

Федеральное государственное образовательное бюджетное учреждение
высшего образования
«Финансовый Университет при Правительстве Российской Федерации»
Кредитно-экономический факультет

Кафедра «Финансовые рынки и финансовый инжиниринг»

«Допускаю к защите»

И.О. Фамилия зав. кафедрой

(подпись)

«__» _____ года

Выпускная квалификационная (бакалаврская) работа

Куревлевой Дарьи Игоревны

на тему:

**«Качество корпоративного управления как фактор стоимости
компании»**

Направление 38.03.01 – «Экономика»

Профиль подготовки – «Финансы и кредит»

Научный руководитель:

Старший преподаватель, Макеев А.В.

(подпись)

(подпись автора работы)

Оглавление

ВВЕДЕНИЕ.....	3
ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ.....	8
1.1 Основные принципы и цели корпоративного управления	8
1.2 Правовые основы корпоративного управления в России.....	20
ГЛАВА 2 ПРАКТИКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ..	29
2.1 Анализ выполнения рекомендаций Кодекса корпоративного управления крупнейшими российскими эмитентами	29
2.2 Рейтинг как инструмент оценки качества корпоративного управления.	38
2.3 Корпоративное управление как фактор стоимости компании.....	47
ГЛАВА 3 ВЛИЯНИЕ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ	53
3.1 Оценка влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний.....	53
3.2 Методика и рекомендации по совершенствованию корпоративного управления в российских компаниях.....	63
ЗАКЛЮЧЕНИЕ	68
СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ.....	70
Приложение А	75
Приложение Б.....	77

ВВЕДЕНИЕ

Российский фондовый рынок представляет собой один из развивающихся рынков. Одной из ключевых проблем инвестирования в акции российских компаний является отсутствие достаточной ликвидности на фондовом рынке. Несмотря на то, что финансово-экономическое состояние значительного числа эмитентов постепенно улучшается и прибыль возрастает, их акции продаются с немалым дисконтом даже относительно компаний-аналогов развивающихся стран, не говоря уже о развитых.

Наличие недооцененных компаний на фондовом рынке свидетельствует о чрезвычайно низкой капитализации всего российского рынка акций. Согласно изданию Forbes: «Весь фондовый рынок России не стоит одного американского «яблока». Здесь во внимание принимается тот факт, что в конце 2014 года стоимость американской компании «Apple» превысила капитализацию всего российского рынка акций. И причиной тому являются не невероятные успехи американской компании, а скорее «ужасающее» состояние российской экономики¹.

По данным Bloomberg, на конец 2015 года значение коэффициента P/E фондовых рынков с развитой экономикой в среднем составило 19, P/E S&P500 – превысило 18. P/E Бразилии, ближайшего по уровню развития рынку России², достигло 26, в то время как P/E российского фондового рынка находился на уровне 7,3. Таким образом, можно сделать вывод о том, что в настоящее время российский фондовый рынок является одним из недооцененных рынков в мире.

Анализируя особенности российского фондового рынка можно выделить причины недооцененности российских компаний, которые, по мнению автора, являются основными:

¹ Forbes: Весь фондовый рынок России не стоит одного американского «яблока»/ Официальный сайт Автономной некоммерческой организации «ТВ-Новости» [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <https://russian.rt.com/inotv/2014-11-17/Forbes-Ves-fondovij-rinok-Rossii>, свободный

² Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски/Я.М. Миркин — М.: GELEOS Publishing house; Кэпитал Трейд Компани, 2011 — 290 с.

- Сырьевая направленность рынка и, как следствие, высокие риски для инвестирования. Ввиду того, что экономика и экспорт по-прежнему сильно зависят от цен на энергоносители и сырьевые ресурсы, колебания мировых цен на нефть, газ, никель и т.п. результируются в динамике отечественного рынка.
- Отсутствие «длинных денег». Инвесторы, вкладывающие в акции российских компаний, ориентированы преимущественно на краткосрочную перспективу, что приводит к резким колебаниям на отечественном рынке акций. Кроме того, российский фондовый рынок не пользуется широкой популярностью у частных инвесторов, причиной тому является низкая финансовая грамотность населения.
- Низкое качество корпоративного управления в компаниях, которое ведет к слабой защищенности инвесторов, недостаточной информационной прозрачности и отсутствию развитой дивидендной политики российских компаний.

Выделенные причины можно условно разделить на две группы: внутренние (зависящие от компаний) и внешние (независящие от компаний). Так как значительная часть российских компаний не в силах повлиять на внешние причины их недооцененности, для восстановления истинной стоимости бизнеса компаниям необходимо сосредоточиться на внутрифирменных проблемах.

Наряду с общепризнанными финансовыми факторами повышения эффективности и инвестиционной привлекательности компаний, существуют нефинансовые, которые также имеют немаловажное значение для инвесторов. Одним из таких факторов является формирование качественной системы корпоративного управления, которая обеспечивает защиту прав акционеров, позволяет эффективно управлять собственным и заемным капиталом, а также максимально учитывает интересы стейкхолдеров компании. Для того, чтобы оценить эффективность влияния факторов на

конечные показатели деятельности компании чаще используется рост ее рыночной стоимости.

В последнее двадцатилетие количество исследований на тему влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании заметно возросло не только в России, но и в мире. Известные консалтинговые компании (McKinsey) и аналитические центры (Российский институт директоров, ГУ-ВШЭ) стали проводить международные исследования и опросы с целью определить роль системы корпоративного управления в создании стоимости компании. Со временем начали появляться рейтинги корпоративного управления (Corporate Governance Score, ГАММА, НРКУ), которые были призваны оценить уже сформировавшиеся системы корпоративного управления компаний и способствовать совершенствованию практики в этой области. Помимо этого, некоторые организации приступили к разработке правил и кодексов корпоративного управления внутри организации.

Тем не менее, несмотря на то, что призывы к повышению качества корпоративного управления звучат повсеместно, достоверной и исчерпывающей информации о его влиянии на стоимость компании зачастую недостает.

Таким образом, наличие неопределенности в установлении влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании (капитализацию) обосновало **актуальность** выбора темы исследования данной выпускной квалификационной (бакалаврской) работы.

На сегодняшний день в России существует только один рейтинг корпоративного управления, который может послужить руководством по принятию обоснованных индивидуальных инвестиционных решений и способствовать совершенствованию существующих практик корпоративного управления российских компаний. Однако данный рейтинг имеет ряд недостатков, к которым относятся: закрытость методики составления рейтинга (не разглашается вес каждого параметра), платность (оцениваются

только те компании, которые подали заявку и оплатили услуги рейтингования, и, как следствие, публикация результатов оценки только с разрешения исследуемых компаний. В связи с этим, **основными целями** бакалаврской работы являются: (1) установление взаимосвязи между качеством корпоративного управления и капитализацией российских компаний и (2) разработка критериев оценки качества корпоративного управления, позволяющей провести комплексный анализ практики в этой области российских эмитентов.

Для достижения поставленных целей автором были поставлены следующие **задачи**:

1. Изучение основных теоретических аспектов корпоративного управления;
2. Анализ существующей практики корпоративного управления в России;
3. Исследование корпоративного управления как фактора стоимости компании;
4. Выявление взаимосвязи качества корпоративного управления и рыночной стоимости компании (капитализации);
5. Построение системы критериев оценки качества корпоративного управления.

В качестве **объекта** исследования выбраны российские публичные компании, акции которых обращаются на российском фондовом рынке и зарубежных площадках. **Предметом** исследования является корпоративное управление как сложная система взаимодействующих внутренних и внешних механизмов.

Теоретической основой исследования являются работы зарубежных и отечественных авторов в области корпоративного управления, оценки его качества и влияния на рыночную стоимость компании. К зарубежным авторам, изучающим данный круг вопросов, необходимо отнести Альфреда Раппапорта и Бернарда Блэка. Среди отечественной литературы можно

выделить следующие основные источники: А.А. Рачинский «Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний», В.А. Наливайский, Р.А. Цой «Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления», А.О. Шпилова «Качество корпоративного управления: коммерческие и исследовательские рейтинги», П.Ю. Старюк «Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний (эмпирический анализ)». Помимо перечисленных источников в работе также используются материалы Круглого стола ОЭСР – Россия по корпоративному управлению, организованного Московской биржей и Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

Информационной базой исследования являются нормативно-правовые акты, материалы периодической печати, электронные ресурсы, официальные сайты международных рейтинговых агентств, данные информационных баз данных Bloomberg и СПАРК. В исследовании применялся корреляционный метод, методы сравнительного анализа, систематизации, классификации и обобщения.

Практическая значимость исследования определяется тем, что предлагаемые рекомендации по формированию механизма совершенствования практики корпоративного управления могут быть использованы компаниями для создания качественной системы корпоративного управления и повышения инвестиционной привлекательности.

Структура бакалаврской работы обусловлена целью, задачами и логикой исследования. ВКР состоит из введения, трех глав, заключения, списка литературы и приложений.

ГЛАВА 1 ТЕОРЕТИЧЕСКИЕ АСПЕКТЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1.1 Основные принципы и цели корпоративного управления

Существует множество определений корпоративного управления. Однако в основе каждого определения лежат отношения между советом директоров, акционерами, менеджерами и другими заинтересованными лицами. Проанализировав определения, данные Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), специалистами Всемирного Банка реконструкции и развития (ВБРР), международного рейтингового агентства Standard & Poor's, можно сделать вывод, что корпоративное управление – это система руководства и контроля за деятельностью организации, основанная на разграничении прав собственности и прав управления и обеспечивающая баланс интересов всех финансово-заинтересованных сторон: акционеров, менеджеров, кредиторов, поставщиков и др.

В мировой практике преобладают две концепции корпоративного управления: агентская теория и теория соучастников. При построении эффективной системы корпоративных отношений необходимо учитывать обе теории.

Теория агентских издержек была разработана в 1976 году американскими экономистами М. Дженсенем и У. Меклингом³. Согласно данной теории, корпоративные отношения необходимо рассматривать сквозь призму агентских издержек, где под агентскими издержками понимают потери инвесторов, связанные с разделением прав собственности и контроля, несопадением интересов собственников капитала и агентами, управляющих им. Если в составе акционеров преобладают мелкие инвесторы и компания находится в основном под контролем менеджеров, может возникнуть

³ Леванова Л.Н. Теория корпоративного управления. Учебно-методическое пособие — Саратов: 2011. — 26 с. — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://elibrary.sgu.ru/uch_lit/277.pdf, свободный

серьезная угроза, что менеджеры, не ощущая контроля со стороны акционеров, начнут использовать ресурсы компании в личных целях. В качестве средств обратной связи, подтверждающих надлежащее выполнение агентских обязательств, выступают финансовая отчетность и заключение внешнего (независимого) аудита.

Теория соучастников (теория несовпадения интересов корпорации с интересами общества) строится на убеждении, что компания имеет определенные обязательства не только перед своими акционерами, но и перед другими заинтересованными сторонами – стейкхолдерами: сотрудниками, клиентами, поставщиками. Таким образом, руководство компании должно быть подконтрольно всем этим группам.

Эффективная система корпоративного управления в компании способствует укреплению доверия со стороны акционеров, уменьшает риск финансовых кризисов, повышает инвестиционную привлекательность и благоприятствует развитию деятельности всего предприятия. Таким образом, основными целями корпоративного управления являются создание действенной системы, направленной на обеспечение сохранности вложений акционеров компании и их эффективного использования, избежание или снижение сложно оцениваемых рисков, которые в дальнейшем могут привести к потере финансовой устойчивости, снижению инвестиционной привлекательности компании или уменьшению стоимости ее акций.

Для достижения вышеупомянутой цели компаниям необходимо уделять внимание каждому элементу системы корпоративного управления, а именно: участникам (субъектам) корпоративного управления, объектам корпоративного управления и механизмам корпоративного управления⁴.

Участники (субъекты) корпоративного управления – это лица, имеющие какой-либо финансовый интерес в деятельности организации. В

⁴ Панфилова Е.Е. Некоторые аспекты формирования корпоративного управления в промышленной организации. // Проблемы теории и практики управления, 2008, № 4, 59 с.

Таблице 1 представлена классификация участников корпоративного управления, которая характеризует субъекты корпоративных отношений с точки зрения интересов каждого из них.

Таблица 1 – Участники корпоративного управления⁵

Субъекты	Интересы	Внешняя оболочка	Выгоды для компании
Менеджеры	Материальные интересы: заработная плата, премии, бонусы; Статус, возможности для дальнейшего роста и развития.	Система организации менеджмента, разработанная система мотивации топ – менеджмента.	Рост капитализации компании, стоимость акций.
Акционеры	Курс акций, размер и периодичность выплаты дивидендов, степень раскрытия информации, прибыльность, финансовая устойчивость и т.д.	Авторитетный состав Совета Директоров, показатели прибыли и оборачиваемости активов, кредитные рейтинги, доля рынка, степень узнаваемости бренда и т.д.	Курс акций, дешевое финансирование, привлечение инвестиций.
Финансовые институты	Объем кредитования, финансовая устойчивость, рост.	Кредитный рейтинг, финансовые показатели, открытость.	Возможность привлечения кредитов на выгодных условиях, высокий кредитный рейтинг.
Потребители	Качество продукции, доступные цены, качество сервиса, стабильность.	Сертификаты качества, организация контроля качества продукции, популярность бренда и др.	Доля рынка, рост продаж, устойчивость, признание.
Поставщики	Объем поставок, стабильность и дороговизна закупок.	Показатели финансовой устойчивости, открытости.	Выгодные условия поставок, доверительные отношения, надежность.
Государство	Налоги, соблюдение законодательства, занятость, рост ВВП.	Соблюдение законодательства, уплата налогов, открытость, профсоюзы, экологические сертификаты и т.д.	Налоговые льготы, невмешательство государства, возможность получения субсидий, госзаказов.

⁵ Леванова Л.Н. Теория корпоративного управления. Учебно-методическое пособие — Саратов: 2011. — 44-45 с. — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://elibrary.sgu.ru/uch_lit/277.pdf, свободный

Как мы видим, каждый участник корпоративных отношений имеет свои интересы, и различие между ними может привести к развитию корпоративных конфликтов. Правильно выстроенная система корпоративного управления призвана минимизировать возможное негативное влияние этих различий на процесс деятельности компании.

Под объектом корпоративного управления понимают как компанию в целом, так и систему взаимодействия между руководством компании, советом директоров, акционерами и другими заинтересованными лицами, целью которой является исполнение функций субъектов корпоративного управления наилучшим образом при сохранении баланса интересов между ними. Таким образом, к объектам корпоративного управления можно отнести: структуру собственности и внешнее влияние, права акционеров, прозрачность раскрытия информации и аудит, структуру и эффективность работы совета директоров, корпоративные ценности и др.

Механизмы корпоративного управления необходимы для того, чтобы обеспечить эффективную и честную работу всех участников корпоративного управления. Если механизмы корпоративного управления работают плохо, то возможны различные злоупотребления.

В настоящее время выделяют систему внешних и внутренних механизмов корпоративного управления.

Системе корпоративного управления присущи следующие внутренние механизмы:

- Формализация отношений между участниками корпоративного управления посредством принятия регламентирующих документов, разработки формальных процедур и т.п. (например, разработка и принятие корпоративных кодексов в целях развития и поддержания корпоративной культуры, регулирования поведения ряда субъектов корпоративного управления, повышения инвестиционной привлекательности компании);

- Представительство в совете директоров всех групп акционеров, включая миноритарных (в ряде случаев – и других групп интересов, профсоюзов), что позволяет миноритарным акционерам принимать непосредственное участие в управлении корпорацией и расширить сферу влияния данной группы акционеров;
- Существование жесткой системы подотчетности менеджмента Совету директоров (но не непосредственно крупным акционерам), а Совета директоров – собранию акционеров в целях защиты интересов собственников корпорации;
- Организация заседаний Совета директоров или собраний акционеров для решения всех важных вопросов, выходящих за рамки текущего управления;
- Включение в состав Совета директоров сторонних независимых директоров - профессионалов, не связанных с акционерами и менеджментом компании во избежание главенства личных интересов перед корпоративными;
- Обеспечение максимальной информационной прозрачности в деятельности компании.
- Внешние механизмы корпоративного управления основываются на эффективном функционировании внешних посредников во взаимоотношениях акционеров и управляющих корпорации. К внешним механизмам относят государство, финансовые и товарные рынки.

Финансовый рынок играет важную роль в процессе корпоративного управления в виду наличия высокой положительной корреляционной связи между ценой акций компании и эффективностью работы ее менеджмента. Сравнив курс акции компании с акциями других компаний этой отрасли или же фондового рынка в целом, инвестор может определить, насколько эффективна система управления в интересующей его компании. При

устойчивом падении стоимости акций компании возможны два варианта действий акционеров: смена управляющего состава или продажа акций, что еще больше понизит курсовую стоимость акций на фондовом рынке. Оба варианта повлекут за собой смену управляющего состава компании, следовательно, управляющие вынуждены проявлять все усилия для предотвращения снижения курсовой стоимости акций. Эти усилия в дальнейшем и приведут к созданию эффективной системы управления компанией, которая будет полностью отвечать интересам акционеров и защищать их.

Необходимо отметить, что механизм контроля корпоративного управления со стороны финансового рынка эффективен только в том случае, если рынок хорошо развит.

В системе корпоративного управления государству отводится роль внешнего регулятора и контролера деятельности компаний. Помимо этого, государство участвует в управлении посредством издания нормативных правовых актов, регулирующих деятельность корпораций и контроля исполнения таких актов.

При принятии решения о вложении капитала в российские предприятия инвесторы ориентируются на качество корпоративного управления в них.

Качество корпоративного управления – это показатель, который характеризует степень честности и открытости процедур корпоративного управления, действующих в компании, и их соответствие интересам акционеров и других стейкхолдеров.

Основные аспекты корпоративного управления наиболее полно и четко отражены в Принципах корпоративного управления (далее – «Принципы КУ»), разработанных Организацией экономического сотрудничества и развития (далее – «ОЭСР»). Принципы сразу получили большую популярность в мире – среди инвесторов, компаний, государственных органов; они стали основой для большинства инициатив в области корпоративного управления как в странах ОЭСР, так и в странах – не членах

ОЭСР. С 2014 года ОЭСР приостановила принятие России в члены на неопределенный срок. Тем не менее, взаимодействие России с ОЭСР, включая участие в заседаниях комитетов, продолжается⁶.

Принципы КУ были сформулированы в 1999 году с целью оказания помощи правительствам стран в их работе по проведению анализа и оценки законодательства в сфере корпоративного управления, его совершенствованию, а также для предоставления руководства регуляторам и участникам финансовых рынков. Следует отметить, что данные Принципы, прежде всего, относятся к публичным компаниям, чьи акции обращаются на открытом рынке, и носят рекомендательный характер.

В связи с повышением роли институциональных инвесторов, усложнением инвестиционных стратегий и технологий торговли, удлинением «инвестиционные цепочки» и усилением финансовой инфраструктуры в целом, возникла необходимость в пересмотре Принципов КУ. В 2015 году на саммите G20 была одобрена финальная версия Принципов КУ, разработанная Комитетом по корпоративному управлению ОЭСР. В настоящее время Принципы носят название «Принципы корпоративного управления G20/ОЭСР», что означает повышение их статуса для России, которая входит в G20⁷.

В Документе содержатся детальные разъяснения по урегулированию проблем, связанных с корпоративным управлением, и даны рекомендации по обеспечению значительного повышения роли инвесторов (акционеров) в управлении компаниями, в которые они вкладывают свои средства.

⁶ Гусаков В. А., Кокорев Р. А. Новая редакция Принципов корпоративного управления g20/ОЭСР: основные нововведения и их значение // Акционерное общество. Вопросы корпоративного управления. — 2015. — № 12 (139). — 56–64 с.

⁷ Гусаков В. А., Кокорев Р. А. Новая редакция Принципов корпоративного управления g20/ОЭСР: основные нововведения и их значение // Акционерное общество. Вопросы корпоративного управления. — 2015. — № 12 (139). — 56–64 с.

Согласно Принципам КУ G20/ОЭСР⁸, эффективное корпоративное управление в компании достигается путем соблюдения принципов, касающихся следующих аспектов:

1. Создание основы эффективной системы корпоративного управления

Принципы, содержащиеся в данном разделе, прежде всего, относятся к государственным органам, которые ответственны за формирование благоприятной среды для развития корпоративного управления. Сформулированы основные требования к правовой системе страны, к практике работы надзорных, регулирующих и правовых органов. Согласно документу, все решения государственных органов должны быть своевременными, прозрачными, полностью мотивированными и направлены на развитие эффективных рынков в стране.

Важную роль в области корпоративного управления играют фондовые рынки. В редакции 2015 года добавился новый Принцип I.D, согласно которому фондовые рынки должны поддерживать эффективное корпоративное управление. В аннотации к нему отмечается, что:

- Фондовые рынки (организаторы торговли) могут играть важную роль в продвижении корпоративного управления, устанавливая соответствующие требования в правилах листинга и обеспечивая контроль за их соблюдением. Фондовые рынки также создают для инвесторов возможность выразить свое мнение о качестве корпоративного управления в компании через покупку или продажу ее акций. В этой связи качество правил и регуляций фондовой биржи становится важным элементом системы корпоративного управления
- Фондовые биржи и торговые системы существуют сегодня в разных формах. Большинство крупных бирж являются коммерческими

⁸ Гусаков В. А., Кокорев Р. А. Новая редакция Принципов корпоративного управления g20/ОЭСР: основные нововведения и их значение // Акционерное общество. Вопросы корпоративного управления. — 2015. — № 12 (139). — 56–64 с.

публично торгуемыми корпорациями, которые конкурируют с другими биржами. Поэтому регуляторам необходимо оценивать ту роль, которую играют биржи и торговые площадки в плане установления стандартов корпоративного управления и надзора за их соблюдением. Это требует анализа влияния конкретных бизнес-моделей фондовых бирж на их способность выполнять соответствующие функции⁹.

2. Права и равенство акционеров и основные функции собственников

Система корпоративного управления должна защищать права акционеров, обеспечивать равенство условий для всех акционеров, включая миноритарных акционеров и иностранных акционеров. Всем акционерам должна быть предоставлена возможность получить эффективную защиту в случае нарушения их прав.

В данном разделе определены основные права акционеров, среди которых право на получение необходимой информации и право на участие в деятельности организации путем проведения собрания акционеров. Особое внимание уделяется необходимости раскрытия информации о процедурах голосования.

Принципы предусматривают существование надежной системы регистрации прав акционеров, а также обеспечение прозрачности компании, на основе которой акционеры смогут получать всю необходимую информацию о деятельности компании. Согласно принципам, собрание акционеров должно являться высшим органом управления компанией. Процедуры проведения общих собраний акционеров необходимо регламентировать и доносить до акционеров.

В 2015 году важным добавлением к разделу послужил принцип П.Ф о сделках со связанными сторонами («related-party transactions», RPT, в российской терминологии – «сделки с заинтересованностью»). В рамках

⁹ Гусаков В. А., Кокорев Р. А. Новая редакция Принципов корпоративного управления G20/ОЭСР: основные нововведения и их значение // Акционерное общество. Вопросы корпоративного управления. — 2015. — № 12 (139). — 56–64 с.

принципа II.F прямо указывается, что сделки со связанными сторонами должны одобряться и заключаться таким образом, чтобы обеспечить надлежащий контроль за конфликтом интересов и защитить интересы компании и акционеров. В аннотации к подпринципу II.F.1 отмечается, что RPT – серьезная проблема на любом рынке, но особенно на рынках с высокой концентрацией акционерной собственности и преобладанием бизнес-групп (это явно относится в том числе к России). Вместе с тем запрещать такие сделки неверно, так как сами по себе они не обязательно содержат в себе что-то плохое для компании или ее стейкхолдеров. Надо выстроить систему грамотного управления возникающими конфликтами интересов.

В российском законодательстве эти сделки давно регулируются, причем по ряду параметров излишне жестко. Сейчас ведется работа по совершенствованию этого регулирования в направлении большей сбалансированности интересов разных групп стейкхолдеров – мажоритарных акционеров, миноритариев, менеджмента и кредиторов.

3. Институциональные инвесторы, фондовые рынки и другие посредники

Это новый раздел, который был включен в документ в связи с изменениями, произошедшими в сфере корпоративного управления. Основная идея состоит в том, чтобы показать значимость институциональных инвесторов, действующих в качестве доверенных лиц, в корпоративном управлении и признать их в качестве еще одной категории стейкхолдеров. Согласно новому разделу, консультанты по голосованию, аналитики, брокеры, рейтинговые агентства и другие лица, которые предоставляют анализ или рекомендации для принятия решений инвесторами, должны раскрывать конфликты интересов в своей деятельности и минимизировать их; во многих юрисдикциях для них либо введено соответствующее регулирование, либо поощряется принятие добровольных кодексов. Помимо этого, так как для принятия обоснованных

инвестиционных решений инвесторы нуждаются в качественной и справедливой рыночной информации, прежде всего ценовой, структура и порядок функционирования фондовых бирж и торговых систем должны обеспечивать эффективное и справедливое ценообразование как основу для эффективного корпоративного управления.

4. Роль заинтересованных лиц в управлении корпорацией

Система корпоративного управления должна способствовать активному сотрудничеству между компанией и заинтересованными лицами и признавать их права, предусмотренные законом или обоюдным соглашением. Заинтересованные лица также должны иметь доступ к необходимой информации.

Степень вовлечения заинтересованных лиц в корпоративное управление зависит от национальных законов и практики, принятой в различных странах, а также может меняться от компании к компании.

В качестве механизмов вовлечения стейкхолдеров в корпоративное управление могут выступать: представительство наемных работников в составе правления; распространение акций фирмы среди работников; принятие механизмов раздела прибыли или процессов управления, в которых при принятии определенных решений учитывается мнение заинтересованных лиц.

5. Раскрытие информации и прозрачность.

Согласно данному разделу, эффективная система корпоративного управления должна обеспечивать своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, касающимся компании, включая финансовое положение, результаты деятельности, структуру собственности и управления.

Принятие строгого режима раскрытия информации будет способствовать повышению эффективности рыночного мониторинга компаний. Опыт стран с большими и активными фондовыми рынками

показывает, что раскрытие информации – мощный инструмент воздействия на поведение компании и защиты прав акционеров.

К существенной информации можно отнести: результаты финансовой и операционной деятельности; задачи компании; собственность на крупные пакеты акций и распределение прав голоса; список членов правления и главных должностных лиц, а также получаемое ими вознаграждение; прогнозируемые существенные факторы риска.

В новой редакции добавлено упоминание о необходимости раскрытия важной нефинансовой информации, включая бизнес-этику, социальные вопросы, защиту окружающей среды, соблюдение прав человека, пожертвования на политические цели и т.д. (во многих странах для крупных компаний требования о раскрытии такой информации установлены как обязательные, в других странах компании раскрывают такую информацию добровольно).

Отмечается, что каналы распространения информации должны быть доступны всем пользователям¹⁰.

6. Обязанности Совета директоров

Система корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое управление компанией, эффективный контроль за менеджментом со стороны Совета директоров, а также его подотчетность по отношению к компании и акционерам.

Совет директоров должен регулярно проводить оценку своей работы, чтобы оценивать её эффективность и определять, достигается ли правильное соотношение опыта и компетенций в Совете; создать специализированные комитеты, которые облегчат Совету в целом выполнение его функций, прежде всего по аудиту, а также, в зависимости от размера компании и ее риск-профиля, по риск-менеджменту и по вознаграждениям.

¹⁰ Гусаков В. А., Кокорев Р. А. Новая редакция Принципов корпоративного управления G20/ОЭСР: основные нововведения и их значение // Акционерное общество. Вопросы корпоративного управления. — 2015. — № 12 (139). — 56–64 с.

Хорошее корпоративное управление способствует экономической эффективности, устойчивому росту и финансовой стабильности; оно снижает стоимость капитала для компаний и обеспечивает доверие со стороны населения, благодаря которому и происходит превращение сбережений в инвестиции для реальной экономики.

В целях развития практики корпоративного управления Россия учитывала рекомендации Принципов КУ как при разработке своих кодексов (Кодекс корпоративного поведения 2002 г., Кодекс корпоративного управления 2014 г.), так и при совершенствовании корпоративного законодательства.

1.2 Правовые основы корпоративного управления в России

Формирование нормативно-правовой базы корпоративного управления в России началось в конце 1995 г. в результате принятия Федерального закона «Об акционерных обществах». Несмотря на то, что к этому времени в стране уже существовали акционерные общества (как результат первого этапа приватизации), основополагающие принципы корпоративного управления, которыми компании могли бы руководствоваться в процессе своей деятельности, практически отсутствовали.

В настоящее время коммерческие предприятия различных организационно-правовых форм следуют целому своду законов и нормативно-правовых актов, основные из которых приведены в Таблице 2. Организационно-правовые формы в России имеют свою специфику, поэтому было принято решение помимо общей нормативно-правовой базы создать правовые акты, регулирующие конкретные формы юридических лиц (например, акционерные общества).

Таблица 2 – Основные законы и нормативно-правовые акты (НПА), регулирующие корпоративное управление в России¹¹

НПА	Область применения	Краткая характеристика
Гражданский кодекс РФ	Коммерческие организации	Определяет основы корпоративного управления
Федеральный закон №208-ФЗ «Об акционерных обществах» (Закон об АО)	Акционерные общества (АО)	Регулирует вопросы, связанные с созданием, деятельностью и ликвидацией (реорганизацией) АО
Федеральный закон №46-ФЗ «О защите прав и законных интересов инвесторов на рынке ценных бумаг» (Закон о защите прав и законных интересов инвесторов)	Акционерные общества (АО)	Определяет порядок создания, реорганизации, ликвидации, правовое положение АО, права и обязанности их акционеров, а также обеспечивает защиту прав и интересов акционеров.
Федеральный закон № 39-ФЗ «О рынке ценных бумаг» (Закон о рынке ценных бумаг)	АО, ценные бумаги которых свободно обращаются на рынке	Устанавливает и регулирует порядок выпуска и обращения ценных бумаг, а также требования к раскрытию информации
НПА Банка России	АО, ценные бумаги которых свободно обращаются на рынке	Дополняют Закон об АО и Закон о рынке ценных бумаг
Дополнительные НПА (о налогах, о банкротстве и т. д.).	Коммерческие организации	Регулируют отдельные вопросы, возникающие в процессе деятельности коммерческих организаций
Правила листинга фондовых бирж	АО, ценные бумаги которых включены в листинг на фондовой бирже	Регулируют допуск к торговле эмитентов и инвесторов

Как мы видим, Гражданский кодекс РФ, Закон об АО и Закон о защите прав и законных интересов инвесторов регулируют вопросы корпоративного управления, которые относятся ко всем акционерным обществам в России. Однако следует также отметить, что некоторые вопросы, касающиеся обществ, функционирующих в банковской, страховой, финансовой и инвестиционной сферах, а также обществ, которые были созданы на базе предприятий агропромышленного комплекса и государственных и

¹¹ Пособие по корпоративному управлению: в 6 т. — М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. Т.1: Часть I. Введение в корпоративное управление. — 2004. — 50 с.

муниципальных предприятий, регулируются специальными законами¹². Помимо этого, акционерные общества, осуществляющие публичные выпуски ценных бумаг, руководствуются положениями Закона о рынке ценных бумаг и НПА Банка России.

Также для российских акционерных обществ обязательными для исполнения являются требования, установленные налоговым законодательством, законами о банкротстве, о бухгалтерском учёте и аудите и др. Следует отметить, что представленный выше перечень законодательных актов не является исчерпывающим. С течением времени российское законодательство, регулирующее корпоративное управление, совершенствуется и развивается. Хорошим примером является Закон об АО, который неоднократно редактируется и дополняется с целью устранения противоречий в положениях, регулирующих деятельность органов управления, процесс выпуска ценных бумаг, осуществление прав акционеров и другие вопросы¹³.

Правила листинга ценных бумаг устанавливают ряд требований для включения ценных бумаг российских акционерных обществ в биржевой список. Одним из таких требований является требование к корпоративному управлению, которое основывается на положениях Кодекса корпоративного поведения, разработанном Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) в 2002 году. Несмотря на то, что данный кодекс носит рекомендательный характер, для прохождения листинга ценных бумаг компании вынуждены руководствоваться им при построении системы корпоративного управления.

Кодекс корпоративного поведения (здесь и далее – «Кодекс ФКЦБ») играет ключевую роль в развитии практики корпоративного управления в

¹² Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 29.06.2015) «Об акционерных обществах» [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://base.garant.ru/10105712/>

¹³ Пособие по корпоративному управлению: в 6 т. — М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004. Т.1: Часть I. Введение в корпоративное управление. — 2004. — 50 с.

России. Кодекс ФКЦБ начал разрабатываться в конце 90-х годов, когда российская экономика начала стремительно развиваться. В это время финансово-экономическое состояние многих компаний стало улучшаться, котировки их акций росли, на рынке появилось значительное число новых эмитентов. В результате российским рынком заинтересовались инвесторы, что и создало объективную основу для формирования практики корпоративного управления в нашей стране.

Разработку кодекса корпоративного поведения взяла на себя Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) и юридическая фирма "Кудер Бразерс". Как отмечалось ранее, Кодекс ФКЦБ было принято не создавать в форме нормативного правового акта и позволить компаниям самим решать о возможности применимости его положений на практике. Тем не менее, в 2003 году ФКЦБ также издала рекомендации с целью контроля за соблюдением Кодекса ФКЦБ акционерными обществами, чьи акции допущены к публичным торгам на бирже, согласно которым установленный ранее принцип «соблюдай или объясни» был заменен на принцип «соблюдай»¹⁴. В связи с этим российские фондовые биржи вынуждены были внести ряд изменений в свои правила листинга.

Согласно Кодексу ФКЦБ, практика корпоративного поведения должна¹⁵:

1. Предоставить акционерам реальную возможность осуществлять свои права.

¹⁴ Распоряжение ФКЦБ РФ от 18.06.2003 N 03-1169/р "Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения" [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа:http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44538/8c4c5c5fdd54828a05c98b2adb3b765b7442c321/#dst100008, свободный

¹⁵ Кодекс корпоративного поведения от 5 апреля 2002 г. утвержден распоряжением ФКЦБ России от 4 апреля 2002 г. N 421/р "О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения"//Вестник ФКЦБ России. 2002. N 4.

2. Обеспечить равное отношение к акционерам. Всем акционерам необходимо обеспечить эффективную защиту в случае нарушения их прав.
3. Обеспечить совету директоров возможность осуществлять стратегическое управление деятельностью общества и эффективный контроль над деятельностью исполнительных органов компании, а также подотчетность членов совета директоров его акционерам.
4. Обеспечить возможность исполнительным органам компании осуществлять свои обязанности добросовестно, разумно и исключительно в интересах компании, а также подотчетность исполнительных органов совету директоров общества и его акционерам.
5. Гарантировать своевременное раскрытие полной и достоверной информации об обществе, в том числе о его финансовом положении, экономических показателях, структуре собственности и управления в целях обеспечения возможности принятия обоснованных решений акционерами общества и инвесторами.
6. Учитывать права заинтересованных лиц, установленные законодательством, и активно взаимодействовать с ними в целях увеличения активов общества, стоимости акций и иных ценных бумаг общества, создания новых рабочих мест.
7. Обеспечить эффективный контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества с целью защиты прав и законных интересов акционеров.

Со временем, руководство компаний пришло к выводу, что для того, чтобы инвесторы начали вкладывать деньги, котировки акций росли, а возможность возникновения внутрикорпоративных конфликтов уменьшалась, им необходимо следовать рекомендациям Кодекса ФКЦБ. Принять Кодекс ФКЦБ означало внести поправки в устав и другие

внутренние документы компании, а также разработать свой собственный кодекс корпоративного поведения, основанный на рекомендациях Кодекса ФКЦБ и не противоречащий ему.

С 1998 по 2002 гг. крупнейшие компании России приняли свои кодексы корпоративного поведения. Так, 1998 г. нефтяная компания ОАО «Сибнефть» (сейчас – ПАО «Газпром нефть») приняла Устав корпоративного поведения, а электросетевая компания ПАО «Ленэнерго» – Меморандум корпоративного поведения. Кодексы были приняты ПАО «ЛУКОЙЛ», ПАО «Мосэнерго», ПАО «Норильский никель» и др.

Со временем Кодекс ФКЦБ был пересмотрен и в результате заменен на Кодекс корпоративного управления (далее – «Кодекс»). Причинами создания Кодекса послужили изменения в российском законодательстве, накопленный корпоративный и арбитражный опыт, последствия мирового финансового кризиса. Важной причиной также стал тот факт, что в России сменился фокус ориентации на инвесторов. В начале своего развития российская экономика привлекала спекулятивных инвесторов по причине недооцененности большей части активов, в последствие же рынок стал нуждаться в долгосрочных инвесторах, которые стали уделять все большее внимание вопросам защиты прав акционеров и лучшим практикам корпоративного управления.

Когда в 2002 году был принят Кодекс ФКЦБ, законодательство РФ об акционерных обществах нуждалось в существенном пересмотре, так как уже в то время наблюдались многочисленные нарушения прав миноритарных акционеров и инвесторов при:

- подготовке и проведении общих собраний акционеров;
- принятии решений о выпуске дополнительных акций в обращение, который приводит к размытию доли акционеров;
- осуществлении крупных сделок и сделок с заинтересованностью.

Сложившаяся ситуация подрывала доверие российских и зарубежных инвесторов к российскому финансовому рынку и препятствовала его развитию¹⁶.

Мировой финансовый кризис также способствовал пересмотру Кодекса ФКЦБ. После событий 2008-2009 гг. инвесторы и регуляторы рынка стали использовать корпоративное управление в качестве инструмента обеспечения устойчивости и долговременного развития компаний.

Таким образом, в феврале 2014 года Правительство России одобрило Кодекс корпоративного управления, который был разработан Банком России с учетом зарубежного опыта и существующих Принципов ОЭСР. Кодекс разрабатывался в течение трех лет (2011 – 2013 гг.) и был призван заменить Кодекс ФКЦБ 2002 года. Как и Кодекс ФКЦБ, Кодекс Банка России ориентирован на акционерные общества, ценные бумаги которых допущены к организованным торгам. Не смотря на то, что Кодекс как и раньше носит рекомендательный характер, «Положение о раскрытии информации эмитентами эмиссионных ценных бумаг» N 454 – П (п. 70.3 и 70.4), утвержденный Банком России, обязывает все публичные компании раскрывать информацию о соблюдении принципов Кодекса в годовом отчете. Остается неизменным и тот факт, что рекомендации Кодекса частично были включены в новые Правила листинга Московской биржи, соблюдение которых является обязательным условием для размещения ценных бумаг на организованном рынке. Помимо этого, Правительство намерено до конца 2016 года в директивном порядке внедрять утвержденный Кодекс в компаниях с государственным участием (около 100 компаний)¹⁷.

¹⁶ Кодекс корпоративного управления. Письмо Центрального банка Российской Федерации №06-52/2463 от 10 апреля 2014 г. "///Вестник Банка России, 2014. N 40 (1518) [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://www.iiar.ru/files/documents_open/%D0%9A%D0%9A%D0%A3.pdf, свободный

¹⁷ Госкомпаниям рекомендовали перейти на Кодекс корпоративного управления/ Новостной портал «Известия» [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://izvestia.ru/news/586040>

Помимо предисловия, введения и заключения, Кодекс состоит из двух частей, А и В. В части А отражены принципы корпоративного управления, которые разъясняют вопросы, связанные с: правами акционеров и равенством условий при осуществлении ими своих прав, Советом директоров и корпоративным секретарем общества, системой вознаграждения членов Совета директоров, исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников, системой управления рисками и внутреннего контроля, раскрытием информации и информационной политикой, существенными корпоративными действиями. Часть В содержит рекомендации к данным принципам корпоративного управления¹⁸.

В новый Кодекс были включены следующие постулаты, которые ранее не затрагивались:

- Недопущение действий, приводящих к искусственному перераспределению корпоративного контроля;
- Запрет на использование акционерами иных способов получения доходов за счёт общества помимо дивидендов и ликвидационной стоимости и защита дивидендных прав акционеров;
- Введение системы электронного голосования для акционеров;
- Внедрение практики избрания и досрочного прекращения полномочий исполнительных органов Советом директоров, а не общим собранием акционеров;
- Формирование комитетов совета директоров по аудиту, вознаграждениям и номинациям (по кадрам);
- Включение в совет директоров не менее одной трети независимых директоров;
- Установление системы вознаграждения членов органов управления, которая предусматривает, что уровень вознаграждения должен создавать достаточную мотивацию для эффективной работы,

¹⁸ Шашкова А.В. Значение Кодекса корпоративного управления Банка России 2014 года // Право № 4(37) 2014 с.253-263

привлекать, удерживать компетентных и квалифицированных специалистов. Для членов совета директоров предлагается фиксированное годовое вознаграждение, выплата же вознаграждения за участие в отдельных советах директоров, и в комитетах нежелательна;

- Установление лимита на «золотой парашют» исполнительных органов, с тем, чтобы он не превышал двух годовых фиксированных вознаграждений.

С момента принятия нового Кодекса прошло уже достаточно времени, чтобы можно было сделать вывод о том, насколько система корпоративного управления российских компаний соответствует рекомендациям Кодекса. Анализ выполнения рекомендаций Кодекса корпоративного управления крупнейшими российскими эмитентами по итогам 2014 года подробно изложен во второй главе данной ВКР.

ГЛАВА 2 ПРАКТИКА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ

2.1 Анализ выполнения рекомендаций Кодекса корпоративного управления крупнейшими российскими эмитентами

В октябре 2015 Национальная ассоциация корпоративных директоров (НАКД) подготовила отчет¹⁹, целью которого являлась оценка уровня выполнения крупнейшими российскими публичными компаниями ключевых рекомендаций Кодекса корпоративного управления (далее – «Кодекс»), принятого в феврале 2014 года, и построение Национального индекса корпоративного управления на базе списка компаний, в наибольшей степени соблюдающих рекомендации Кодекса.

В качестве основы методики исследования была использована форма, доведенная информационным письмом ЗАО "ФБ ММВБ" от 13.03.2015 N 31-14/236 и размещенная на сайте ЗАО "ФБ ММВБ" в информационно-телекоммуникационной сети "Интернет" по адресу <http://moex.com/s22> и рекомендованная к применению письмом Банка России от 30 марта 2015 г. N 06-52/2825 «О раскрытии в годовом отчете акционерного общества за 2014 год сведений о соблюдении положений Кодекса корпоративного управления».

Отчет был подготовлен в рамках формирования индекса корпоративного управления CGINDEX (далее – Индекс), – нового для России, инструмента комплексной оценки корпоративного управления в стране. В ряде стран (Бразилия, Италия, ЮАР, Южная Корея, Китай, Мексика и пр.) уже введены индексы корпоративного управления, позволяющие выделять на рынке компании с высоким уровнем корпоративного управления.

¹⁹ Кузнецов М.Е., Трегубенко О.Л., Соловьева В.В. «Анализ выполнения рекомендаций Кодекса корпоративного управления крупнейшими российскими эмитентами по итогам 2014 года», 2015 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.topcompetence.ru/Images/Uploads/Publications/%D0%9E%D0%A2%D0%A7%D0%95%D0%A2%20CGINDEX%202015.pdf>, свободный

Расчет Индекса был направлен на достижение следующих целей:

1. Выявление компаний – национальных лидеров в области корпоративного управления.
2. Определение направлений развития законодательства и стандартов лучшей практики корпоративного управления.
3. Внедрение открытой и прозрачной методики, позволяющей инвесторам проводить комплексный анализ уровня корпоративного управления.

Индекс формировался на основе информации, полученной из открытых источников (годовой и ежеквартальные отчеты, сайт компании, новостные ленты специализированных информагентств).

Отчет, предоставленный НАКД, был основан на анализе 100 российских публичных компаний, крупнейших по капитализации, чьи акции включены в котировальные списки ФБ ММВБ по состоянию на конец 2014 года. Оценка проводилась по следующим блокам критериев, содержащихся в Кодексе (см. Таблицу 3):

Таблица 3 Компоненты оценки Индекса корпоративного управления²⁰

КОМПОНЕНТЫ ОЦЕНКИ
СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ, ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ, КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКРЕТАРЬ
Состав, структура, функции и процедуры работы Совета директоров
Комитеты Совета директоров
Вознаграждения
Корпоративный секретарь
УПРАВЛЕНИЕ РИСКАМИ И ВНУТРЕННИЙ КОНТРОЛЬ
Структура и функции внутреннего аудита
Система управления рисками и внутреннего контроля
ПРАВА АКЦИОНЕРОВ, СУЩЕСТВЕННЫЕ КОРПОРАТИВНЫЕ ДЕЙСТВИЯ
Дивидендная политика
Подготовка, созыв и проведение общего собрания акционеров
Существенные корпоративные действия
РАСКРЫТИЕ ИНФОРМАЦИИ
Годовой отчет
Внутренние документы
Информационная политика

²⁰ Кузнецов М.Е., Трегубенко О.Л., Соловьева В.В. «Анализ выполнения рекомендаций Кодекса корпоративного управления крупнейшими российскими эмитентами по итогам 2014 года», 2015 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.topcompetence.ru/Images/Uploads/Publications/%D0%9E%D0%A2%D0%A7%D0%95%D0%A2%20CGINDEX%202015.pdf>, свободный

При анализе компонентов использовались закрытые вопросы, предполагающие только варианты ответа – «да» или «нет», а также фактические сведения о деятельности органов управления и контроля. Оценка базировалась только на открытых источниках информации, поэтому в расчет не могли быть приняты компоненты, по которым информация в публичном доступе отсутствовала.

Выборка оцениваемых компаний включала в себя 100 крупнейших по капитализации российских компаний. Компании, чья капитализация более 200 млрд. рублей заняли 24 % выборки. Процент компаний со «средними» показателями – от 30 до 200 млрд. рублей составил 31% и 45% - компании с капитализацией менее 30 млрд.рублей.

Наибольшая часть рассмотренных компаний (58%) относилась к первому уровню списков, 19% компаний – 2 уровень и 3-й – 23%.

Рассматриваемые компании принадлежали, в основном, к 15-ти отраслям. Из них наиболее активно были представлены Электроэнергетика (23%), Металлургия (12%), Банки/ Финансовые услуги (10%), Нефтегазодобыча и Нефтепереработка (10%).

Что касается государственного участия в капитале компаний из данной выборки, то его доля (по количеству компаний) составила 9% (в расчет брались компании, где доля государства составляла контрольный пакет и выше).

Результаты исследования показали, что общий средний уровень выполнения ключевых рекомендаций Кодекса по всей выборке исследуемых компаний составил **62%**.

Компании, имеющие наиболее высокий уровень капитализации, относящиеся к первому уровню листинга на бирже, работающие в строительстве и банковско-финансовой сфере подходят к вопросам по соблюдению принципов Кодекса наиболее ответственно.

При этом самый высокий показатель уровня КУ (**86%**) имеет единственный многоотраслевой частный холдинг, вошедший в выборку.

Середина «линейки» заняли компании, имеющие уровень капитализации от 30- ти до 200 млрд. рублей, входящие в котировальный список 2-ого уровня и работающие в достаточно широком круге отраслей (торговля, пищевая промышленность, телекоммуникации, транспорт, металлургия, электроэнергетика, химия и нефтехимия, нефтегазодобыча и нефтепереработка, машиностроение).

Согласно данным исследования, нижнюю часть выборки заняли компании с капитализацией менее 30 млрд. рублей, относящиеся к 3-му уровню листинга, работающие в фармацевтической, угольной отрасли либо добыче полезных ископаемых.

Также было отмечено, что доля участия государства в капитале незначительно влияет на качество корпоративного управления в компании. Уровень соблюдения Кодекса в компаниях с государственным участием лишь на 4 процента превышает уровень частных компаний (**64%** vs **60%**).

Более подробно аналитические результаты показаны на графиках ниже (Рис. 1-4):



Рисунок 1 Уровень соблюдения ключевых рекомендаций Кодекса, %

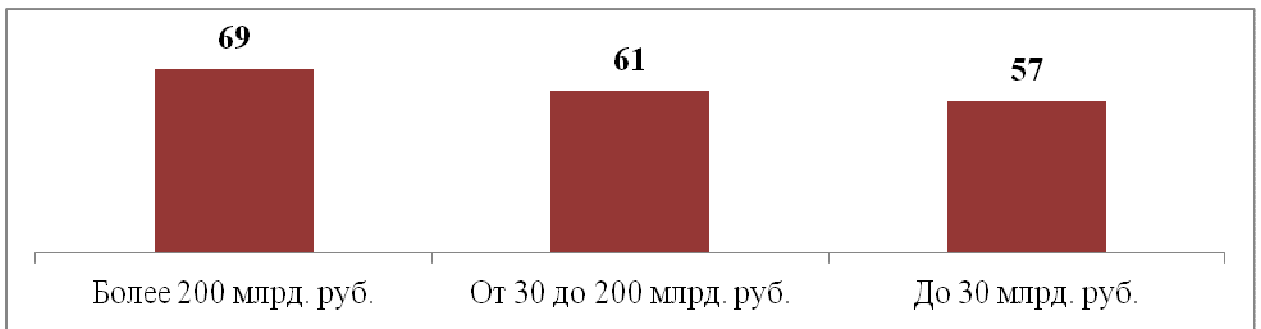


Рисунок 2 Уровень соблюдения Кодекса в зависимости от капитализации, %



Рисунок 3 Уровень соблюдения Кодекса в зависимости от отрасли, %

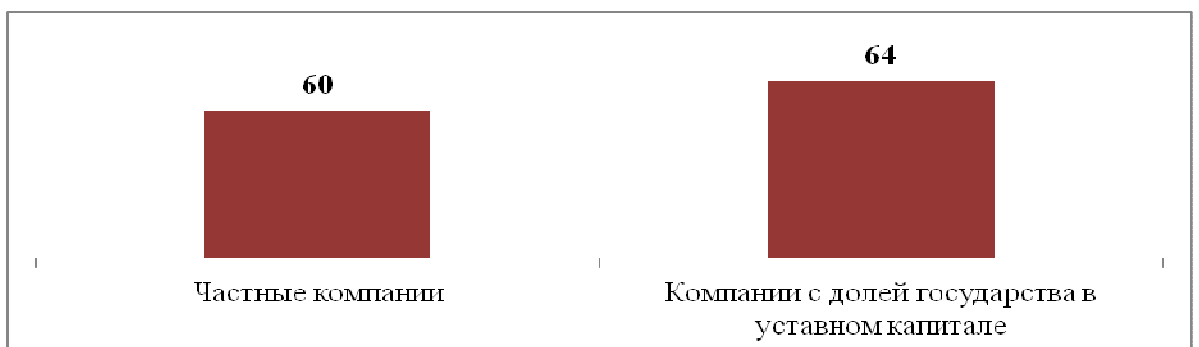


Рисунок 4 Уровень соблюдения Кодекса в зависимости от участия государства в структуре собственности, %

Для того, чтобы установить, какие рекомендации Кодекса российские компании выполняют, а какие вызывают трудности в реализации, был проведен анализ в разрезе 4-х основных блоков рекомендаций Кодекса.

На рисунке ниже приведена статистика соблюдения рекомендаций Кодекса в зависимости от уровня капитализации и в разрезе компонентов оценки. Указанные данные поддерживают тезис о том, что в компаниях с большей капитализацией уровень корпоративного управления выше.

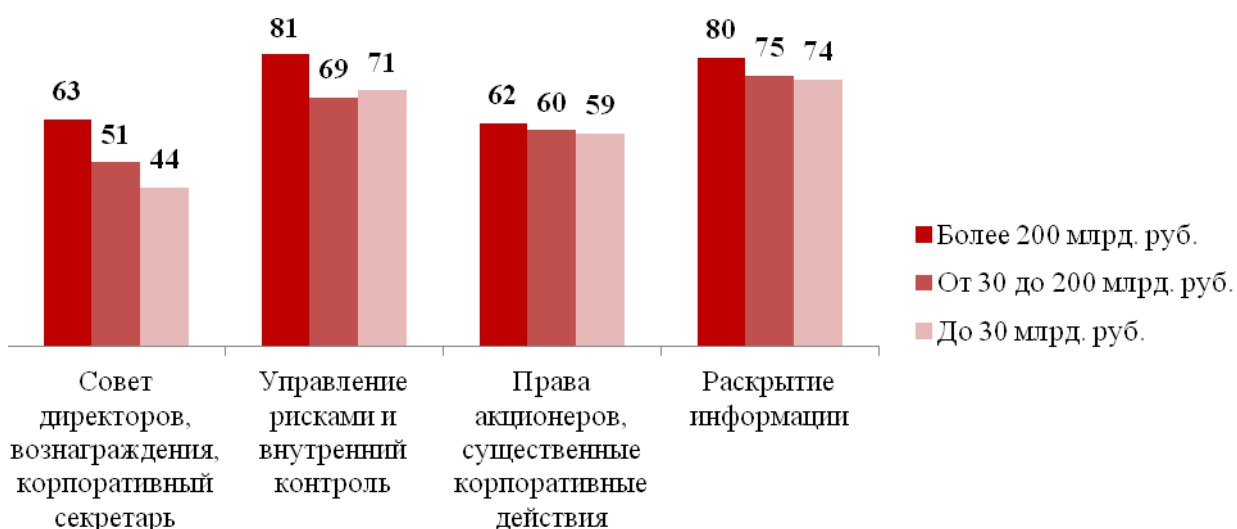


Рисунок 5 Соблюдение рекомендаций Кодекса по компонентам, %

Необходимо отметить, что в наибольшей степени большинством компаний (особенно крупнейших) выполняются ключевые рекомендации Кодекса корпоративного управления в части раскрытия информации (74–80%) и вопросы управления рисками и внутреннего контроля (процент соблюдения – от 71 до 81%).

Наибольшие трудности (особенно для компаний с низкой капитализацией) вызывает выполнение рекомендаций в отношении работы Совета директоров, корпоративного секретаря, практики вознаграждения (процент соблюдения – 44% – 63%).

Блок «Совет директоров, вознаграждения, корпоративный секретарь» включает компоненты, связанные с работой органов управления, их функциями, составом, а так же вопросы вознаграждения ключевых

руководителей и деятельности корпоративного секретаря. Этот блок вопросов представляется одним из ключевых с точки зрения формирования системы корпоративного управления. В процессе анализа было установлено, что рекомендации, касающиеся проведения оценки с привлечением внешнего консультанта и назначения независимого директора Председателем Совета директоров, практически не соблюдаются. Процент выполнения данных рекомендаций составляет всего 13% и 10% соответственно.

Анализ компонентов блока «Управление рисками и внутренний контроль» показал, что рекомендации относительно организации внутреннего аудита в компании и системы управления рисками и внутреннего контроля выполняются примерно 71–81% компаний. Возможно, соблюдение данных рекомендаций большинством компаний обусловлено постепенным ужесточением правил листинга российских фондовых бирж. 15 декабря 2005 года Федеральная служба по финансовым рынкам выпустила «Положение о деятельности по организации торговли на рынке ценных бумаг», которое определило ряд новых для российского фондового рынка требований к организации систем внутреннего контроля и аудита, включая, среди прочего, требование к наличию, составу и функциям комитета по аудиту совета директоров. Установленная Положением дата 15 июля 2005 года фактически поставила российские акционерные общества, акции которых включены в биржевые котировальные списки, перед необходимостью внедрить предусмотренные Положением системы внутреннего контроля и внутреннего аудита с целью избежать делистинга²¹.

В процессе анализа компонентов «Права акционеров, существенные корпоративные действия» было установлено, что крупнейшие российские компании не относят вопросы листинга и делистинга акций общества к

²¹ Скатерщиков С. Прививка от Enron: Практическое руководство по организации комитета по аудиту, внутреннего контроля и внутреннего аудита в акционерных обществах/ Сергей Скатерщиков – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005 г.-180 с.

существенным корпоративным действиям, рассмотрение которых относится к компетенции Совета директоров.

Рекомендации, касающиеся блока «Раскрытие информации», выполняются большинством российских компаний (особенно крупнейших). Тем не менее, отмечается отсутствие в Годовом отчете компаний информации по группе из не менее пяти наиболее высокооплачиваемых членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества с разбивкой по каждому виду вознаграждения. Помимо этого, компании также не раскрывают информацию о планах в отношении общества лица, контролирующего общество.

В дальнейшем были выявлены 10 лучших компаний, чьи показатели оставили базу для возможного расчета Индекса. Компании обладали следующими особенностями:

- более высокий уровень раскрытия информации по сравнению с другими компаниями выборки;
- присутствие всех 10-ти компаний в первом уровне листинга;
- средний уровень капитализации указанных компаний составлял 489 млрд. руб. на конец 2014 года и более чем в два раза превышал средний
- уровень капитализации всей выборки - 221 млрд. руб.

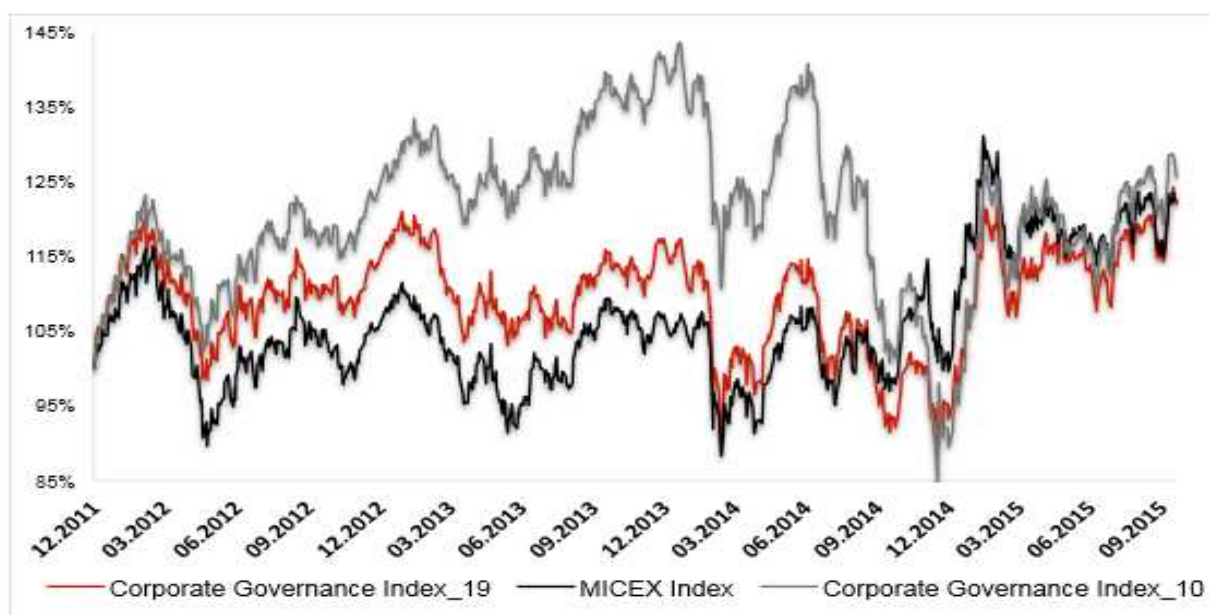


Рисунок 6 Индекс корпоративного управления

Было установлено, что индекс корпоративного управления, построенный по 10 компаниям с наивысшим уровнем соответствия ключевым рекомендациям Кодекса за период с декабря 2011 по сентябрь 2015 года, в основном опережал общий индекс рынка (Рис. 6). В некоторые периоды рост ценных бумаг компаний, вошедших в Индекс корпоративного управления, существенно опережал рост Индекса ММВБ. Данная динамика Индекса, по мнению специалистов НАКД, показывает, что уровень корпоративного управления компаний важен для инвесторов, и может в существенной степени влиять на их решения в отношении приобретения ценных бумаг.

В ряде стран (Бразилия, Италия, ЮАР, Южная Корея, Китай, Мексика и пр.) введены индексы корпоративного управления, позволяющие выделять на рынке компании с высоким уровнем корпоративного управления. Например, в Бразилии индекс корпоративного управления включает акции компаний специального сегмента Novo Mercado, и позволяет выделять на рынке компании с высоким уровнем корпоративного управления. Индекс корпоративного управления Шанхайской биржи основан на самооценке компаний и анализе дополнительной публичной информации; в национальном индексе устойчивого развития Мексики вес критериев корпоративного управления составляет 34%. Индекс ЮАР основан на более, чем 90 показателях, включающих корпоративное управление (основанные на рекомендациях национального кодекса), внешнюю среду и социальную ответственность²².

Индекс корпоративного управления является относительно новым инструментом поиска компаний с высоким качеством корпоративного управления, когда как долгое время общепризнанным ориентиром для инвесторов служили рейтинги корпоративного управления, составляемые международными и национальными организациями.

²² Кузнецов М. Индекс корпоративного управления как один из инструментов развития лучшей национальной практики, 2015

2.2 Рейтинг как инструмент оценки качества корпоративного управления

Рейтинги корпоративного управления начали активно разрабатываться еще в начале 2000–х годов. Резкое снижение уровня доверия инвесторов к компаниям на фоне раскрывшихся дел о мошенничестве, таких как дела компаний Enron или Worldcom, сподвигло правительства и бизнес-сообщества разных стран принять ряд мер по усилению контроля за компаниями со стороны независимых лиц. Таким образом, в 2002 году был подписан один из самых известных законов США – Закон Сарбейнза – Оксли, который ужесточил требования к корпоративному управлению и раскрытию информации для публичных компаний²³.

Возникновение рейтингов корпоративного управления было обусловлено необходимостью увеличения прозрачности деятельности компаний в целях снижения рисков рядовых инвесторов. Помимо этого, благодаря рейтингам, компании смогли сравнивать себя с конкурентами и в случае необходимости совершенствовать свои практики в этой области.

В течение прошедших пятнадцати лет было разработано множество рейтингов качества корпоративного управления, как на национальном, так и на международном уровне. Одни из них существуют самостоятельно (Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ), разработанный Российским институтом директоров), другие – как составная часть кредитных рейтингов (рейтинги компаний Moody's Investors Service и Fitch). Несмотря на то, что в основу всех рейтингов легли общепризнанные Принципы корпоративного управления ОЭСР, каждый из них имеет свою специфику, в результате чего оценки уровня корпоративного управления одной компании, рассчитанные по разным методикам, могут отличаться друг от друга.

²³ Шипилова А.О. Качество корпоративного управления: коммерческие и исследовательские рейтинги // Корпоративные финансы. 2010. № 14. С. 94–102.

Таким образом, несмотря на то, что первоначально основной целью создания рейтингов было помочь инвесторам в принятии инвестиционных решений, образование различных методик и соответственно рейтингов привело к возникновению проблемы, связанной с выявлением рейтинга, наиболее точно отражающего состояние корпоративного управления в компании.

Для того, чтобы разобраться в данной ситуации, необходимо дать характеристику каждому из основных рейтингов корпоративного управления, когда – либо существовавших в мировой практике.

Наиболее известными рейтингами корпоративного управления на международном уровне являются рейтинги агентства Standard and Poor's (здесь и далее – «S&P»), которое на сегодняшний день вместе с Moody's и Fitch Ratings образует «большую тройку» международных рейтинговых агентств. Впервые S&P занялось разработкой критериев и общей методологии рейтинга в 1998 году. Цель формирования рейтинга корпоративного управления состояла в том, чтобы провести сравнительный анализ текущих стандартов управления и эталонных моделей, которые уже начинали формироваться в то время (в основном, эталоном служила модель корпоративного управления ОЭСР). Так, в качестве основных критериев выступали: прозрачность деятельности компании, структура собственности, качество защиты прав акционеров и других заинтересованных лиц и эффективность совета директоров. В качестве источников информации для формирования своих рейтингов агентство использовало не только общедоступную информацию, но и другие документы, которые предоставляются компанией – клиентом, такие как внутренние регламенты в сфере стратегического планирования деятельности организации, протоколы заседаний совета директоров, проспекты эмиссий за последние два года, связанные с выпуском или размещением ценных бумаг, отчеты Службы

внутреннего аудита и / или заключения Ревизионной комиссии за последние два года, план внутреннего аудита и тому подобные документы²⁴.

В число сильных сторон рейтинга корпоративного управления S&P можно отнести тесное сотрудничество напрямую с исследуемой компанией, а также анализ большого объема информации. В то же время, рейтинг имеет и ряд существенных недостатков. Как было сказано ранее, при формировании рейтинга корпоративного управления, агентство ориентируется преимущественно на принципы ОЭСР, вне зависимости от страны происхождения компании – клиента. Как известно, всем странам присущи свои особенности, которые влияют на формирование системы корпоративного управления компаний. Таким образом, недостаточный учет специфики бизнеса каждой страны в методологии S&P может привести к искажению результатов рейтинга. Помимо этого, рейтинг корпоративного управления – это дорогостоящий коммерческий продукт, приобрести который может не каждая компания, следовательно, база для сравнения является неполной и недостаточной для формирования объективной оценки. В целях устранения данного недостатка, агентство S&P отдельно проводит на некоммерческой основе исследование прозрачности компаний – Transparency and Disclosure. Результатом исследования является рейтинг, рассчитываемый только на основе публичной информации. Кроме того, рейтинг Transparency and Disclosure выделяет качество раскрытия информации как самую важную составляющую качества корпоративного управления. Акцент делается на раскрытие информации о фактах, которые являются наиболее важными для потенциальных инвесторов, такие как высокорисковые события, признание выручки, оценка активов и обязательств.

²⁴ ГАММА – Рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://economy.bsu.by/wp-content/uploads/2014/06/Gamma_Brochure_RUS1.pdf, свободный

В 2007 году компания S&P существенно пересмотрела методологию анализа корпоративного управления и приняла решение перейти от расчета Corporate Governance Score к новому рейтингу GAMMA. Причиной тому послужила необходимость учета показателей качества риск – менеджмента и стратегического планирования при оценке корпоративного управления в компании. Так, значение приобрели такие показатели, как горизонт и детализация проработки стратегии, способность компании реагировать на изменения во внешней среде, четкость распределения ролей, качество существующей системы управления рисками в компании и ее влияние на принятие решений²⁵.

Еще одним известным зарубежным рейтингом корпоративного управления является рейтинг инвестиционной компании Brunswick UBS Warburg, который формируется исходя из публичных данных о компаниях. Рейтинг строится на основе анализа реально существующих и потенциально возможных рисков, связанных с корпоративным управлением исследуемой компании. Чем выше рейтинговая оценка, тем, по мнению Brunswick UBS Warburg, выше риски корпоративного управления. В Таблице 4 представлены основные категории и подкатегории факторов рисков корпоративного управления с указанием соответствующих штрафных баллов.

Таблица 4 – Критерии оценки рисков корпоративного управления Brunswick UBS Warburg²⁶

Риски	Штрафные баллы
1. Непрозрачность компании	14
Финансовая отчетность по US GAAP/IAS	6
Репутация открытости	4
Программа АДР	2
Уведомления о собраниях акционеров	2
2. Размывание акционерного капитала	13
Объявленные, но не выпущенные акции	7

²⁵ Шипилова А.О. Качество корпоративного управления: коммерческие и исследовательские рейтинги // Корпоративные финансы. 2010. № 14. С. 94–102.

²⁶ Russia Equity Research, Brunswick UBS Warburg 2002 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: [http://rid.ru/files/ricd.ru/db2file_ru/CorpGov\(Apr01\)-Rus.pdf](http://rid.ru/files/ricd.ru/db2file_ru/CorpGov(Apr01)-Rus.pdf), свободный

Блокирующий пакет акций у портфельных инвесторов	3
Наличие защитных мер в уставе	3
3. Вывод активов/трансфертное ценообразование	10
Акционеры с контрольным пакетом акций	5
Трансфертное ценообразование	5
4. Слияние/реструктуризация компании	10
Слияние	5
Реструктуризация	5
5. Банкротство	12
Просроченная кредиторская задолженность (проблемы по расчетам с бюджетом)	5
Задолженность	5
Финансовое управление	2
6. Ограничения на покупку и владение акциями	3
Ограничения на владение иностранцев акциями или на их участие в голосовании	3
7. Инициативы в области корпоративного управления	9
Состав совета директоров	3
Хартия корпоративного управления	2
Наличие иностранного стратегического партнера	1
Дивидендная политика	3
8. Реестродержатель	1
Качество	1
Итого	72

Штрафные баллы, приведенные в Таблице 4, могут меняться, понижаться до нуля. При проведении анализа компании, эксперт Brunswick UBS Warburg самостоятельно оценивает уровень риска по каждому фактору.

К достоинствам вышеописанного рейтинга можно отнести:

- возможность проведения сравнительного анализа компаний;
- предоставление необходимой информации для определения степени рискованности вложения в активы компаний. Согласно Brunswick UBS Warburg, высокорисковыми компаниями можно считать компании, набравшие в рейтинге 35 и более штрафных баллов, в то время как оценка в 17 баллов и меньше свидетельствует об относительной безопасности для инвестирования;

- Для России – способность наиболее четко отражать специфические риски, свойственные российской модели корпоративного управления: риски вывода активов, размывания акционерного капитала, трансфертного ценообразования и банкротства;

Тем не менее, рейтинг компании Brunswick UBS Warburg нельзя назвать совершенным. Во-первых, рейтинг присваивается участником рынка ценных бумаг, который в той или иной мере заинтересован в полученных результатах. Во-вторых, как было отмечено ранее, рейтинг строится исключительно на публичной информации, которая в российских условиях далеко не всегда отражает действительность²⁷.

Рейтинги Brunswick UBS Warburg и S&P являются классическими, но не единственными. Другие компании «большой тройки» международных рейтинговых агентств, такие как Moody's Investors Service и Fitch не оценивают корпоративное управление отдельно, они рассматривают качество корпоративного управления только в рамках своих кредитных рейтингов, как один из важных критериев кредитоспособности клиентов. Поэтому, когда в 2003 году компания Brunswick UBS Warburg приняла решение прекратить оказывать услуги по оценке корпоративного управления компаний, а затем и S&P выступила с подобным заявлением в 2011 году, возникла проблема отсутствия на рынке международных общепризнанных рейтингов, которые могли бы помочь инвесторам в принятии инвестиционных решений.

На сегодняшний день в России оценкой корпоративного управления систематически занимается только Консорциум Рейтингового агентства «Эксперт РА» и Российского института директоров («Национальный рейтинг корпоративного управления (НРКУ)»). Рейтинг основывается на публичной информации, а также на информации из специальной

²⁷ Корпоративное управление в России. События, мнения инвесторов. Доклад ИГ «Эксперт» 2003 — [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.raexpert.ru/docbank/914/142/047/ab603440baa86ca02f128bf.pdf>

рейтинговой анкеты, которая заполняется и заверяется представителями компании-клиента. В качестве критериев оценки выступают: защита прав акционеров, раскрытие информации, состав и эффективность работы органов управления и корпоративная социальная ответственность (см. Таблицу 5).

Таблица 5 Критерии оценки Национального рейтинга корпоративного управления²⁸

Компоненты	Основные критерии
1. Права акционеров (всего 45 критериев)	<ul style="list-style-type: none"> • Права собственности; • Право на участие в управлении; • Право на получение дивидендов; • Риски нарушения прав; • Дополнительные обязательства по защите прав.
2. Деятельность органов управления и контроля (всего 66 критериев)	<ul style="list-style-type: none"> • Совет директоров; • Исполнительные органы; • Контроль за финансово-хозяйственной деятельностью; • Взаимодействие между органами управления.
3. Раскрытие информации (всего 36 критериев)	<ul style="list-style-type: none"> • Уровень раскрытия нефинансовой информации; • Уровень раскрытия финансовой информации; • Общая дисциплина раскрытия информации; • Равнодоступность информации.
4. Корпоративная социальная ответственность (КСО) и устойчивое развитие (всего 13 критериев)	<ul style="list-style-type: none"> • Наличие документа, закрепляющего КСО; • Наличие этического кодекса; • КСО в отношении сотрудников; • КСО в отношении населения; • КСО в отношении природы; • КСО в отношении конкурентов; • Подготовка социальной отчетности.

Как мы видим, при оценке корпоративного управления компании учитываются интересы общества, что является неоспоримым достоинством рейтинга, так как соответствует стейкхолдерской концепции стоимости, широко распространенной в настоящее время. Данная методика применяется

²⁸ Корпоративное управление в России. События, мнения инвесторов. Доклад ИГ «Эксперт», 2003 — [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.raexpert.ru/docbank/914/142/047/ab603440baa86ca02f128bf.pdf>

ко всем компаниям независимо от их структуры собственности. Показатели деятельности органов управления и контроля и раскрытия информации имеют наибольший вес при расчете рейтинговой оценки.

В российской практике существовал еще один рейтинг, который хотя и включал традиционные показатели (права акционеров, структура капитала, раскрытие информации и структура совета директоров), все же отличался от остальных рейтингов, существовавших на тот момент. С 2001 по 2003 годы Институт корпоративного права и управления оценивал качество корпоративного управления на собственном опыте, имитируя действия миноритарных акционеров. Институт выступал в качестве миноритарного акционера исследуемой компании и на основе информации, предоставленной ему как акционеру и информации, находящейся в свободном доступе, присваивал рейтинговую оценку компании. Основные компоненты методики CORE-рейтинга Института корпоративного права и управления представлены в Таблице 6.

Таблица 6 – Компоненты методики CORE-рейтинга²⁹

Компонент	Критерии	Вес, % (из 100%)
Отсутствие рисков	Трансфертное ценообразование, размытие акционерного капитала, вывод активов и т.п.	45,4%
Раскрытие информации	Сроки раскрытия и полнота информации, которая раскрывается публично и по запросу акционеров и т.п.	23%
Структура совета директоров и исполнительные органы управления	Вознаграждения, протоколы заседаний совета директоров, аффилированность, и т.п.	10%
Структура акционерного	Контролирующие группы,	21,6%

²⁹ Рейтинги корпоративного управления: методика составлений и их связь с эффективностью работы компаний, Исследовательский проект, 2007— [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.ramec.usu.ru/research/11.PDF>

капитала	прозрачность структуры собственности и т.п.	
Основные права акционеров	Право на получение дивидендов, право на участие в управлении компанией и т.п.	
История корпоративного управления	Факты нарушений прав акционеров в прошлом, разбирательства с регулирующими органами, аудиторские заключения и т.п.	

Помимо уникальной процедуры оценивания, достоинством CORE-рейтинга также является и то, что в расчете учитывается качество аудиторских заключений и риск экспроприации, т.е. возможность принудительного отчуждения имущества акционеров. Недостатком методики является то, что оцениваемые компании довольно быстро распознают институт среди миноритарных акционеров, соответственно, ответ на его информационные запросы уже не может быть объективным³⁰.

Сравнительный анализ основных рейтингов корпоративного управления, которые когда-либо применялись для оценки российских компаний представлен в Приложении А.

В результате проведенного анализа литературы можно сделать вывод о том, что на сегодняшний день не существует общепризнанного алгоритма построения корпоративного рейтинга, который бы позволял инвесторам получить достоверную информацию о существующей системе корпоративного управления в компании. Возможно ли, что данное обстоятельство обусловлено потерей интереса инвесторов и самих компаний

³⁰ Корпоративное управление в России. События, мнения инвесторов. Доклад ИГ «Эксперт», 2003 — [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.raexpert.ru/docbank/914/142/047/ab603440baa86ca02f128bf.pdf>

к рейтингам корпоративного управления? Означает ли это, что высокое качество корпоративного управления не является фактором повышения стоимости компании?

2.3 Корпоративное управление как фактор стоимости компании

Еще не так давно оценка стоимости рассматривалась независимо от целей финансового менеджмента и стратегического управления. Оценочная деятельность, как правило, применялась только в ситуациях, установленных законом: для целей налогообложения, при национализации имущества, ипотечном кредитовании физических и юридических лиц, в целях формирования уставного капитала и т.д.

Однако в последнее время роль оценки стоимости компании резко возросла, и связано это, прежде всего, с внедрением новой концепции управления стоимостью предприятия (Value-Based Management, VBM). Согласно данной концепции, основная финансовая цель компании состоит в росте ее ценности для акционеров. Поэтому, все усилия руководства компании должны способствовать достижению данной цели.

Оценка стоимости компании стала рассматриваться в качестве инструмента финансового управления благодаря методу приведенной стоимости при планировании капитальных вложений и методу стоимостной оценки, разработанных лауреатами Нобелевской премии М.Миллером и Ф.Модильяни³¹. В дальнейшем, Альфред Раппапорт и Беннет Стюарт продолжили работу М.Миллера и Ф.Модильяни и разработали концепцию акционерной стоимости в целях управления компаниями и планирования инвестиций. Согласно Раппапорту³² VBM выступает в качестве универсальной всеохватывающей системы управления организацией, которая

³¹ См. Modigliani F., Miller M.H., The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.jstor.org/stable/1809766>

³² Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors.-Rev. and updated ed. New York: Free Press, 1998-205 p.

состоит из четырех основных элементов: оценивания, стратегии, финансов и корпоративного управления (КУ).

- Под оцениванием понимается выбор модели и процедур установления стоимости компании для ее акционеров, регулярная переоценка и определение механизмов создания новой ценности;
- Стратегия предполагает разработку корпоративных бизнес-стратегий, целью которых является повышение ценности компании для акционеров. Таким образом, VBM можно рассматривать в качестве отдельного направления стратегического менеджмента;
- Финансы. На данном уровне выявляются факторы, которые участвуют в создании стоимости, из них устанавливаются ключевые для каждого подразделения в отдельности и для всей компании в целом. Процесс создания стоимости начинается в тот момент, когда доходы от инвестирования превысят затраты на вложенный капитал.
- Корпоративное управление необходимо для согласования интересов собственников и менеджеров. КУ решает агентскую проблему путем обоснования системы измерения и материального стимулирования деятельности сотрудников и высшего руководства компании, которая направлена на создание акционерной стоимости.

Стоимостной подход имеет ряд преимуществ перед другими методиками управления компанией:

- Объединение усилий всех сторон и заключение компромиссов становится возможным благодаря всеобщей цели повышения стоимости компании;
- Данный подход позволяет создать систему управления бизнеса на основе выявленных ключевых факторов стоимости (так называемые 20 % показателей, которые определяют 80% стоимости («принцип Парето»));

- Стоимостной подход предполагает регулярный мониторинг деятельности компаний, что способствует повышению качества и эффективности принимаемых решений (так как руководители и ключевые специалисты получают оптимальный объем, структуру и формат информации, необходимый для принятия управленческих решений);
- Благодаря использованию ключевых показателей стоимости в данном подходе можно выявить не только точки «роста», но и учесть затраты и риски ведения бизнеса.
- Концепция управления стоимостью позволяет создать систему вознаграждения сотрудников компании, которая напрямую «привязана» к стоимости, созданной каждым сотрудником (с помощью выявления ключевых факторов стоимости (КФС) в каждом подразделении, их планирования и контроля за ними). При наличии такой «привязки» сотрудники становятся материально заинтересованными в оптимизации КФС и, как следствие, в максимизации стоимости, создаваемых в своих подразделениях и, соответственно, во всей компании.

Необходимо отметить, что методы, применяемые в рамках VBM-подхода, отражают основные принципы корпоративного управления. Например, оценка инвестиционной привлекательности компании методами VBM согласуется с ключевым аспектом принципов корпоративного управления – обеспечением притока внешнего капитала. Принцип прозрачности и раскрытия информации подразумевает предоставление достаточной и достоверной информации, которая позволит обеспечить строгий контроль над деятельностью компании и оценить качество работы управляющих. С помощью методов VBM данный принцип позволяет не

только оценить эффективность работы менеджмента, но и создать основу для оценки ценных бумаг³³.

Как было упомянуто выше, одним из достоинств концепции управления стоимостью является возможность выявления ключевых факторов стоимости, степени ее созидания/разрушения. Анализируя показатели, отражающие процесс создания стоимости³⁴, Совет директоров компании и общее собрание акционеров контролируют эффективность работы менеджмента компании. Анализируются также важные стратегические решения, их влияние на стоимость бизнеса в целях получения комплексной стоимостной оценки как ближайшим, так и более отдаленным последствиям. Менеджеры же используют ключевые показатели в целях распределения оперативных ресурсов компании. Как следствие, устанавливается двусторонняя связь между собственниками и административным управлением компании.

Механизм воздействия корпоративного управления (КУ) на рост стоимости компании проиллюстрирован формулой экономической добавленной стоимости (EVA), которая показывает, произошло ли приращение стоимости за анализируемый период или нет:

$$EVA = NA * (ROIC - WACC) (1), \text{ где}$$

NA (Net Assets) – инвестированный капитал;

WACC (Weighted Average Cost of Capital) – средневзвешенная стоимость привлеченного капитала (как акционерного, так и заемного);

ROIC (Return on Invested Capital) – рентабельность инвестированного капитала.

³³ Цой Р.А. Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления: Дис. канд. экон. наук., 2007 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/kon_diser/disertcoi.pdf

³⁴ Наиболее известные показатели – Economic Value Added (EVA), Market value added (MVA), Shareholder Value Added (SVA), Cash Value Added (CVA) и Cash Flow Return on Investment (CFROI)

Таким образом, чем ниже стоимость привлеченного капитала и выше рентабельность вложений, тем выше экономическая добавленная стоимость компании.

Согласно докладу Всемирного банка³⁵ эффективная система КУ оказывает воздействие на каждый из перечисленных компонентов создания стоимости.

Во-первых, составление отчетности в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО) предоставляет компании доступ к более дешевому финансированию в западных финансовых институтах и банках. Проведение независимого аудита способствует укреплению доверия к отчетности, на основании которой принимаются управленческие решения. В связи с этим, стоимость привлеченного капитала (WACC) снижается. Благодаря низкому значению WACC, компания может реализовывать проекты, недоступные для компаний-конкурентов в виду высокой стоимости привлеченного капитала.

Во-вторых, с помощью эффективной системы КУ повышается прозрачность компании, финансовые результаты и управленческие процессы в компании становятся доступными для инвесторов. Таким образом, надежность компании возрастает в глазах инвесторов, повышается уверенность инвесторов в доходности вложений, облегчая, тем самым, доступ к рынку капиталов.

В-третьих, внедрение системы оперативной отчетности повышает эффективность принимаемых решений для достижения поставленных задач, что способствует повышению рентабельности инвестиционного капитала (ROIC). Благодаря тому, что менеджмент компании подотчетен акционерам, риск оппортунистического поведения управленцев снижается до минимума.

Помимо всего вышперечисленного, эффективная система КУ способствует улучшению имиджа компании, что само по себе является значимым нематериальным активом.

³⁵ Corporate Governance: A Framework for Implementation World Bank, Overview, 1999

Таким образом, можно сделать вывод о том, что концепция VBM и КУ тесно взаимосвязаны с друг другом. Так как целью КУ является увеличение благосостояния акционеров, одним из показателей эффективности работы менеджмента является стоимость компании. Из этого следует, что управление компанией должно быть направлено на увеличение стоимости, и менеджмент должен быть заинтересован в этом так же, как и собственники. Следовательно, VBM выступает в качестве одного из элементов КУ, а КУ, в свою очередь, является в концепции VBM одним из факторов, влияющих на стоимость компании.

ГЛАВА 3 ВЛИЯНИЕ КАЧЕСТВА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

3.1 Оценка влияния качества корпоративного управления на рыночную стоимость компаний

Теоретически установлено, что корпоративное управление влияет на стоимость компании. Данное утверждение было доказано в рамках концепции Value-Based Management (VBM) и также подтверждено опросами среди инвесторов, проводимыми известными компаниями. Так, по данным опроса, проведенного консалтинговой компанией McKinsey в 2003 году³⁶, инвесторы готовы платить премию в размере 38% за компании с хорошим уровнем корпоративного управления в России.

Приблизительно в то же время по всему миру стали проводиться многочисленные эмпирические исследования с целью выявления зависимости между качеством корпоративного управления и стоимостью компаний.

В 2001 году исследование, проведенное Б. Блэком, профессором Стэнфордского университета, показало, что соотношение реальной рыночной капитализации и потенциальной капитализации западных компаний зависит от уровня корпоративного управления в них. Согласно расчетам Б. Блэка, компания может достигнуть 700-кратного увеличения стоимости, если произойдет улучшение качества ее корпоративного управления от низшего уровня к высшему³⁷. Однако исследование имело ряд недостатков, таких как небольшая тестовая выборка компаний (использовались данные только по 21 компании за 1999 год), наличие в модели только одного фактора и неоднозначность интерпретации

³⁶ McKinsey, Who owns Russia? Corporate Governance Profiles — McKinsey, 2003, 137 p

³⁷ Black B. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms// Emerging Markets Review, 2001 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263014

показателей «потенциальной» капитализации. Все это ставило под сомнение правдивость результатов данной работы.

Исследование, проведенное Центром экономических и финансовых исследований и разработок (ЦЕФИР)³⁸, продолжило работу Блэка, однако изучались уже российские компании. В выборку вошли более 40 компаний с 1999 по 2002 годы. В качестве показателя качества корпоративного управления использовался уже не только CORE-рейтинг, но и рейтинг Brunswick Warburg. Модель состояла из нескольких факторов: качество корпоративного управления, финансовые и макроэкономические показатели. Результаты показали, что с улучшением качества корпоративного управления, ростом финансовых и макроэкономических показателей растет рыночная стоимость компании.

В Государственном университете – Высшей школе экономики (ГУ-ВШЭ) также были предприняты попытки изучить влияние качества корпоративного управления на рыночную стоимость компании с помощью похожей модели³⁹. Использовались данные по 40 российским компаниям за 2000 – 2003 годы. Стоимость компании выражалась ее рыночной капитализацией, а в качестве факторов, влияющих на стоимость, выступали: фундаментальные факторы (выручка, рентабельность, ликвидность, отраслевой фактор, индекс РТС), внутренние механизмы корпоративного управления (рейтинг корпоративного управления и др.) и внешние механизмы корпоративного управления (рейтинг CPI – Corruption Perception Index⁵ как показатель институциональной среды, специфические политические риски для нефтяных компаний; влияние конкурентных рынков). Результаты исследования показали, что качество корпоративного управления может выступать самостоятельным драйвером стоимости российских компаний. По

³⁸ Рачинский А. А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний – М.: ЦЕФИР, 2003

³⁹ Старюк П.Ю. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России // Управление компанией, 2004, №1 (32), стр. 50-57 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-1/14.shtml>, свободный

оценкам специалистов НИУ-ВШЭ, потенциал роста стоимости капитализации российских компаний за счет улучшения качества внутренних механизмов корпоративного управления составляет 90%.

Однако и в данных моделях существует ряд существенных недостатков. Так, в модели А. Рачинского в качестве переменных использовались показатели логарифма выручки и эффективности, которая равна отношению прибыли к выручке. Получается, что один и тот же показатель использовался дважды, что привело к возникновению проблемы мультиколлинеарности. В исследовании П. Старюк и В. Полиенко используются фиктивные переменные (dummy) для учета отраслевой специфики формирования рыночной стоимости компаний. Несмотря на то, что в выборке были представлены компании разных отраслей, окончательные выводы содержат информацию только относительно экспортно-ориентированных компаний.

Тем не менее, результаты всех вышеописанных исследований свидетельствуют о том, что повышение качества корпоративного управления положительно влияет на формирование рыночной стоимости компании.

Для того, чтобы наглядно показать, влияет ли качество корпоративного управления на рыночную стоимость российских компаний, автором был проведен анализ российских публичных компаний, которым когда-либо присваивался рейтинг корпоративного управления (РКУ) международного агентства Standard&Poor's (S&P). Анализируемый период составил 11 лет, с 2000 по 2011 годы.

Выбор рейтинга S&P как показателя качества корпоративного управления обусловлен несколькими причинами:

1. Во-первых, несмотря на то, что на сегодняшний день наиболее актуальным рейтингом оценки качества корпоративного управления является Национальный рейтинг корпоративного управления Российского Института Директоров (НРКУ), данные с 2007 по 2016 годы не могут быть использованы при проведении анализа в силу

небольшого объема выборки и статичности рейтинговых оценок большинства компаний (данные НРКУ представлены в Приложении Б)

2. РКУ агентства S&P долгое время пользовался доверием как у российских, так и у зарубежных инвесторов и занимал лидирующее положение среди рейтингов качественного управления на международном уровне.

РКУ агентства S&P оценивает компании по 10-ти бальной шкале: российской и международной. При этом, российская шкала более чувствительна к изменению уровня корпоративного управления, оценка выставляется с точностью до десятых долей. Международная шкала привязана к российской, изменения по ней происходят в случае, если произошло значительное улучшение или ухудшение качества корпоративного управления в компании. При проведении исследования использовались данные рейтинга по российской шкале.

Проанализировав все публичные российские компании, которым присваивался РКУ, автор выявил 3 наиболее подходящие компании для дальнейшего исследования: ОАО «Южная телекоммуникационная компания» (ОАО «ЮТК»), ОАО «Дальневосточная компания электросвязи» (ОАО «Дальсвязь») и ПАО «МТС». Акции компаний были представлены на открытом рынке на протяжении всего анализируемого периода, а рейтинговые оценки изменялись чаще остальных компаний. Примечательно, что все вышеперечисленные компании принадлежат телекоммуникационной отрасли.

Ниже приведены результаты исследования по каждой компании.

1. ОАО «ЮТК»

Компания ОАО «ЮТК» оказывает услуги фиксированной связи на территории Южного федерального округа РФ.

Впервые компании был присвоен рейтинг корпоративного управления 5,2 в 2003 году, когда акции компании еще не обращались на бирже. Качество корпоративного управления оценивалось как среднее, основными

недостатками специалисты агентства S&P посчитали: наличие высококонцентрированного влияния со стороны ОАО «Связьинвест», основного акционера компании, доля которого составляет почти 51 % голосующих акций; непрозрачность процедуры принятия решений (отсутствие тендерных процедур и обоснований в отношении некоторых сделок, заключаемых компанией либо напрямую, либо через дочерние компании ОАО «Связьинвест»); опосредованный контроль реестродержателя со стороны ОАО «Связьинвест»; проведение заседаний Совета директоров путем заочного голосования.

В дальнейшем рейтинг компании был сильно понижен ввиду возникновения проблем с налоговыми органами, проблем, связанных с внутренним контролем и организацией инвестиционного планирования, а также из-за недостаточной информационной прозрачности компании⁴⁰. К 2009 году рейтинг корпоративного управления достиг отметки в 5,4 балла и сразу же отозван по инициативе компании.

На рис. 7 графически изображена связь между капитализацией ОАО «ЮТК» и рейтинговой оценкой, присеваемой агентством S&P.

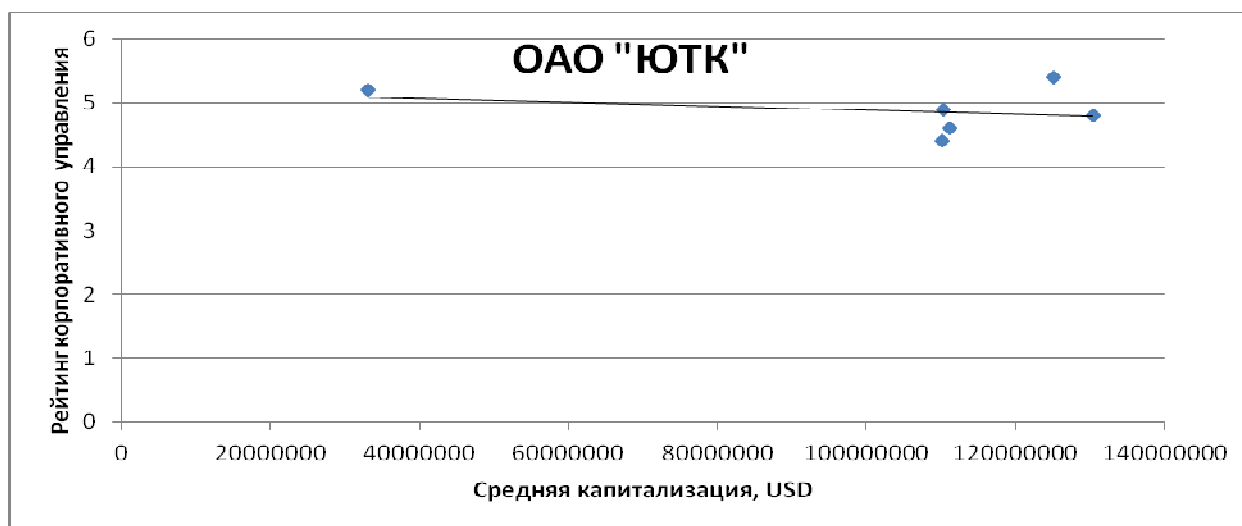


Рисунок 7 Взаимосвязь РКУ и капитализации компании ОАО «ЮТК»

⁴⁰ S&P понизило рейтинг корпоративного управления ЮТК до РКУ-4 из-за недостатка информации по налоговым претензиям/ Официальный сайт «Quote.rbc.ru» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://quote.rbc.ru/news/bonds/2006/02/13/6322965.html>

Как мы видим, на диаграмме прослеживается обратная зависимость между рейтингом и капитализацией компании. Означает ли это, что с повышением рейтинга корпоративного управления, рыночная стоимость компании падает?

Если мы посчитаем коэффициент корреляции, который отражает зависимость между двумя величинами, то мы получим отрицательное значение $-0,283$ ($-28,3\%$), отражающее обратную зависимость между рейтингом и капитализацией компании. Однако тут необходимо принять во внимание тот факт, что анализируемый период охватывает 2008–2009 гг., время глобального финансового кризиса. Тогда, позитивная динамика на российском фондовом рынке, наблюдавшаяся в 2005–2007 гг., сменилась глубоким спадом по всем секторам экономики. В связи с этим, капитализация российских компаний упала до минимума, при том, что корпоративное управление в компании только улучшалось (рис. 8).

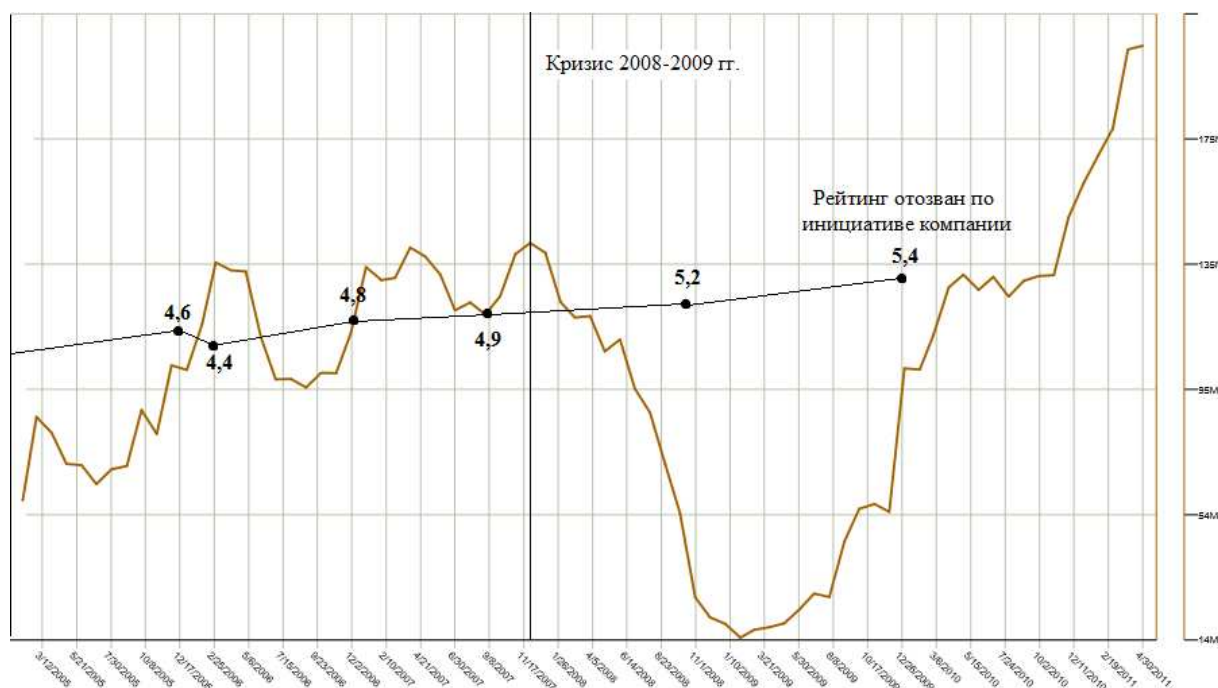


Рисунок 8 Динамика рейтинга и капитализации ОАО "ЮТК"

Если не принимать во внимание рейтинг, который был присвоен компании после 2007 года, то коэффициент корреляции будет равен $0,8923$ ($89,23\%$), что позволяет сделать вывод о том, что с повышением рейтинга корпоративного управления, росла и рыночная стоимость компании.

2. ОАО «Дальсвязь»

Компания ОАО «Дальсвязь» является лидером на телекоммуникационном рынке Дальнего Востока.

В 2003 году агентство S&P присвоило ОАО «Дальсвязь» рейтинг корпоративного управления на уровне 5,4 по российской шкале. Учитывая, что рейтинг выставляется по 10-ти балльной шкале, оценка корпоративного управления компании свидетельствует о среднем уровне. Основные недостатки, выявленные специалистами агентства, связаны с российской спецификой ведения бизнеса: высокая степень влияния мажоритарного акционера (ОАО «Связьинвест», 51%); недостаточная информационная прозрачность деятельности (раскрыта информация о реальных владельцах всего 65,3% голосующих акций, недостаточная прозрачность условий некоторых сделок с аффилированными лицами); отсутствие механизмов влияния и контроля со стороны независимых членов Совета директоров⁴¹. Со временем рейтинг компании только повышался, одновременно с этим росла и ее капитализация (рис.9).

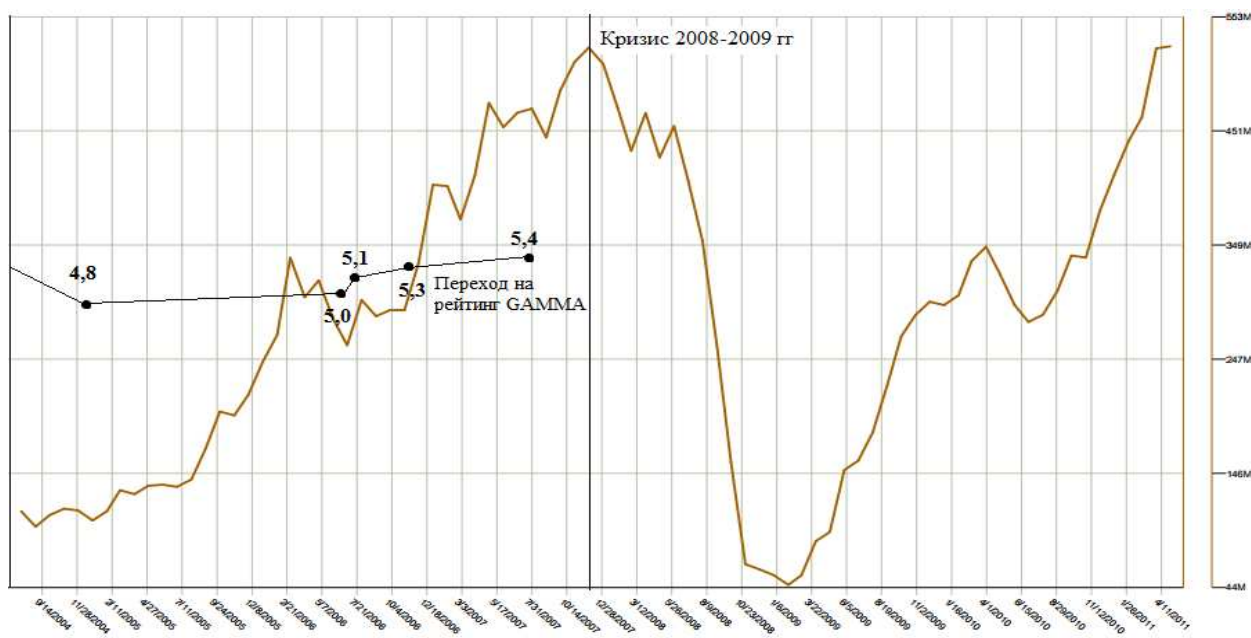


Рисунок 9 Динамика рейтинга и капитализации ОАО "Дальсвязь"

⁴¹ S&P присвоило Дальсвязи рейтинг корпоративного управления/ Официальный сайт компании «Финам» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.finam.ru/analysis/investorquestion0000106745/>

На рис. 10 графически изображена связь между капитализацией ОАО «Дальсвязь» и рейтинговой оценкой, присеваемой агентством S&P.

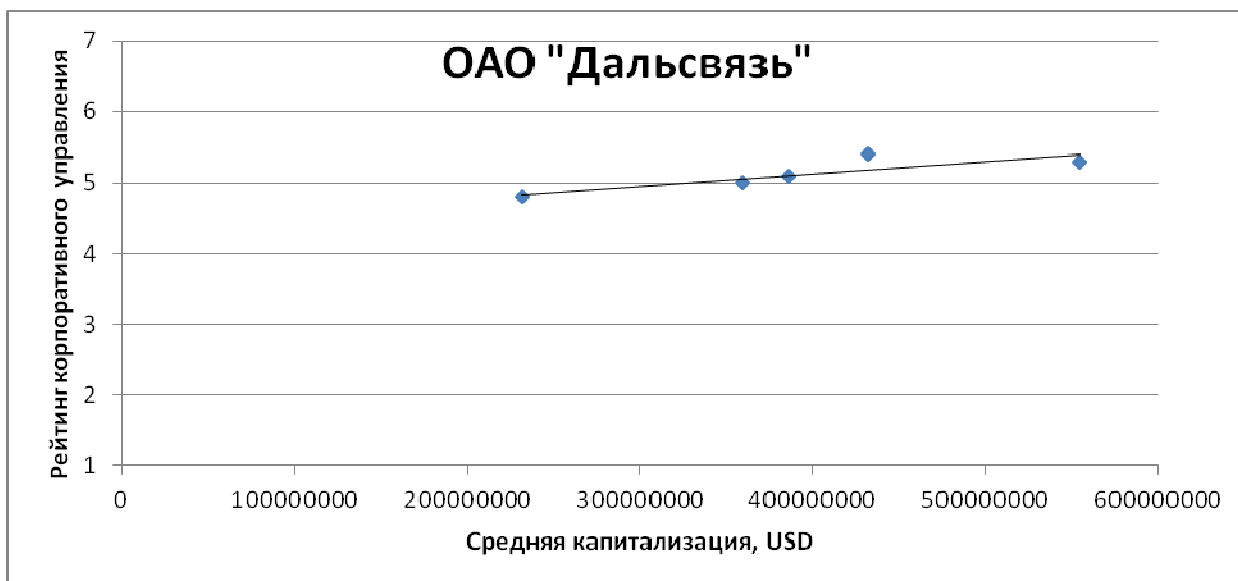


Рисунок 10 Взаимосвязь РКУ и капитализации компании ОАО «Дальсвязь»

На диаграмме рассеивания видно, что с повышением рейтинга корпоративного управления ОАО «Дальсвязь» росла и ее рыночная стоимость. Об этом также свидетельствует коэффициент корреляции 0,8565 (85,65%), который отражает сильную зависимость между этими переменными.

Таким образом, можно предположить, что для компании ОАО «Дальсвязь» рейтинг корпоративного управления, присваиваемый агентством S&P, выступил драйвером роста рыночной стоимости.

3. ПАО «МТС» (МТС)

ПАО МТС является ведущим телекоммуникационным оператором в России. Сегодня МТС является одной из компаний – «голубых фишек» российского рынка акций и входит в десятку крупнейших мобильных операторов мира по размеру абонентской базы. С июня 2000 года акции МТС котируются на Нью-йоркской фондовой бирже под кодом MBT. Крупнейшим акционером МТС является АФК «Система», которая владеет 53,5% акций сотового оператора.

Агентство S&P оценивает корпоративное управление компании, начиная с 2002 года. С того момента МТС считалась наилучшей по качеству корпоративного управления среди российских компаний. По мнению специалистов агентства, корпоративное управление МТС соответствует лучшим международным образцам⁴² и поэтому по праву заслуживает наивысшую оценку РКУ-7,4. Для сравнения, крупнейшего конкурента МТС «Вымпелкома» S&P оценил в 6,4 балла по российской шкале.

На рис. 11 графически изображена связь между капитализацией ПАО «МТС» и рейтинговой оценкой, присеваемой агентством S&P в анализируемый период.

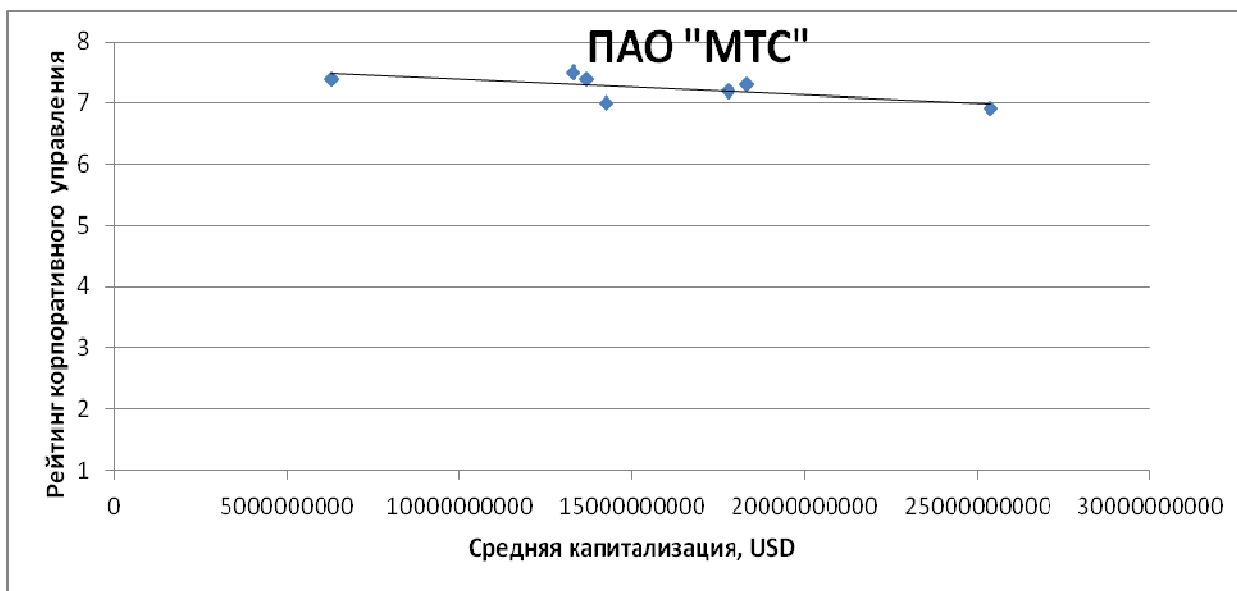


Рисунок 11 Взаимосвязь РКУ и капитализации компании ПАО "МТС"

Диаграмма рассеивания показывает, что между рейтингом корпоративного управления и капитализацией МТС существует обратная зависимость. Даже если принять во внимание мировой финансовый кризис, корреляция между показателем рейтинга корпоративного управления и стоимостью компании останется отрицательной и составит -0,725 (-72,5%).

⁴² Рейтинговое агентство Standard&Poor's присвоило «МТС» наивысший рейтинг корпоративного управления среди российских компаний/ Официальный сайт компании «АФК Система» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа:<http://sistema.artus.ru/service/archives?rid=23590&oo=2&fnid=68&newWin=0&apage=9&nm=72784&fxsl=view.xml>

Однако это вовсе не означает, что качество корпоративного управления нельзя считать фактором стоимости компании ПАО «МТС».

Как уже было сказано, компания МТС обладала самым высоким рейтингом корпоративного управления среди российских компаний на протяжении всего анализируемого периода. Значительнее всего рейтинг МТС снижался только два раза: в 2004 и 2006 году. В 2004 году причиной снижения стало ослабление сбалансированного эффекта влияния в результате изменения структуры собственности. Тогда, в результате публичного размещения компанией Deutsche Telekom 15% акций "МТС", доля Deutsche Telekom в капитале компании снизилась до 10.1%⁴³. Тем не менее, в пресс-релизе специалисты агентства S&P также отметили, что РКУ "МТС" по-прежнему остается в категории "высокого" рейтинга, благодаря сильным механизмам внутреннего контроля, высокому уровню прозрачности и защиты прав акционеров и той роли, которую Deutsche Telekom все еще играет в системе корпоративного управления компании.

В 2006 году снижение рейтинга корпоративного управления произошло уже из-за сокращения числа директоров, независимых от основного акционера МТС – АФК «Система». С уходом Михаэля Гюнтера, представителя компании Deutsche Telekom, из состава Совета директоров компании МТС, контролировать влияние АФК «Системы» и сделки между аффилированными лицами стало гораздо сложнее. На тот момент независимые директора не имели задокументированного права налагать вето на сделки с заинтересованностью⁴⁴. Тогда, новость о снижении рейтинга была воспринята спокойно, аналитики в один голос утверждали, что в долгосрочной перспективе это не должно повлиять на рыночную стоимость, корпоративные риски компании остаются невысокими. Также отмечалось,

⁴³ Standard & Poor's понизило РКУ ОАО "Мобильные ТелеСистемы"/ Официальный сайт компании «Финам» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://bonds.finam.ru/news/item/standard-poor-s-ponizilo-rku-oao-mobilnye-telesistemy/>

⁴⁴ Не хватает независимых. Standard & Poor's снизил рейтинг корпоративного управления МТС/ Газета «Ведомости» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2006/10/10/ne-hvataet-nezavisimyh>

что инвесторов все-таки больше интересует, сколько компания зарабатывает. Тем не менее, реакция рынка не заставила себя ждать. В тот же день котировки ADR на акции МТС на NYSE снизились на 0,34%⁴⁵.

Таким образом, на основе проведенного анализа можно сделать вывод о том, что качество корпоративного управления положительно влияет на рыночную стоимость компаний в долгосрочной перспективе, особенно на компании, чья система корпоративного управления еще не сформировалась и находится в стадии развития. Это означает, что фактор корпоративного управления может рассматриваться одним из резервов повышения эффективности деятельности российских компаний.

3.2 Методика и рекомендации по совершенствованию корпоративного управления в российских компаниях

Анализ российских и зарубежных рейтингов корпоративного управления показал, что существует необходимость в создании адекватных сложившимся тенденциям и специфике российской действительности методик оценки качества корпоративного управления, которые позволили бы проводить комплексный анализ практики эмитентов в этой области.

Разработанная методика оценки качества корпоративного управления (далее – «Методика») базируется на рекомендациях к принципам Кодекса корпоративного управления, а также на методике исследования уровня корпоративного управления эмитентов, подготовленной управляющей компанией «Арсатера»⁴⁶ (УК «Арсатера»). Данная методика была выбрана автором ввиду того, что она позволяет оценить не только то, насколько российские компании соблюдают международные и российские стандарты

⁴⁵ Не хватает независимых. Standard & Poor's снизило рейтинг корпоративного управления МТС/ Газета «Ведомости» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2006/10/10/ne-hvataet-nezavisimyh>

⁴⁶ Методика исследования уровня корпоративного управления эмитентов/Официальный сайт компании УК «Арсатера» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://arsatera.ru/~25091>

корпоративного управления, но и те риски корпоративного управления, которые потенциально возможны или уже существуют в компании.

Методика представляет собой бальную оценку компании по нескольким десяткам критериев с разными вариантами исполнения. Критерии объединены в блоки, каждому из которых присваиваются определенные коэффициенты по степени значимости (k). Наибольшей важностью обладают критерии из первого блока, поэтому их коэффициент наибольший – $k=6$. Далее группы следуют в порядке убывания важности входящих в них критериев.

В процессе проведения оценки осуществляется последовательный анализ наличия в компании и степени соответствия определенному стандарту характеристик, связанных с каждым из представленных в методике показателей, и начисление соответствующих данному показателю баллов. В случае если практика компании не соответствует обязательным стандартам корпоративного управления, к которым относятся требования законодательства, то оценка показателя является отрицательной. Частичное соблюдение компанией тех или иных передовых необязательных стандартов корпоративного управления предполагает возможность получения нейтральной оценки по соответствующему показателю.

Итоговая оценка по каждой группе анализируемых показателей учитывает соотношение положительных, отрицательных и нейтральных оценок, а также уровень значимости каждого показателя для практики корпоративного управления в компании. Итоговый балл определяется как сумма произведений баллов по каждому блоку на соответствующий коэффициент блока, и показывает общий уровень корпоративного управления исследуемой компании. Чем выше балл, тем на более высоком уровне находится качество корпоративного управления в исследуемой компании.

При определении критериев учитывались факторы, которые повышают качество корпоративного управления (например, следование рекомендациям

Банка России относительно принципов корпоративного управления), а также основные риски корпоративного управления, наличие или возможность появления которых снижает инвестиционную привлекательность эмитентов (факты рейдерства, вероятность дефолта по долговым обязательствам, факты вывода чистой прибыли и т. п.). Следует отметить, что список критериев не является исчерпывающим и может быть дополнен в связи с развитием практики корпоративного управления в России.

Согласно Методике, эффективная система корпоративного управления в компаниях должна удовлетворять следующим признакам:

- Собственность не должна находиться «в одних руках». Концентрация собственности в руках одного или нескольких крупных акционеров является одной из особенностей корпоративного управления в России. Наличие в компании акционера или группы акционеров, обладающих чрезмерным, доминирующим влиянием при принятии решений в компании, нередко приводит к нарушению прав миноритарных акционеров. В связи с этим, большее доверие у инвесторов вызывают компании, собственность которых распределена между большим числом акционеров.
- Председателем Совета директоров должен быть назначен независимый директор – независимая от менеджмента и акционеров, самостоятельная в суждениях и оценках профессиональная фигура среди других директоров.
- В Обществе должен существовать корпоративный секретарь, в обязанности которого входит контроль за соблюдением требований действующего законодательства РФ, устава и внутренних документов, которые гарантируют реализацию прав и законных интересов акционеров. Корпоративный секретарь должен быть независим от исполнительных органов компании и обладать опытом и знаниями, достаточными для исполнения возложенных на него обязанностей, безупречной репутацией и пользоваться доверием акционеров.

- Структура собственности должна быть прозрачной. Это означает, что такая информация, как состав собственников, число акций, принадлежащее менеджерам и директорам компании, наличие у руководства акций других эмитентов, информация о наиболее крупных акционерах и т.д. должна находиться в свободном доступе.
- Необходимо сформировать комитеты Совета директоров. Комитеты, созданные при Совете директоров, призваны детально изучить соответствующий вопрос до момента его вынесения на заседание Совета. Дело в том, что время проведения заседаний ограничено, и даже во время общих заседаний, если вопрос не изучен досконально, члены Совета директоров вынуждены полагаться на выводы менеджмента. Так как времени на проверку альтернативных гипотез зачастую не хватает, голосование носит чисто формальный характер.
- В каждой компании должны быть приняты правила функционирования Совета директоров. Данный свод правил корпоративного управления призван отражать видение компании, ее ценности и обязанности Совета директоров. Система материального стимулирования членов Совета директоров должна быть прозрачной и понятной акционерам, сведения о ней должны раскрываться в годовом отчете компании. Размер вознаграждения должен зависеть от результатов деятельности.
- Необходимо обеспечить акционерам доступ к информации различными способами, в том числе по электронному каналу. Информация должна быть предоставлена как на русском, так и на английском языке. Общество должно гарантировать предоставление акционерам информации своевременно, с учетом стандартов фондового рынка.
- Компания должна привлекать независимых аудиторов, консультантов и оценщиков в целях получения объективной информации относительно состояния Общества компания.

Методика позволяет составить рейтинг эмитентов по качеству корпоративного управления с использованием только общедоступной информации. В результате проведения оценки с использованием разработанной методики компания выявляет сильные и слабые стороны своей практики корпоративного управления, на основе анализа которых могут быть определены направления ее совершенствования.

Данный анализ не является качественным сравнением эмитентов и не может рассматриваться в качестве рекомендации кому-либо о целесообразности приобретения или отчуждения ценных бумаг исследованных эмитентов. Целью исследования является выявление и исправление проблем в корпоративном управлении в России.

Методика оценки качества корпоративного управления, разработанная автором, представлена в Приложении Б.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В рамках данной выпускной квалификационной работы автором были рассмотрены особенности корпоративного управления, основные принципы построения эффективной системы корпоративного управления в компаниях, описана актуальность развития корпоративного управления в России. Помимо этого, найдено решение для поставленных в части введения задач: выявить взаимосвязь качества корпоративного управления и рыночной стоимости компании (капитализации), а также определить критерии оценки качества корпоративного управления, которыми смогут руководствоваться российские публичные компании в целях совершенствования практики корпоративного управления.

В ходе написания работы были проанализированы рейтинги корпоративного управления различных компаний, как зарубежных, так и российских, выявлены достоинства и недостатки методик оценки качества корпоративного управления. В результате было установлено, что на сегодняшний день не существует общепризнанного алгоритма построения корпоративного рейтинга, который бы позволял инвесторам получить достоверную информацию о существующей системе корпоративного управления в компании. Наличие данного факта определило потребность в разработке критериев качества корпоративного управления, основанных на общедоступной информации и подходящих для оценки систем корпоративного управления в российских компаниях.

Кроме того, была исследована практика корпоративного управления в России, оценены результаты анализа выполнения рекомендаций нового Кодекса корпоративного управления крупнейшими российскими публичными компаниями. Выяснилось, что общий средний уровень выполнения ключевых рекомендаций Кодекса по всей выборке исследуемых компаний составил 62%, что говорит о неразвитости практики корпоративного управления в России.

Также стоит отметить тот факт, что в наименьшей степени российскими компаниями выполняются рекомендации Кодекса в отношении назначения независимого директора Председателем совета, проведения оценки деятельности Совета с участием независимого консультанта, раскрытия специального меморандума, содержащего планы в отношении общества лица, контролирующего общество, публикации отчетности в области устойчивого развития. Таким образом, были выявлены «слабые места» систем корпоративного управления в российских компаниях в целях определения направлений развития законодательства и стандартов лучшей практики корпоративного управления.

Необходимость построения эффективной системы корпоративного управления была обусловлена тем фактом, что качество корпоративного управления является значимым фактором стоимости компаний. В ходе работы данное утверждение было доказано как теоретически, в рамках концепции управления стоимостью, так и практически, благодаря исследованию публичных российских компаний, качество корпоративного управления которых влияло на формирование их рыночной стоимости.

Таким образом, можно сделать вывод о том, что:

- Качество корпоративного управления положительно влияет на рыночную стоимость компаний, особенно на компании, чья система корпоративного управления еще не сформировалась и находится в стадии развития. Это означает, что фактор корпоративного управления может рассматриваться одним из резервов повышения эффективности деятельности российских компаний.
- Проблема оценки качества корпоративного управления российских компаний решаема, первый шаг навстречу данному процессу уже сделан в данной бакалаврской работе.

СПИСОК ИСПОЛЬЗОВАННОЙ ЛИТЕРАТУРЫ

I. Нормативные правовые акты и иные документы органов власти

1. Федеральный закон от 26.12.1995 N 208-ФЗ (ред. от 29.06.2015) «Об акционерных обществах» [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://base.garant.ru/10105712/>
2. Распоряжение ФКЦБ РФ от 18.06.2003 N 03-1169/р "Об утверждении Методических рекомендаций по осуществлению организаторами торговли на рынке ценных бумаг контроля за соблюдением акционерными обществами положений Кодекса корпоративного поведения" [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_44538/8c4c5c5fdd54828a05c98b2adb3b765b7442c321/#dst100008
3. Кодекс корпоративного поведения от 5 апреля 2002 г. утвержден распоряжением ФКЦБ России от 4 апреля 2002 г. N 421/р "О рекомендации к применению Кодекса корпоративного поведения" //Вестник ФКЦБ России. 2002. N 4.
4. Кодекс корпоративного управления. Письмо Центрального банка Российской Федерации №06-52/2463 от 10 апреля 2014 г. //Вестник Банка России, 2014. N 40 (1518) [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://www.iiar.ru/files/documents_open/%D0%9A%D0%9A%D0%A3.pdf
5. Письмо Банка России от 30 марта 2015 г. N 06-52/2825 «О раскрытии в годовом отчете акционерного общества за 2014 год сведений о соблюдении положений Кодекса корпоративного управления» [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_177371/

II. Книги и диссертации

6. Леванова Л.Н. Теория корпоративного управления. Учебно-методическое пособие —Саратов: 2011. — 171 с. — [Электронный

- ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа:
http://elibrary.sgu.ru/uch_lit/277.pdf
7. Миркин Я.М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски/Я.М. Миркин — М.: GELEOS Publishing house; Кэпитал Трейд Компани, 2011 — 290 с.
 8. Пособие по корпоративному управлению: в 6 т. — М.: «Альпина Бизнес Букс», 2004.Т.1: Часть I. Введение в корпоративное управление. — 2004. — 93 с.
 9. Скатерщиков С. Прививка от Enron: Практическое руководство по организации комитета по аудиту, внутреннего контроля и внутреннего аудита в акционерных обществах/ Сергей Скатерщиков – М.: Альпина Бизнес Букс, 2005 г.-180 с.
 10. Старюк П.Ю. Корпоративное управление и стоимость компании: ситуация в России: Дис. канд. экон. наук., 2008
 11. Цой Р.А. Оценка рыночной стоимости российских промышленных компаний с учетом влияния корпоративного управления: Дис. канд. экон. наук., 2007 — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://www.mirkin.ru/_docs/kon_diser/disertcoi.pdf
 12. Black В. The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms// Emerging Markets Review, 2001 — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://papers.ssrn.com/paper.taf?abstract_id=263014
 13. McKinsey, Who owns Russia? Corporate Governance Profiles — McKinsey, 2003, 137 p.
 14. Modigliani F., Miller M.H., The Cost of Capital, Corporation Finance, and the Theory of Investment — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.jstor.org/stable/1809766>
 15. Rappaport A. Creating Shareholder Value: A Guide for Managers and Investors.-Rev. and updated ed. New York: Free Press, 1998-205 p.

III. Периодические издания

16. Гусаков В. А., Кокорев Р. А. Новая редакция Принципов корпоративного управления G20/ОЭСР: основные нововведения и их значение // Акционерное общество. Вопросы корпоративного управления. — 2015. — № 12 (139). — 56–64 с.
17. Кузнецов М. Индекс корпоративного управления как один из инструментов развития лучшей национальной практики, 2015
18. Панфилова Е.Е. Некоторые аспекты формирования корпоративного управления в промышленной организации. // Проблемы теории и практики управления, 2008, № 4, 59 с.
19. Рачинский А. А. Корпоративное управление и рыночная стоимость российских компаний – М.: ЦЕФИР, 2003 // Управление компанией, 2004, №1 (32), стр. 50-57 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.cfin.ru/press/zhuk/2004-1/14.shtml>
20. Шашкова А.В. Значение Кодекса корпоративного управления Банка России 2014 года // Право № 4(37) 2014 с.253-263
21. Шипилова А.О. Качество корпоративного управления: коммерческие и исследовательские рейтинги // Корпоративные финансы. 2010. № 14. С. 94–102.
22. Corporate Governance: A Framework for Implementation/ World Bank, Overview, 1999

IV. Электронные ресурсы

21. Госкомпаниям рекомендовали перейти на Кодекс корпоративного управления/ Новостной портал «Известия» [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://izvestia.ru/news/586040>
22. Корпоративное управление в России. События, мнения инвесторов. Доклад ИГ «Эксперт», 2003 — [Электронный ресурс]. — Электронные дан.—Режим доступа: <http://www.raexpert.ru/docbank/914/142/047/ab603440baa86ca02f128bf.pdf>

- 23.Корпоративное управление: история и практика/ Официальный сайт Банка России — [Электронный ресурс]. — Электронные дан.— Режим доступа:http://www.cbr.ru/sbrfr/archive/fsfr/ffms/ru/legislation/corp_management_study/index.html
- 24.Кузнецов М.Е., Трегубенко О.Л., Соловьева В.В. «Анализ выполнения рекомендаций Кодекса корпоративного управления крупнейшими российскими эмитентами по итогам 2014 года»,2015 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.topcompetence.ru/Images/Uploads/Publications/%D0%9E%D0%A2%D0%A7%D0%95%D0%A2%20CGINDEX%202015.pdf>,
- 25.Методика исследования уровня корпоративного управления эмитентов/Официальный сайт компании УК «Арсатера» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://arsatera.ru/~25091>
- 26.Не хватает независимых. Standard & Poor's снизило рейтинг корпоративного управления МТС/ Газета «Ведомости» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <https://www.vedomosti.ru/newspaper/articles/2006/10/10/ne-hvataet-nezavisimyh>
- 27.Правила листинга ЗАО «ФБ ММВБ»/ Официальный сайт Московской биржи — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://fs.moex.com/files/257>
- 28.Рейтинги корпоративного управления: методика составлений и их связь с эффективностью работы компаний, Исследовательский проект, 2007— [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.ramec.usu.ru/research/11.PDF>
- 29.Рейтинговое агентство Standard&Poor's присвоило «МТС» наивысший рейтинг корпоративного управления среди российских компаний/ Официальный сайт компании «АФК Система» — [Электронный

- ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа:<http://sistema.artus.ru/service/archives?rid=23590&oo=2&fnid=68&newWin=0&apage=9&nm=72784&fxsl=view.xsl>
30. Forbes: Весь фондовый рынок России не стоит одного американского «яблока»/ Официальный сайт Автономной некоммерческой организации «ТВ-Новости» — [Электронный ресурс]. — Электронные дан. — Режим доступа: <https://russian.rt.com/inotv/2014-11-17/Forbes-Ves-fondovij-rinok-Rossii>
31. ГАММА – Рейтинг корпоративного управления Standard & Poor's — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: http://economy.bsu.by/wp-content/uploads/2014/06/Gamma_Brochure_RUS1.pdf
32. Russia Equity Research, Brunswick UBS Warburg 2002 [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: [http://rid.ru/files/ricd.ru/db2file_ru/CorpGov\(Apr01\)-Rus.pdf](http://rid.ru/files/ricd.ru/db2file_ru/CorpGov(Apr01)-Rus.pdf)
33. S&P понизило рейтинг корпоративного управления ЮТК до РКУ-4 из-за недостатка информации по налоговым претензиям/ Официальный сайт «Quote.rbc.ru» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://quote.rbc.ru/news/bonds/2006/02/13/6322965.html>
34. Standard & Poor's понизило РКУ ОАО "Мобильные ТелеСистемы"/ Официальный сайт компании «Финам» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://bonds.finam.ru/news/item/standard-poor-s-ponizilo-rku-oao-mobilnye-telesistemy/>
35. S&P присвоило Дальсвязи рейтинг корпоративного управления/ Официальный сайт компании «Финам» — [Электронный ресурс] — Электронные дан. — Режим доступа: <http://www.finam.ru/analysis/investorquestion0000106745/>

ПРИЛОЖЕНИЕ А

Таблица А.1 – Сравнительный анализ основных рейтингов корпоративного управления российских компаний

Критерий	S&P (рейтинг Corporate Governance Score, в последствии GAMMA)	S&P (исследование прозрачности компаний – Transparency and Disclosure)	Brunswick UBS Warburg	«Эксперт РА» и Российский институт директоров (НРКУ)	Институт корпоративного права и управления (CORE-рейтинг)
Характер исследования	Интерактивный	Дистанционный	Дистанционный	Интерактивный	Дистанционный
Начало публикации	2000 год	2002 год	2000 год	2004 год	2001 год
Периодичность	По мере поступления запроса от клиента	Данные отсутствуют	Раз в полгода/год	Ежегодно	Ежеквартально
Стоимость	Примерно 50 тыс. долл.	Бесплатно	Бесплатно	Данные отсутствуют	Бесплатно
Основные пользователи	Акционеры, инвесторы	Широкий круг инвесторов	Портфельные инвесторы, клиенты банка	Акционеры, инвесторы	Миноритарные акционеры
Достоинства	Анализ большого объема информации; Тесное	Большая выборка компаний; Предоставляется на	Учет специфики бизнеса страны происхождения	Учет интересов общества; Систематичность	Получение дополнительной информации от

	взаимодействие с компанией-клиентом; Детальная проработка информации.	безвозмездной основе.	компании; Комплексный анализ рисков; Прозрачная методика.	публикации; Широкая доступность.	компании благодаря имитации реального поведения акционера; Учет специфики российского бизнеса.
Недостатки	Высокая стоимость; Недостаточный учет специфики бизнеса разных стран.	Узкая направленность (учет только информационного аспекта); Анализ компаний с ликвидными акциями.	Составитель-участник рынка ценных бумаг; Доступен для ограниченного круга лиц.	Публикация оценок с разрешения компании-клиента; Отсутствие информации о стоимости услуг.	Непрозрачность методики; Анализ компаний, акции которых приобретены институтом; Наличие риска манипуляции со стороны оцениваемых компаний.
Статус	Не действует	Не действует	Не действует	Действует	Не действует

ПРИЛОЖЕНИЕ Б.

Таблица Б.1 – Методика оценки качества корпоративного управления

	Оценка по компании = S произведений баллов по каждой группе на к-т группы	k=6	
№	Критерии	Варианты	Баллы max
1 группа критериев, отражающая грубые нарушения в области КУ произошедшие по факту			
1	Размывание долей в процессе допэмиссии: 1) способы размещения 2) отклонение цены размещения от рыночной 3) объем допэмиссии	А. Закрытая подписка	
		цена ниже рыночной на более, чем 20%; объем допэмиссии более 50%	-3
		цена ниже рыночной на более, чем 20%; объем допэмиссии менее 50%	-2
		цена ниже рыночной менее, чем на 20%; объем допэмиссии более 50%	-1
		цена ниже рыночной менее, чем на 20%; объем допэмиссии менее 50%	0
		В. Открытая подписка	
		цена ниже рыночной на более, чем 20%; объем допэмиссии более 50%	-1
	прочее	0	
2	Факты вывода чистой прибыли и активов из компании (наличие признаков трансфертного ценообразования, продажа имущества по заниженным ценам, сомнительные сделки и т.д.)	Есть	-2
		Нет	0
3	Делистинг акций	Фактический делистинг	-3
		Возможный делистинг	-2
		Отсутствие намерения	0
4	Компания находится в процессе слияния/реструктуризации	Да	-2
		Нет	0
5	Угроза рейдерского захвата, снижающего уровень КУ	Есть	-3
		Нет	0
6	Угроза банкротства (наличие просроченной кредиторской задолженности, проблем с задолженностью по налогам, вероятность дефолта по долговым обязательствам)	Есть	-3
		Нет	0
Итог по группе 1:			

		k=4	
2 группа критериев:			
7	Максимальная доля акционера или группы аффилированных акционеров	более 75%	-3
		50-75%	-2
		25- 50 %	-1
		Менее 25%	0
8	Наличие доступной регулярной финансовой отчетности	МСФО ежеквартально или раз в полгода	3
		МСФО раз в год	2
		РСБУ консолидированная	1
		Отсутствие публичной отчетности, отражающей полноту бизнеса компании	-3
9	Арест имущества по спорам	Есть	-3
		Нет	0
10	Факты ареста акций компании за последние 3 года	Есть	-3
		Нет	0
11	Судебные претензии по налогам	Есть	-3
		Нет	0
12	Грубые нарушения устава в части выплаты дивидендов по привилегированным акциям	Регулярные	-3
		Эпизодические	-2
		Нет	0
Итог по группе 2:			
		k=3	
3 группа критериев:			
13	Наличие казначейских акций, в т.ч. перекрестное владение	До 25%	0
		Более 25%	-3
14	Наличие доли голосующих акций государства или государственных компаний	Более 50 %	-3
		25-50 % или «золотая акция»	-2
		10-25%	-1
		Мене 10%	0
15	Наличие корпоративного секретаря	Есть	3
		Нет	0
16	Способы материального стимулирования менеджмента компании	В зависимости от размера ROE и соотношения балансовой стоимости и рыночной капитализации акций	3
		В зависимости от прибыли компании или размера капитализации	2
		Прочее или неизвестно	0
17	Способы материального стимулирования членов Совета директоров компании	В зависимости от размера ROE и соотношения балансовой стоимости и рыночной капитализации акций	3

		В зависимости от прибыли компании или размера капитализации	2
		Прочее или неизвестно	0
18	Доступ к уставу компании	Доступен	0
		Недоступен	-3
19	Распределение чистой прибыли компании среди статей, не приносящих доход и не создающих стоимость для акционеров	Свыше 50%	-3
		20-50%	-2
		До 20%	0
20	Дивидендная политика компании	Отдельный документ о дивидендной политике и выплаты в соответствии с ним	3
		Устная декларация/ норма в уставе и выплаты в соответствии с ними	2
		Устная декларация/ норма в уставе, но отсутствие выплат или их осуществление с нарушениями	-3
		Отсутствие дивидендной политики или информация не известна	0
21	Председателем Совета директоров назначен независимый директор	Да	3
		Нет	0
22	Неграмотное управление финансовыми потоками компании (использование денежных средств не по назначению)	Существенно	-3
		Несущественно	-1
		Нет	0
23	Существенные противоречия с аудитором в части подтверждения заверения отчетности	Есть	-3
		Нет	0
24	Регулярные выкупы акций (не реже чем раз в 2 года)	Есть	3
		Нет	0
Итог по группе 3:			
		k=2	
4 группа критериев:			
25	Независимый регистратор, ведущий реестр эмитента	Есть	3
		Нет или неизвестно	-3
26	Наличие комитета по аудиту/вознаграждениям/номинациям	Есть, все члены комитетов-независимые директора	3
		Есть	2
		Есть, но не все комитеты	1
		Нет	-3
27	Наличие акций эмитента в	1 уровень	3

	котировальных списках российских бирж (при наличии в нескольких котировальных списках учитывается по наивысшему)	2 уровень	1
		3 уровень	0
28	Аудитор	Крупнейшие международные аудиторские компании	3
		Компании, входящие в десятку крупнейших аудиторских фирм России	1
		Прочие аудиторские компании	-3
29	Наличие Положения о Совете Директоров	Да	3
		Нет	-3
30	Ревизор или ревизионная комиссия	Независимый, есть Положение о ревизоре	3
		Независимый, нет положения о ревизоре	1
		Члены ревизионной комиссии представляют интересы различных акционеров. Для гос. компаний допускается, что члены РК могут являться представителями разных ведомств.	0
		Аффилированный/отсутствует/неизвестно	-3
31	Оперативность раскрытия информации в форме ежеквартального отчета эмитента	Задержка до 5 дней	0
		Задержка от 5 до 20 дней	-2
		Задержка свыше 20 дней	-3
32	Прозрачная система вознаграждения Совета Директоров, прописанная в уставе	Есть	3
		Нет	0
33	Комментарии менеджмента к отчетности МСФО	Есть	3
		Нет	0
34	Раскрытие ежеквартальной бухгалтерской отчетности в сроки, предусмотренные законодательством	В срок	0
		Не в срок	-2
		Нет	-3
35	Раскрытие информации на сайте	Сайт на 2-х языках, есть отчетность	2
		Сайт на 1 языке, есть отчетность	0
		Есть сайт, отсутствует отчетность	-2
		Есть отчетность, отсутствует сайт	-1
		Отсутствует сайт и отчетность	-3

36	Раскрытие информации о вознаграждении членов Совета Директоров	Информация раскрывается в индивидуальном порядке по каждому члену совета директоров	3
		Информация о вознаграждениях раскрывается частично, либо в совокупности без индивидуализации	2
		Информация о вознаграждениях является закрытой	0
37	Наличие проспекта эмиссии по акциям	Хотя бы один	3
		Нет	0
38	Наличие кодекса корпоративного поведения	Да	3
		Нет	0
39	Срок и способы предоставления материалов к собранию акционеров	Есть на сайте	3
		Приходит по почте в срок или неизвестно	0
		Приходит с нарушением срока	-3
40	Нарушение сроков проведения существенных корпоративных процедур	Да	-3
		Нет	0
41	Нераскрытие информации об условиях крупных сделок и/или сделок с заинтересованностью	Нераскрытие	-3
		Нераскрытие со ссылкой на ФЗ "О рынке ценных бумаг"	-1
		Раскрытие	0
42	Наличие конфронтации с сотрудниками компании	Открытый конфликт (забастовка)	-2
		Нет ничего или неизвестно	0
Итог по группе 4:			
			k=1
5. группа критериев:			
43	Наличие Положения об инсайдерской информации	Есть	3
		Нет	0
44	Структура исполнительных органов	Единоличный и коллегиальный	3
		Единоличный	0
45	Наличие специального документа, регламентирующего деятельность исполнительных органов	Да	2
		Нет	0
46	Наличие Положения об информационной политике	Есть	2
		Нет	0
47	Язык предоставления отчетности МСФО	на 1 языке	0
		на 2 языках	1
48	Страхование ответственности членов Совета Директоров	Есть	2
		Нет	0

49	Доступ к протоколам заседаний Совета Директоров	Есть	3
		Нет	0
50	Доступ к годовому отчету	Есть	3
		Нет	-3
Итого по группе 5:			