

С. Лосев,
ведущий консультант
ИК "Еврофинансы"

Корпоративное управление: доверяй, но проверяй

Принимая решение о вложении капитала в российские предприятия, инвесторы ориентируются на качество корпоративного управления в них ("ЭЖ", № 22). Однако "исторически сложившаяся" безнаказанность злоупотреблений менеджмента, безынициативность акционеров и информационная непрозрачность деятельности напрочь лишают эмитентов инвестиционной привлекательности. Вернуть ее поможет жесткий контроль деятельности органов общества.

Плачевным состоянием качества корпоративного управления, с точки зрения автора, отличаются предприятия, образованные в процессе массовой приватизации 1992 – 94 гг., а также возникшие на базе бывших чековых и денежных инвестиционных фондов. Они характеризуются большим количеством миноритарных акционеров (от 500 – 1000 и выше), слабо концентрированной собственностью, не сформировавшимся рынком ценных бумаг, отсутствием лиц, готовых выкупить предприятие у акционеров.

Все вокруг колхозное, все вокруг мое...

Первые два обстоятельства ведут к отсутствию эффективного контроля деятельности руководства предприятия со стороны акционеров как обладателей права голоса.

Анализ деятельности средних по величине акционерных обществ Московского региона (выборка была сделана в 2000 г. из 44 компаний) показал: *рентабельность собственного капитала предприятий, 50% и более голосующих акций которых находилось у крупных собственников, была в 4,6 раза выше, чем у имеющих в крупной собственности менее 50% голосующих акций* (крупными собственниками считались акционеры, владеющие 5% и более голосующих акций; рентабельность определялась как чистая прибыль, деленная на собственный капитал предприятия).

Отсутствие рынка ценных бумаг и невозможность его использования для привлечения инвестиций, *во-первых*, лишает руководство предприятия стимулов заинтересовывать инвесторов (добросовестно раскрывать информацию о деятельности компании, стремиться к

повышению стоимости ценных бумаг, увеличению размера дивидендов). *Во-вторых*, акционеры не могут "проголосовать ногами", продав ценные бумаги неблагополучного общества.

Менеджмент будут контролировать

Чтобы изменить сложившуюся ситуацию, необходимо реализовать комплекс мер, направленных на возникновение контроля в акционерном обществе.

Включение ценных бумаг данных предприятий в листинг одной из торговых площадок страны. Сюда могут входить: разработка системы экономических стимулов, законодательное установление сроков, в течение которых предприятия должны приложить все усилия для получения листинга.

Возникающий при этом контроль со стороны организатора торговли, профессиональных участников рынка ценных бумаг и инвесторов позволит дисциплинировать менеджмент – заставит строже соблюдать права акционеров, раскрывать информацию, привести в порядок финансовую отчетность; создаст предпосылки для развития рынка ценных бумаг данных обществ – акционеры получат возможность реализовать свои вложения, а предприятия – привлечь дополнительные инвестиции.

При выходе на рынок ценных бумаг к данной категории предприятий должны применяться строгие требования в отношении **раскрытия информации о деятельности**. Это обусловлено наличием в них большого количества мелких акционеров, не имеющих возможности в индивидуальном порядке оперативно ознакомиться с такой информацией. Законодательно установленная обязанность подразумевает лишь длительную бюрократическую процедуру письменного запроса.

Согласно Положению о ежеквартальном отчете эмитента эмиссионных ценных бумаг, утвержденному Постановлением ФКЦБ РФ от 11.08.98 № 31, необходимость раскрытия информации в форме ежеквартальных отчетов закреплена за обществами, зарегистрировавшими проспекты эмиссии своих ценных бумаг. Как известно, приватизированные предприятия выпускали ценные бумаги на основе планов приватизации. Хотя Указом Президента РФ от 01.07.92 № 721 план приватизации приравнен по статусу к проспекту эмиссии, арбитражной практикой была установлена необоснованность требований к подобным предприятиям раскрывать информацию.

Разъяснение акционерам их прав, возможностей влияния, рычагов давления на менеджмент, норм корпоративного управления (независимость большинства членов совета директоров и ревизионной комиссии от генерального директора, должная квалификация лиц, входящих в органы управления, требование отчетности руководства; надзор за соблюдением законодательства об акционерных обществах, рынке ценных бумаг, защите прав и законных интересов инвесторов) позволит повысить контроль деятельности руководства и снизить конфликтность между акционерами.

Одной из причин плохого качества корпоративного управления на российских предприятиях является также крайне низкая эффективность применения законодательства. Необходимы **решительные реформы, прежде всего, судебной системы**.

Процессы по делам конфликтов между акционерами, акционерами и предприятием или менеджментом должны подлежать огласке. Например, ФКЦБ России могла бы осуществлять это через свою систему раскрытия информации.

Согласно акционерному законодательству выплата дивидендов – право, но не обязанность общества. Однако поскольку миноритарные акционеры часто не получают доходов от своих вложений, не имея при этом возможности изменить ситуацию (ввиду отсутствия рынка для своих ценных бумаг и недостатка прав контроля), **законодательное установление необходимости дивидендных платежей** позволит:

- снизить издержки акционеров, связанные с плохим корпоративным управлением;
- отчасти решить указанную проблему получения доходов,
- оценивать акции исходя из их способности генерировать реальные денежные потоки (дивиденды), а не потенциальные (прибыль) (последние невозможно реализовать ввиду отсутствия ликвидного рынка).

Для рассматриваемых предприятий наиболее предпочтительно **привлечение дополнительных денежных ресурсов** посредством выпуска обыкновенных акций по закрытой подписке, поскольку это ведет к увеличению концентрации собственности.