

РОЛЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ В УСПІШНОМУ РОЗМІЩЕННІ АКЦІЙ

Егор Пашин

Фінансовий директор Eagle Venture Partners, кандидат економічних наук

Фінансовим директором Фонду прямих інвестицій Eagle Venture Partners працює з березня 2005 р. До цього із серпня 2003 р. працював у проєкті "Корпоративне управління в Росії" Міжнародної Фінансової Корпорації, де займався оцінкою фінансового стану компаній та надавав допомогу у виборі стратегій у галузі інвестування та фінансування. Також має досвід роботи фінансовим аналітиком у "EAGLE URALS FUND" — інвестиційний фонд ЄБРР (2001 р. — середина 2003 р.), економістом в "Уральській телефонній компанії" (1999–2000 рр.) та в "Урало-сибірському центрі приватизації" (1997–1998 рр.), де займався оцінкою інвестиційних проєктів.



Первинне розміщення акцій в наш час перетворюється у дієвий інструмент залучення фінансових ресурсів в російські компанії. Так, станом на середину березня 2005 року ними було проведено понад десяток IPO, ще ряд компаній заявили про плани первинного розміщення акцій в найближчому майбутньому.

На успішність первинного розміщення акцій впливає велика кількість факторів, одним з яких є рівень розвитку корпоративного управління. Наприклад, умовою виходу на Лондонську фондову біржу (LSE) є дотримання національного (британського) Кодексу корпоративної поведінки. Умови включення до котирувальних листів російських бірж також містять ряд вимог до системи корпоративного управління.

Особливістю сучасної практики корпоративного управління є той факт, що багато її складових визначаються не стільки законодавчими актами, скільки ринком і особливостями бізнес-культури. Не зважаючи на те, що ситуація почала змінюватися — після корпоративних скандалів у США був прийнятий закон Сарбейнса-Окслі (2002 р.), що містить ряд вимог до системи корпоративного управління компаній, які планують розміщення акцій на біржах NYSE або NASDAQ, — для більшості країн й

надалі типовою є практика регулювання корпоративного управління за рахунок добровільного дотримання певних принципів і норм ділової етики. Саме внаслідок цього часто використовуються терміни "добра" або "найкраща" практика корпоративного управління.

Таким чином, розглядаючи можливість первинного розміщення акцій, компанії необхідно не тільки виконати законодавчо визначені вимоги до корпоративного управління, але й строго дотримуватися принципів "доброї практики" корпоративного управління.

■ ВИМОГИ ЗАКОНОДАВСТВА

У Росії правила лістингу розробляються конкретним торговим майданчиком самостійно і підлягають наступному затвердженню у Федеральній службі фондового ринку (ФСФР). При цьому дані правила повинні включати встановлені ФСФР норми, які є обов'язковими для всіх російських фондових бірж. Так, згідно з "Положенням про діяльність по організації торгівлі на ринку цінних паперів", що затверджене наказом ФСФР № 04-1245/ПЗ-н від 12 грудня 2004 року, включення емітента до котирувальних списків "А" і "Б" можливе за умови виконання ним вимог до системи корпоративного управління що наведені у таблиці.

Наведені у таблиці вимоги підкреслюють значимість розвитку системи корпоративного

На успішність первинного розміщення акцій впливає велика кількість факторів, одним з яких є рівень розвитку корпоративного управління. Наприклад, умовою виходу на Лондонську фондову біржу (LSE) є дотримання національного (британського) Кодексу корпоративної поведінки.

Стаття надана Асоціацією незалежних директорів (м. Москва) — www.nand.ru.

“Добра практика” корпоративного управління означає, що додатково до вимог законодавства і фондових бірж (які жорстко закріплені у відповідних нормах і тому не завжди можуть відобразити зміни у бізнес-середовищі) компанія бере на себе “підвищені зобов’язання” у сфері корпоративного управління.

управління для компаній, які претендують на включення акцій до котирувальних списків, що є наступним кроком після проведення IPO. Причому дані вимоги повинні не просто формально дотримуватися, а саме виконуватися. Іншими словами, якщо компанія створює комітет при раді директорів, то цей комітет по-

чих директорів у складі ради директорів, створення додаткових комітетів (тимчасових або постійних), призначення корпоративного секретаря, включення до Статуту або внутрішніх документів товариства положень, що розширюють права акціонерів або сприяють реалізації акціонерами своїх прав відповідно

Вимоги до системи корпоративного управління	Котирувальні списки	
	“А”	“Б”
У володінні однієї особи й афілійованих осіб знаходиться не більше:	75% звичайних акцій	90% звичайних акцій
Наявність ради директорів (РД), що обирається кумулятивним голосуванням	+	+
Наявність в РД незалежних директорів	Не менше 3	Не менше 1
Наявність в РД комітету з аудиту, що складається з незалежних і/або невиконавчих директорів	+	+ ¹
Наявність в РД комітету з кадрів і винагород, що складається з незалежних і/або невиконавчих директорів	+	-
Наявність колегіального виконавчого органу	+	-
Наявність положення про обов’язки членів органів управління розкривати інформацію про володіння цінними паперами емітента	+	+
Наявність затвердженого РД Положення про інформаційну політику	+	-
Наявність затвердженого РД Положення про інсайдерську інформацію	+	+
Наявність затвердженого РД Положення про внутрішній контроль і створення окремого структурного підрозділу, що здійснює контроль за виконанням даного Положення	+	+
У Статуті міститься вимога про повідомлення акціонерів про проведення загальних зборів не менш, ніж за 30 днів, якщо законом не передбачений більш тривалий термін	+	+
У Статуті відсутнє звільнення набувача від обов’язку запропонувати акціонерам продати належні їм акції при придбанні 30% і більше звичайних акцій акціонерного товариства	+	+

¹ Комітет з аудиту повинен очолювати незалежний директор, а членами комітету з аудиту мають бути невиконавчі директори.

винен не просто існувати на папері і лише формально очолюватися незалежним директором, а саме функціонувати, тобто проводити засідання, розглядати питання, що знаходяться в його компетенції, і виходити з конкретними пропозиціями на раду директорів.

■ ВПРОВАДЖЕННЯ “ДОБРОЇ ПРАКТИКИ” КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛІННЯ

“Добра практика” корпоративного управління означає, що додатково до вимог законодавства і фондових бірж (які жорстко закріплені у відповідних нормах і тому не завжди можуть відобразити зміни у бізнес-середовищі) компанія бере на себе “підвищені зобов’язання” у сфері корпоративного управління. Прикладами таких кроків може бути збільшення кількості незалежних або невиконав-

до Кодексу корпоративної поведінки Федеральної комісії з цінних паперів Російської Федерації і принципів корпоративного управління Організації економічного співробітництва і розвитку тощо.

Як не існує однозначного визначення “доброї практики” корпоративного управління, так немає і вичерпного переліку заходів або процедур, які необхідно впроваджувати, щоб добитися “доброї практики” корпоративного управління. Факторами, які визначають конкретний зміст цих заходів і процедур, є: розмір компанії, кількість акціонерів, стратегія розвитку компанії, кількісний і якісний склад ради директорів та інші.

Кроки, здійснювані компанією для впровадження “доброї практики” корпоративного управління, тягнуть за собою додаткові фі-

нансові витрати як на організаційній стадії (при розробці і впровадженні процедур), так і на стадії реалізації конкретних заходів у рамках цих процедур.

У зв'язку з цим у будь-якій компанії неодмінно виникає питання: навіщо займатися впровадженням "доброї практики" корпоративного управління, коли вже виконані всі вимоги, що необхідні для включення акцій до котирувального списку?

Якщо згадати одну з основних цілей виходу компанії на фондовий ринок — залучення додаткових фінансових ресурсів, то відповідь стає очевидною. Чим вище оцінять інвестори акції компанії, тим більше грошей вона отримає внаслідок проведення IPO. Результати ряду досліджень² свідчать про те, що капіталізація компанії залежить, в тому числі, і від рівня розвитку системи корпоративного управління. Беручи на себе "підвищені зобов'язання" щодо впровадження "доброї практики" корпоративного управління, компанія в підсумку отримує додаткову вигоду від високого рівня розвитку системи корпоративного управління у вигляді більш високої ціни за свої акції. Таким чином, витрати компанії на розробку процедур і проведення заходів, що відповідають "добрій практиці" корпоративного управління, окупувються, так би мовити, сторицею.

готовність системи корпоративного управління до проведення IPO, рекомендується використати наступні.

1. Відданість принципам "доброї практики" корпоративного управління:

- а) Чи має товариство внутрішні документи, що відповідають чинному законодавству і "добрій практиці" корпоративного управління?
- б) Чи існує в компанії особа або орган, які є відповідальними за здійснення скоординованої політики корпоративного управління?

2. Функціонування ради директорів:

- а) Чи є у складі ради директорів незалежні і невиконавчі директори? Чи здатні вони в силу свого кількісного складу і (або) положень статуту впливати на прийняття рішень?
- б) Чи дозволяють повноваження ради директорів ефективно виконувати функції щодо захисту інтересів акціонерів?
- в) Чи існують комітети в складі ради директорів і наскільки ефективною є їх діяльність?
- г) Чи існують процедури підготовки, проведення і протоколювання засідань ради директорів, що відповідають принципам "доброї практики" корпоративного управління?

Процес реформування системи корпоративного управління вимагає тривалого часу. Якщо компанія планує проводити IPO, їй необхідно заздалегідь потурбуватися про впровадження "доброї практики" корпоративного управління.

Результати ряду досліджень свідчать про те, що капіталізація компанії залежить, в тому числі, і від рівня розвитку системи корпоративного управління. Беручи на себе "підвищені зобов'язання" щодо впровадження "доброї практики" корпоративного управління, компанія в підсумку отримує додаткову вигоду від високого рівня розвитку системи корпоративного управління у вигляді більш високої ціни за свої акції.



Невиконання правил "доброго" корпоративного управління обертається для компанії не санкціями зі сторони закону, а втратою репутації на фондовому ринку, що неодмінно призводить до зниження інтересу інвесторів до компанії та до падіння цін на її акції.

■ ЗАМІСТЬ ВИСНОВКУ

Процес реформування системи корпоративного управління вимагає тривалого часу. Якщо компанія планує проводити IPO, їй необхідно заздалегідь потурбуватися про впровадження "доброї практики" корпоративного управління. В якості контрольних запитань, які дозволяють керівництву компанії оцінити

² Див., наприклад, Black B. S. The Corporate Governance Behavior and Market Value Russian Firms. — Emerging Markets Review. — Vol. 2, pp. 89–108, 2001.

- г) Яким чином здійснюється контроль за виконанням рішень ради директорів і наскільки він ефективний?

3. Дотримання прав акціонерів:

- а) Чи однаковими є права акціонерів (відповідно до Статуту та інших документів товариства)?
- б) Чи розроблені процедури для захисту прав меншитарних акціонерів?
- в) Чи відповідають процедури підготовки, проведення загальних зборів акціонерів і доведення їх результатів до відома акціонерів законодавству та "добрій практиці" корпоративного управління?
- г) Чи визначена дивідендна політика компанії?

Невиконання правил "доброї практики" корпоративного управління обертається для компанії не санкціями зі сторони закону, а втратою репутації на фондовому ринку, що неодмінно призводить до зниження інтересу інвесторів до компанії та до падіння цін на її акції.

4. Розкриття інформації та прозорість:

- Чи своєчасно розкриваються всі суттєві факти про діяльність компанії?
- Чи розкривається компанією звітність відповідно до МСФО/GAAP?
- Чи всі акціонери отримують інформацію, яка розкривається, одночасно?
- Чи розкривається інформація про структуру активів і про винагороду членів органів управління?

5. Робота корпоративного секретаря:

- Чи є в товаристві корпоративний секретар? Чи існує у товаристві Положення про корпоративного секретаря?
- Чи володіє корпоративний секретар не-

- обхідним поєднанням професійної компетентності і особистих навичок?
- Чи забезпечує рада директорів корпоративному секретареві доступ до інформації, що необхідна для ефективного виконання обов'язків?
- Чи є корпоративний секретар ефективною з'єднуючою ланкою між радою директорів і виконавчими органами товариства?

Якщо керівництво компанії відповідає ствердно на більшу частину питань із наведеного вище списку і/або має чіткий план реформування системи корпоративного управління для приведення її у відповідність до принципів "доброї практики", то можна впевнено говорити про готовність даного емітента до виходу на фондовий ринок.

Асоціація незалежних директорів (АНД), яка надала статтю Єгора Пашина, є професійною організацією, що об'єднує російських і міжнародних корпоративних директорів та експертів у галузі корпоративного управління.

- **Місія АНД** — сприяти російським акціонерним товариствам у підвищенні ефективності їх діяльності шляхом впровадження передової практики роботи корпоративних директорів.
- **Мета** — формування і підтримання професійних та етичних стандартів діяльності незалежних директорів.

Асоціація об'єднує діючих корпоративних директорів та експертів Росії, зацікавлених у розвитку інституту незалежних директорів. Члени Асоціації отримують організаційну та інформаційну підтримку своєї професійної діяльності. Асоціація проводить заходи для професійного співтовариства корпоративних директорів, дослідження, публікує огляд "Незалежний директор". До огляду входять матеріали, що висвітлюють передову практику корпоративного управління в Росії та за кордоном.

Протягом 2004 — 2005 років члени АНД стали незалежними директорами в таких компаніях, як ТМК, "Балтика", "Мечел", АКБ "Міжпромбанк", "МДМ Банк", "Норильський нікель", Вімм-Більд-Данн, "Північно-Західний Телеком", "Центртелеком", Воткінська ГЕС, "Калугаенерго", "Курганенерго", "Перменерго", Ставропольська ГЕС та ін.

Асоціація незалежних директорів працює за підтримки "Ернст і Янг" та Міжнародної Фінансової Корпорації.

Із матеріалами АНД можна познайомитися на Веб-сайті Асоціації — www.nand.ru.

ГЛОСАРІЙ

Гарантовані американські депозитарні розписки — американські депозитарні розписки, компанія-емітент яких представляє депозитарному банку фінансову звітність і субсидіює управління ADR.

Грюндерство — характерне для початкового періоду становлення ринкової економіки масове заснування акціонерних товариств, банків і страхових компаній. Грюндерство супроводжується масовою емісією цінних паперів, біржовими спекуляціями, створенням фіктивних підприємств.

Інституційний інвестор — юридична особа, яка активно вкладає кошти в акції й інші фінансові інструменти. Інституційними інвесторами є: страхові компанії, пенсійні фонди, інвестиційні компанії, взаємні і благодійні фонди. **Портфельний інвестор** — інвестор, який зацікавлений у максимізації прибутку безпосередньо від цінних паперів, а не в контролі над підприємством.

(Продовження. Закінчення — на 30-й стор.).