управлению, подготовленному ИК «Тройка Диалог», российские компании, инициировавшие программу АДР, конвертируют в расписки максимальный объем акций в соответствии с установленной ФСФР еще в 2000 году квотой в 40%, которая, кстати, недавно была пересмотрена. Таким образом, доля компаний, которые реализуют АДР-программы, возрастает с каждым годом — в 2004—2005 годах было инициировано 15 программ, что составляет 1/3 объема всех АДР-программ российских компаний. При этом само наличие программы АДР воспринимается инвесторами как атрибут прозрачности и открытости

компании, и, соответственно, является еще одним показателем качества корпоративного управления, что в свою очередь является стимулом для дальнейших улучшений.

ОСНОВНЫЕ ФАКТОРЫ, КОТОРЫЕ УЧИТЫВАЮТСЯ РОССИЙСКИМИ КОМПАНИЯМИ ПРИ ВЫБОРЕ ПЛОЩАДКИ ДЛЯ ПЕРВИЧНОГО РАЗМЕЩЕНИЯ:

- ЗАТРАТЫ НА РАЗМЕЩЕНИЕ АКЦИЙ
- ТРЕБОВАНИЯ В ЧАСТИ РАСКРЫТИЯ ИНФОРМАЦИИ
- ПРИБЫЛЬ ОТ РАЗМЕЩЕНИЯ АКЦИЙ
- ПРЕСТИЖ БИРЖИ
- СТЕПЕНЬ СЛОЖНОСТИ ПРОЦЕДУРЫ РАЗМЕЩЕНИЯ
- СООТВЕТСТВИЕ ЦЕН АКЦИЙ МЕЖДУНАРОДНЫМ СТАНДАРТАМ (ИЛИ СПРАВЕДЛИВОСТЬ ЦЕНЫ АКЦИЙ)

Факторы выбора биржи для проведения публичного размещения



АНАЛИТИКА



Количество же первичных размещений акций (IPO), проводимых российскими компаниями, увеличивается чуть ли не в геометрической прогрессии. Так, из 5 млрд долл., привлеченных отечественными компаниями при проведении IPO, 4,5 млрд долл. (91%) было привлечено в течение 2004—2005 гг. При этом на западных биржах (преимущественно на Лондонской фондовой бирже) было проведено размещений на 4,4 млрд долл., тогда как в России — лишь на 644 млн долл., из чего следует вывод, что вплоть до сегодняшнего дня западный рынок является для российских компаний более привлекательным. При этом очевидно, что российские биржи пока уступают западным по большинству параметров.

А вот респондентов, которые считают размещение акций на российских биржах низкокзатратными оказалось больше, но ни один из них не согласился с тем, что на западных биржах требования к раскрытию информации ниже, чем в России и по сложности процедуры размещения акций российские биржи уже вполне могут конкурировать с зарубежными. По другим факторам выбор был сделан все-таки в пользу западных площадок — примерно одинаковое число компаний (33%) отметили высокий престиж таких площадок как NYSE и LSE (за ММВБ «проголосовали» по этому критерию 28%, за РТС — 21%). Временные затраты при размещении на Западе оказались сопоставимыми, но респонденты отметили, что при размещении акций на российских биржах их бумаги пока еще остаются недооцененными. Однако сегодня есть все основания утверждать, что отечественные биржи становятся все более привлекательными, поскольку ситуация начинает понемногу меняться к лучшему как в области регулирования, так и в области бизнес-технологий (создание «РТС-старт»).

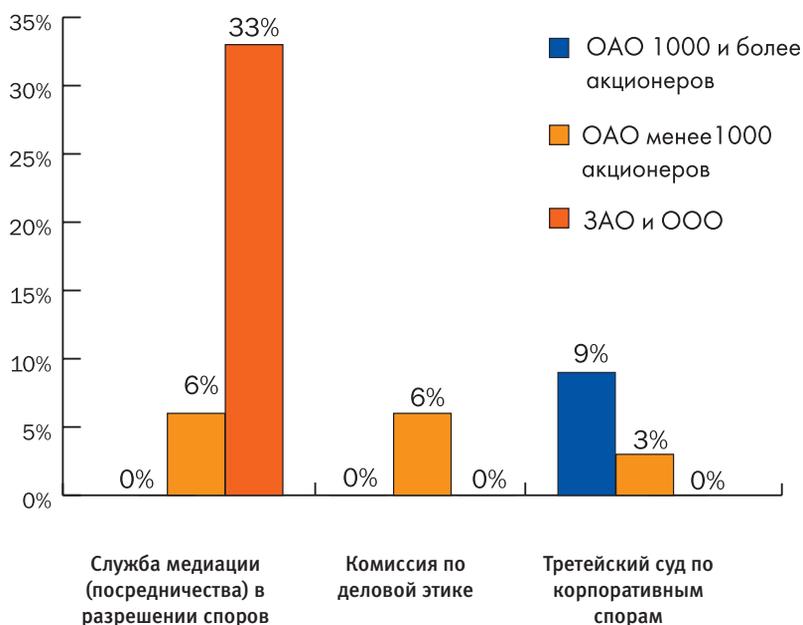
Что касается вопросов, связанных со сложностью процедур проведения размещений на российских биржах, то непосредственно руководитель ФСФР России Олег Вьюгин в начале прошлого года отметил, что «на российском рынке пока нельзя провести IPO по мировым стандартам». Действительно, согласно действовавшим до 2006 г. правилам, эмитент должен был сначала зарегистрировать выпуск акций в ФСФР. Затем в течение

45 дней акционеры могли воспользоваться преимущественным правом выкупа бумаг, и лишь эмитент мог организовать аукцион для инвесторов. Такой порядок не позволял определить справедливую рыночную цену акций. Акционеры, которые могли воспользоваться преимущественным правом выкупа, не знали, на какую цену им ориентироваться, поскольку аукцион еще не проведен, а сделки, которые могли пройти до аукциона как раз и препятствовали справедливому ценообразованию во время размещения. По новым же правилам регулятор упростил процедуру преимущественного права выкупа и разрешил зачислять часть размещаемых бумаг на счет брокера-андеррайтера. Сегодня эмитенты могут лишь уведомлять ФСФР о факте размещении ценных бумаг, а не регистрировать отчет о его итогах. К тому же для акций, размещаемых на рынке впервые, ФСФР предусмотрела специальный листинг типа «В». Это стало возможным после того, как Президент в конце прошлого года подписал поправки в Федеральные законы «О рынке ценных бумаг», «Об акционерных обществах» и «О защите прав инвесторов».

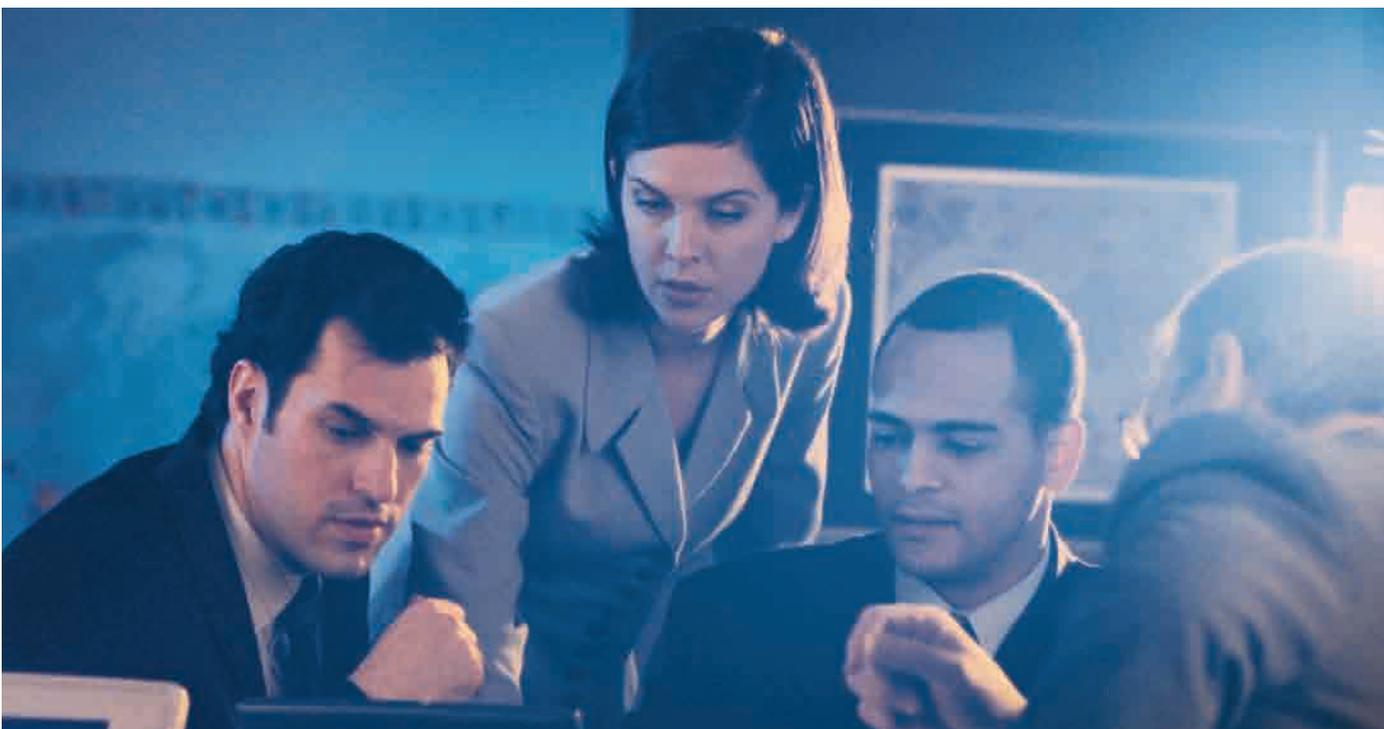
ВОЙНЫ НЕ ВЕСТИ, МИРА НЕ ПОДПИСЫВАТЬ

Отдельная часть настоящего исследования была посвящена весьма актуальной на сегодняшний день теме корпоративных конфликтов. В сравнении с данными предыдущих исследований (2003 и 2004 гг.) общее количество корпоративных конфликтов заметно сократилось. При этом большинство из опрошенных компаний, уже находящихся в процессе разрешения конфликтных ситуаций, не планирует обращаться за помощью в органы альтернативного разрешения корпоративных споров.

Органы разрешения корпоративных конфликтов, в которые планируют обратиться компании



АНАЛИТИКА



ПОДВОДЯ ИТОГИ

Таким образом, несмотря на перераспределение ролей в реформе корпоративного управления, в последние полтора года российские компании (особенно т.н. mid-cap) предпринимали довольно значительные усилия по совершенствованию корпоративного управления. Такая ситуация будет сохраняться и в ближайшей перспективе, в том числе в связи с тем, что большое число компаний со средней капитализацией планируют в этот период проводить первичное размещение акций на зарубежных финансовых площадках и в этой связи активно занимаются повышением качества своего корпоративного управления. Кроме того, альтернативные способы привлечения финансирования также требуют от отечественных компаний не меньшей прозрачности, а также надлежащего выстраивания отношений с инвесторами.

Напомним при этом, что по результатам предыдущих исследований уже достаточно четко прослеживалась зависимость степени актуальности вопросов корпоративного управления и организационно-правовой формы, а также планов по выходу на биржи.

На нынешнем этапе реформы вопросы корпоративного управления актуальны не только для ОАО (как планирующих выход на рынки финансовых заимствований, так и тех, чьи акции уже торгуются на какой-либо бирже), но и для менее крупных ОАО, а также ЗАО

Сегодня, вероятно, необходим некий новый стимул для государства и бизнеса, который сформирует бы вектор дальнейшего хода реформы и подтолкнет бы крупные компании к более активным действиям по совершенствованию корпоративного управления. Возможно, таким стимулом может стать новая редакция Кодекса корпоративного поведения, разработкой которой сейчас активно занимается Экспертный совет по корпоративному управлению при ФСФР России — рынок ждет от регулятора качественно обновленного докумен-

та, где были бы учтены соответствующие рекомендации компаний. Необходимо, чтобы такой документ был лаконичным по форме, но емким по содержанию, а перечень положений Кодекса, которые должны соблюдать эмитенты, должен быть структурирован более четко.

Сегодня компании-лидеры отнюдь не перестали совершенствовать корпоративное управление — дело в том, что их достижения в этой сфере уже не так заметны на фоне усилий компаний, только готовящихся к IPO. Сегодня крупные компании, уже имея выстроенную систему корпоративного управления, пытаются запустить и отладить собственные внутренние коммуникационные механизмы ее работы (которые пока существуют практически только на бумаге), ориентированные на большое количество сотрудников

Кроме того, согласно результатам опроса, большинство отечественных компаний отметили в качестве слабой стороны корпоративного управления в России вопросы, связанные с несовершенством действующего законодательства. Так, Концепция развития корпоративного законодательства была разработана уже год назад, и этот документ должен являться определяющим для дальнейшего развития реформы. При этом важно, чтобы регулятор рынка не ограничился лишь консультациями с компаниями на этапе разработки самой Концепции, но также обсуждал с отечественным бизнес-сообществом конкретные законопроекты, рассматриваемые в ее соответствии. Для того же, чтобы повысить привлекательность отечественного финансового рынка и инструментария с целью стимулирования российских компаний к размещениям внутри страны, уже в самое ближайшее время государству предстоит предпринять ряд конкретных действий по усовершенствованию соответствующих процедур и условий, на которых компании могут проводить IPO в России, а также мер, способствующих обеспечению надлежащего уровня защиты прав собственности и улучшению инфраструктуры рынка в целях привлечения инвесторов. ●