

МИНИСТЕРСТВО ОБРАЗОВАНИЯ И НАУКИ
РОССИЙСКОЙ ФЕДЕРАЦИИ
ФГБОУ ВО «СГУ ИМЕНИ Н.Г. ЧЕРНЫШЕВСКОГО»

Экономический факультет

Кафедра менеджмента и маркетинга

Леванова Л.Н.

Учебно-наглядное пособие по курсу

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

Саратов 2017

УДК 65.014.1

Л-34

Л-34 **Леванова Л.Н.** Корпоративное управление в презентациях. Учебно-наглядное пособие. – Саратов: Амирит, 2017. – 364 с.
ISBN 978-5-6040143-8-7

Учебно-наглядное пособие подготовлено в соответствии с положениями и требованиями Государственного образовательного стандарта высшего образования. Пособие включает основные вопросы лекций, раскрывающие главные теоретические положения корпоративного управления, а также отдельные практические аспекты построения систем корпоративного управления в отечественных и иностранных компаниях. В рамках данного учебно-наглядного пособия студент сможет ознакомиться с основными определениями, главными положениями Кодекса корпоративного управления, механизмами корпоративных процессов в организациях.

Учебно-наглядное пособие может стать незаменимым источником при подготовке к теоретическим зачетам и экзаменам, особенно для студентов заочной формы обучения.

Для студентов бакалавров очной и заочной форм обучения направления 38.03.02. «Менеджмент».

УДК 65.014.1

Составитель

Кандидат экономических наук, доцент Л.Н. Леванова

Рекомендуют к печати:

Кафедра менеджмента и маркетинга ФГБОУ ВО «СГУ имени
Н.Г. Чернышевского

Кандидат экономических наук, заведующая кафедрой менеджмента и
маркетинга Л.И. Дорофеева

ISBN 978-5-6040143-8-7

© Леванова Л. Н., 2017

ОГЛАВЛЕНИЕ

ВВЕДЕНИЕ	4
ЛЕКЦИЯ 1. СОДЕРЖАНИЕ КОРПОРАЦИИ И ЭВОЛЮЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР	13
ЛЕКЦИЯ 2. СУЩНОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	31
ЛЕКЦИЯ 3. СИСТЕМА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ	46
ЛЕКЦИЯ 4. МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ.....	56
ЛЕКЦИЯ 5. КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СЕМЕЙНЫХ БИЗНЕС-ГРУППАХ	81
ЛЕКЦИЯ 6. ОСОБЕННОСТИ КОРПОРАТИВНОЙ СИСТЕМЫ В РОССИИ	93
ЛЕКЦИЯ 7. КАЧЕСТВО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ.....	99
ЛЕКЦИЯ 8. АКЦИОНЕРЫ. ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ АКЦИОНЕРОВ.....	117
ЛЕКЦИЯ 9. СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ.....	158
ЛЕКЦИЯ 10. ОЦЕНКА И ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ	187
ЛЕКЦИЯ 11. ИСПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ОРГАНЫ.....	218
ЛЕКЦИЯ 12. РИСК И ДОХОДНОСТЬ СТОИМОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО КАПИТАЛА	227
ЛЕКЦИЯ 13. УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ.....	239
ЛЕКЦИЯ 14. ОЦЕНКА КОРПОРАЦИИ И ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ	257
ЛЕКЦИЯ 15. СИСТЕМА ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ ТОП – МЕНЕДЖЕРОВ КОРПОРАЦИИ.....	267
ЛЕКЦИЯ 16. КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКРЕТАРЬ.....	305
ЛЕКЦИЯ 17. РЫНОК КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ	325
ЛЕКЦИЯ 18. УПРАВЛЕНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКОЙ КОМПАНИИ.....	352

ВВЕДЕНИЕ

CORPORATE GOVERNANCE

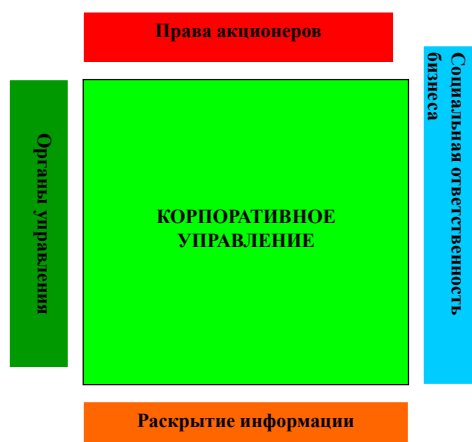
Причины совершенствования системы корпоративного управления

- рост дефицита акционерного капитала;
- разрыв между спросом и предложением за период с 2012 по 2022 гг. составит около 8 триллионов долл. США (McKinsey Global Institute);
- акции российских компаний торговались со значительным дисконтом (с 1998 г. по 2012 г. в среднем составил 38%);
- в 2013 г. российские компании торгуются в среднем:
 - на четверть дешевле китайских компаний;
 - вдвое дешевле индийских и бразильских компаний.

Зависимость Лоренса Брауна и Маркуса Кейлора (2009 г.)

- стоимость ценных бумаг = F(качество корпоративного управления компании);
- «международная передовая практика корпоративного управления» (corporate governance best practices – CGBP)!!!
- за счет роста качества корпоративного управления общая капитализация российского рынка акций могла бы вырасти с 600 млрд до 1,3 трлн долларов (исследования Всемирного банка и ММВБ).

Четырехугольник корпоративного управления



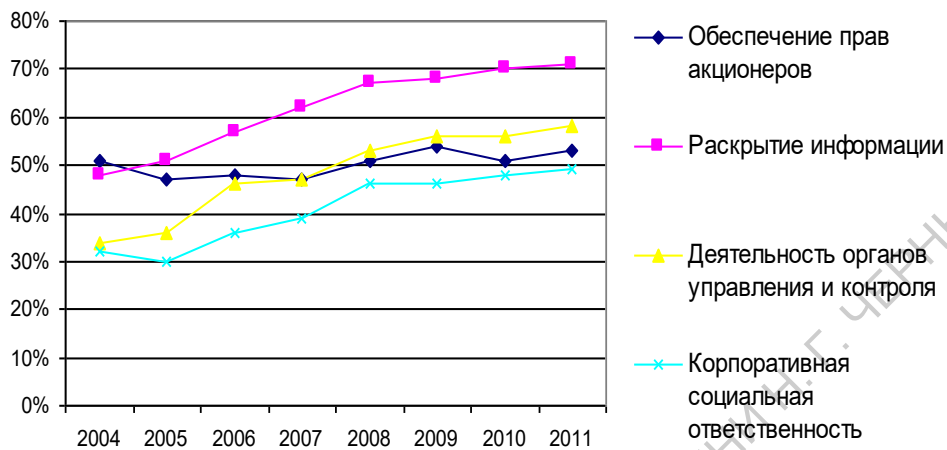
«Догоняющий» характер корпоративного управления в России

- гораздо позднее начали осваивать эту «премудрость»,
- присутствует значительный сегмент компаний с государственным участием (мотивация отличается от чисто рыночной).

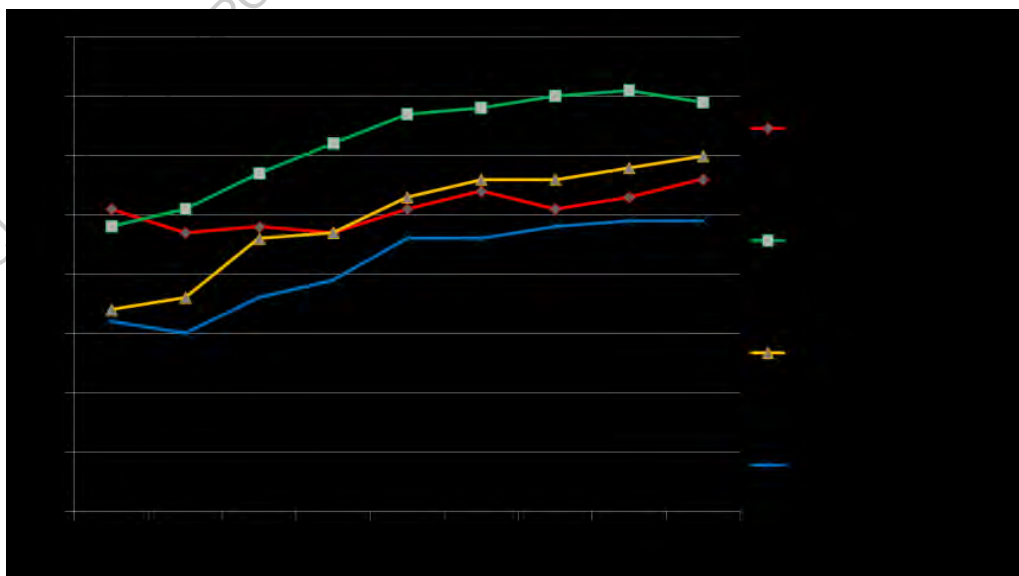
«Драйверы влияния»

- макроэкономические (внешние) драйверы;
- корпоративные (внутренние) драйверы.

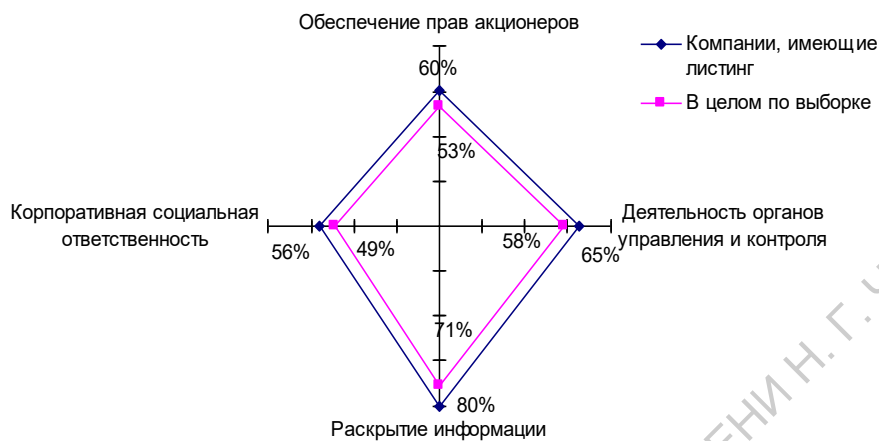
Тенденции развития практики корпоративного управления в 2004-2011 гг.



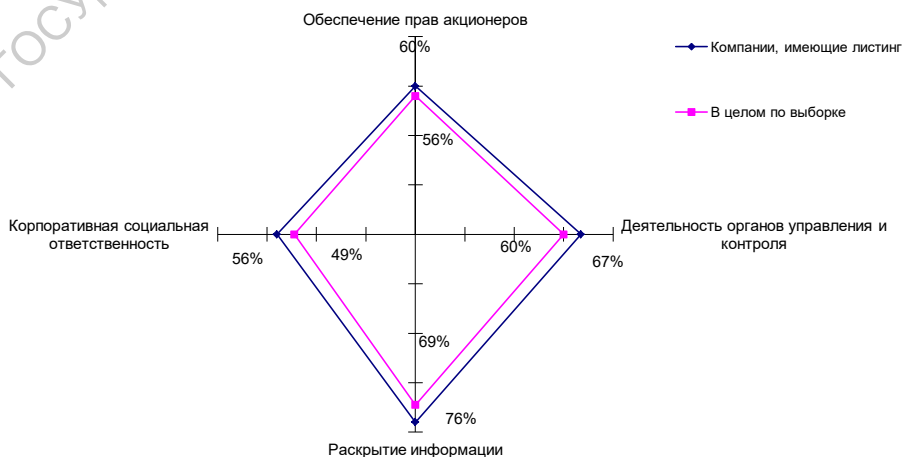
Тенденции развития практики корпоративного управления в 2004-2014 гг.



Уровень развития практики корпоративного управления 2011 г.



Уровень развития практики корпоративного управления 2014 г.



Отраслевой аспект развития корпоративного управления

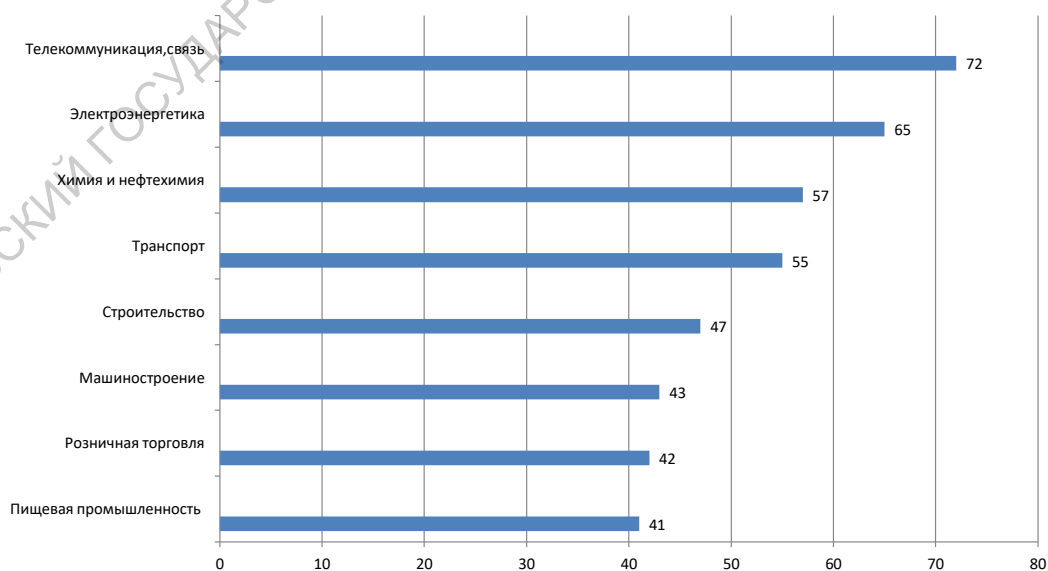
Передовики

- Телекоммуникации, связи и информационные технологии,
- Электроэнергетика,
- Нефть и нефтегазовая промышленность

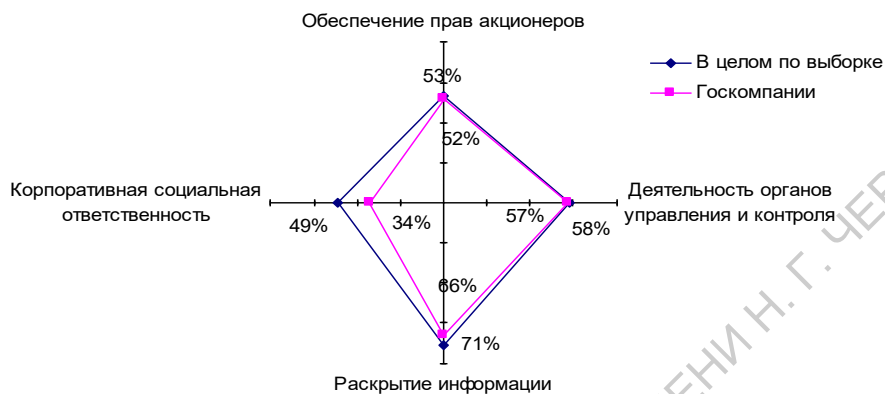
Отстающие

- «Машиностроение»,
- «Пищевая промышленность»,
- Розничная торговля»

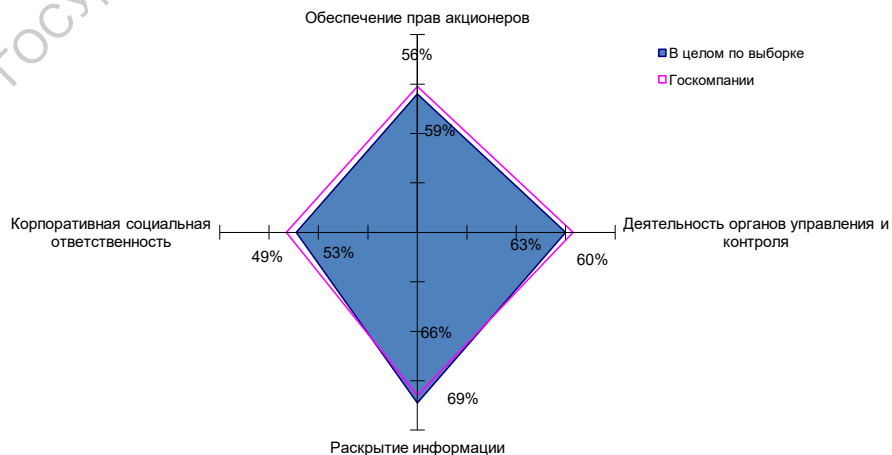
Отраслевой аспект развития корпоративного управления



Уровень развития практики корпоративного управления в госкомпаниях и в целом по выборке, 2011 г



Уровень развития практики корпоративного управления в госкомпаниях и в целом по выборке, 2014 г



Уровень развития практики корпоративного управления в госкомпаниях и в группе компаний, имеющих листинг, 2014г



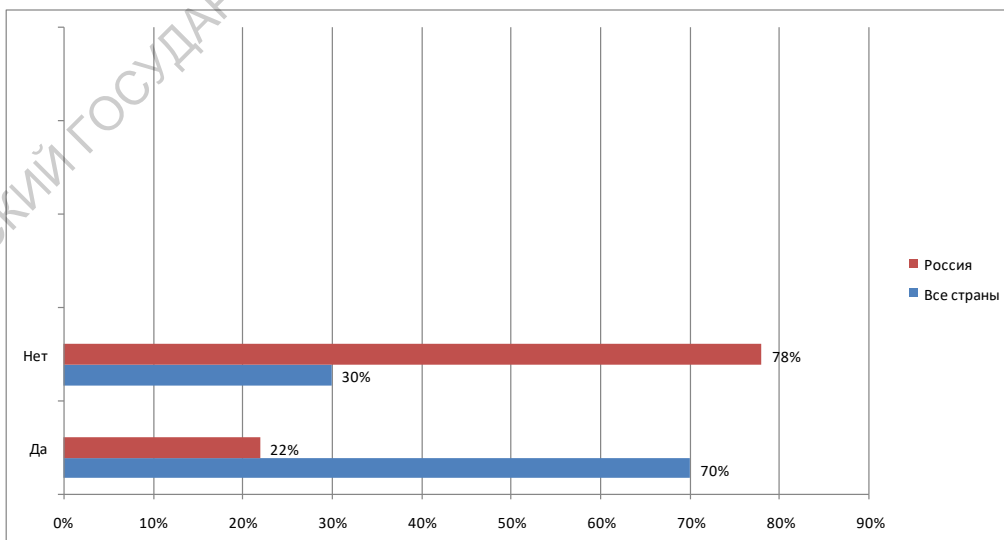
Динамика сокращения отставания госкомпаний от лидеров - компаний, имеющих листинг

Критерий КУ	2008	2009	2010	2011	2014
Обеспечение прав акционеров	8	10	10	8	1
Деятельность органов управления и контроля	13	13	18	8	4
Раскрытие информации	13	16	16	14	10
Корпоративная социальная ответственность	8	16	21	22	3

Важность развития корпоративного управления в госкомпаниях

- Участие государства в российской экономике — как прямое, так и косвенное — составляет по разным оценкам от 50 до 60%.
- Госкомпании владеют и управляют государственной (публичной) собственностью, которая призвана служить общенациональным интересам.
- В-третьих, реализация Государственной программы РФ «Управление федеральным имуществом», предполагает продажу акций госкомпаний, в том числе, на открытом рынке в целях достижения сокращения доли государства в экономике.
- Программы инновационного развития крупнейших государственных компаний предполагают освоение передовых управленческих технологий, к которым относится и корпоративное управление.

Система корпоративного управления в моей стране в целом эффективно защищает интересы акционеров (317 председателей и членов совета директоров в 15 странах мира)



ЛЕКЦИЯ 1.
СОДЕРЖАНИЕ КОРПОРАЦИИ И
ЭВОЛЮЦИЯ КОРПОРАТИВНЫХ СТРУКТУР

1. История формирования корпоративных структур
 2. Понятие корпорации
3. Совершенствования Гражданского Кодекса РФ
 4. Организация акционерного общества

История формирования корпоративных структур

- Акционерное общество (корпорация)— результат развития предпринимательства в течение нескольких веков ;
- Акционерное общество появляется, когда потенциал технической революции делает необходимым аккумуляцию денежного капитала.

- Объединения товаропроизводителей в древности (середина II тыс. до.н.э., морская торговля в древних государствах Месопотамии, земледельческие и производственные объединения в Древнем Китае);
 - Древний Рим (личные товарищеские объединения, корпоративные организации – прообразы АО, законодательно закреплены принципы ограниченной ответственности);
 - Средневековые мукомольные товарищества Франции XII в. (объединение паев для строительства водяных мельниц);
 - Морские товарищества в Италии XIII в. (строительство кораблей, «патрон», общее собрание компаньонов);
 - Горные товарищества Германии XIV в. (шахмейстер, собрание товарищей).
-
- Генуэзский банк Святого Георгия, начало XV в. (собрание участников, совет протекторов, равные доли, выплачивались проценты);
 - Колониальные компании XVI в. Голландия и Англия (Ост-Индские и Вест-Индские);
 - Европа, начало XVIII в. (акционерная лихорадка)
 - Северная Америка, начало XIX в. (1817 г. - Нью-Йоркская фондовая биржа, развитие законодательства);
 - Начало XX в. (акционерная собственность раздроблена, сформировался класс профессиональных менеджеров).

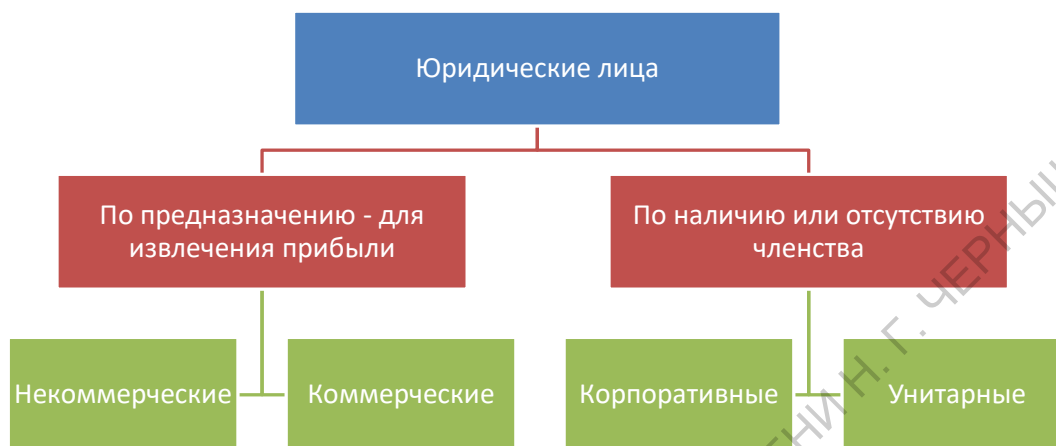
История формирования корпоративных структур в России

- Московская английская компания, 1553 г
- При Екатерине II (1762 г. акционерный эмиссионный банк, 1767 г. Нижегородская компания со свободным обращением акций, 1799 г Российско-Американская компания);
- Указ Александра I от 1802 г. «О введении принципа ограниченной в пределах стоимости вклада ответственности акционеров по долгам компании» ;
- Манифест 1807 г. «О дарованных купечеству выгодах, отличиях, преимуществах, новых способах к распространению и усилению торговых предприятий».;
- Положение о компаниях на акциях 1836 г.
- Начало XX в. (1,3 тыс. акционерных обществ, 2/3 объема всей промышленной продукции).

Роль корпораций в экономике (на примере США)

	Доля в общем числе	Доля прибыли, %
Единоличные предприятия	76%	17%
Товарищества	8%	5%
Корпорации	16%	78%

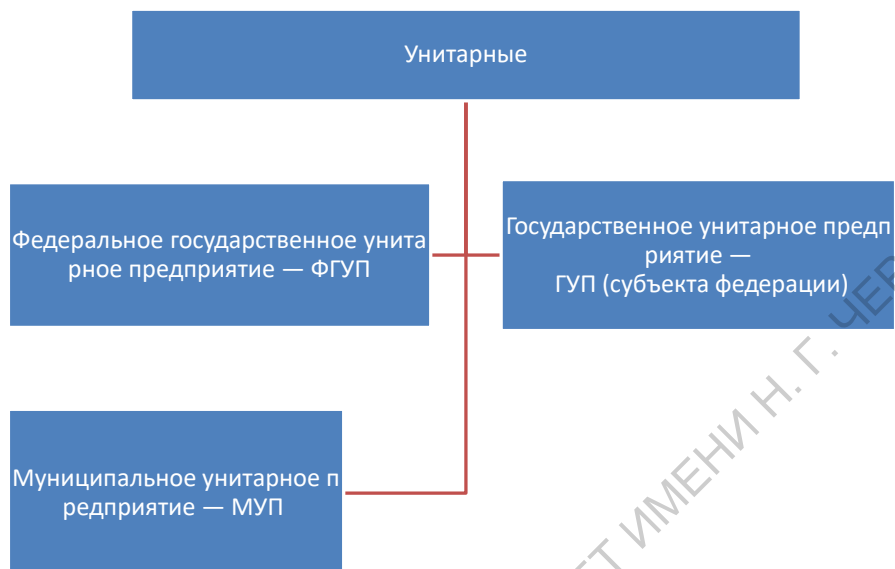
Место АО в системе ЮЛ



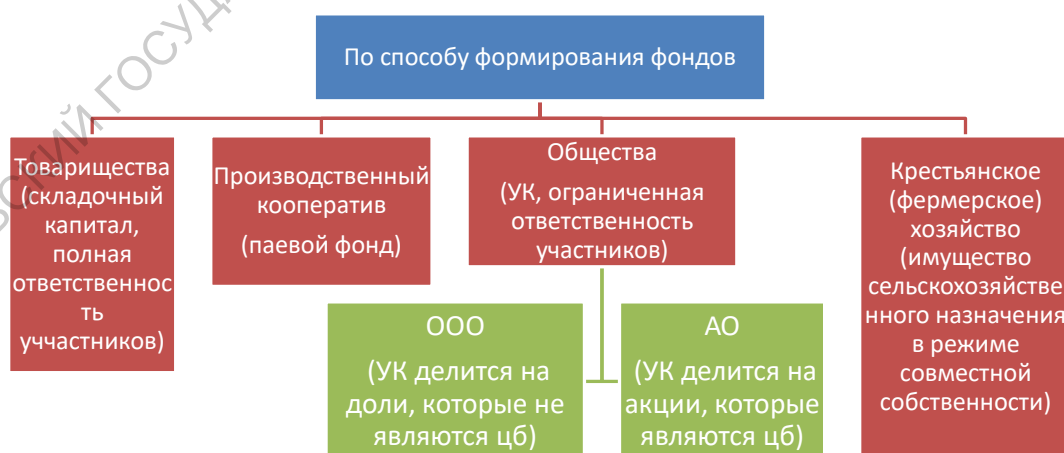
Корпоративные и унитарные организации

- С 1 сентября 2014 г. вступают в силу поправки в Гражданский кодекс Российской Федерации;
- **Корпорации** - юридические лица, учредители (собственники) которых обладают правом на участие в управлении их деятельностью (акционерное общество и общество с ограниченной ответственностью);
- **Унитарная организация** – коммерческая организация, не наделенная правом собственности на закрепленное за ней собственником имущество. Имущество является неделимым и не распространяется по вкладам (долям, паям), в т.ч. между работниками предприятия.

Классификация унитарных предприятий



По способу формирования фондов



Понятие корпорации

- «Корпорация» (лат. corporatio) объединение, общество, союз;
- Корпорация – («Большой коммерческий словарь») форма организации предпринимательской деятельности, предусматривающая долевую собственность, юридический статус и сосредоточение функций управления в руках верхнего эшелона профессиональных управляющих (менеджеров), работающих по найму;
- Акционерным обществом (ФЗ «Об акционерных обществах» от 26.12.1995г. №208-ФЗ) признается коммерческая организация, уставный капитал которой разделен на определенное число акций, удостоверяющих обязательственные права участников общества (акционеров) по отношению к обществу.

Подходы к корпорации

- Правовой (немецкие коммерциалисты, 19 в.)

Корпорация — это любое юридическое лицо, в котором присутствуют отношения членства

Корпорация — это юридическое лицо, в отношении которого его участники имеют обязательственные права

Корпорация это коммерческая организация с разделенным на доли учредителей (участников) уставным капиталом

Корпорация - юридическое лицо, в котором имущество, созданное за счет вкладов, принадлежит ему на праве собственности

- Социальный (США, Теория социальной роли АО)

Участники АО - собственники, менеджеры, наемные работники, поставщики, потребители, кредиторы, государственные органы, профсоюзы, общественные организации, экологические организации

Интересы – Обязательства

Социальная ответственность корпорации

АО- спаянное общим интересом социально-экономическое образование.

Конгруэнтность целей

Основные участники корпоративных отношений



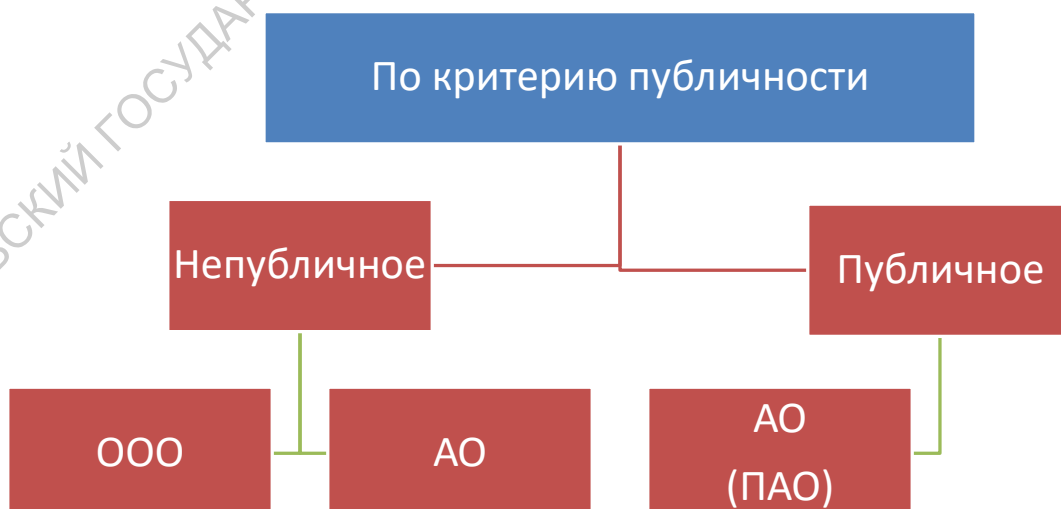
Преимущества корпорации

- Мобилизация значительный объем денежных средств в короткие сроки;
- Внедрение достижений научно - технического прогресса;
- Снижение издержек на единицу продукции;
- Привлечение капитала посредством долговых ценных бумаг;
- Ограниченная ответственность акционера. Акционер сам определяет приемлемый для него уровень риска;
- Долгосрочное существование;
- Профессиональная основа управления.

Недостатки корпорации

- Усиление экономической власти корпораций на отраслевых рынках и их монополизация;
- Открытость и прозрачность акционерного общества - усилия для сохранения его конкурентоспособности;
- Эффективный контроль за наемным менеджментом со стороны собственников;
- Усложняется процесс принятия решений в компании;
- Возможность поглощения или смены контроля над компанией;
- Выход на публичный рынок требует значительных денежных затрат (IPO);
- Соответствие не только количественным, но и качественным показателям (открытость информации, внедрение системы корпоративного управления);
- Обеспечение приемлемого курса акций и выплата дивидендов;
- Поддержание курса акций и выплата дивидендов.

Совершенствования Гражданского Кодекса РФ



Публичное общество

- **Акционерное общество**, акции которого и ценные бумаги, конвертируемые в его акции, публично размещаются (путем открытой подписки) и /или публично обращаются на условиях, установленных законом о ценных бумагах.
- Состав участников неограничен и динамично меняется.
- Императивные нормы регулирования – предписывают однозначные правила поведения (незначительная свобода внутрикорпоративной самоорганизации).

Этапы создания публичного общества

- Фиксация в ЕГРЮЛ статуса публичной корпорации;
- Приведение внутрикорпоративных отношений в соответствие с законом и требованиями биржи;
- Эмиссия по публичному размещению ценных бумаг или вывод их на публичное обращение.

Требования к публичному обществу

- *Обязательно наличие:*
 - Общего собрания участников;
 - Коллегиального органа управления (СД);
 - Единоличного исполнительного органа;
 - Ревизионной комиссии (ревизора).
- *Повышенная транспарентность.*

Непубличные общества

- хозяйственные общества, основанные либо на акциях, которые не выходят на организованный рынок обращения, либо на малооборотном активе – доле в уставном капитале ООО;
- небольшой и фиксированный состав участников;
- регулирование диспозитивными нормами - позволяют устанавливать правила взаимодействия по усмотрению участников корпорации;
- не должно отражать свой непубличный статус в фирменном наименовании (просто «АО»).

Особенности непубличного общества

- **Обязательно наличие следующих органов:**
 - Общего собрания участников;
 - Единоличного исполнительного органа.
- **Возможность совмещения одним органом функций нескольких органов** (Возможность закрепления функций коллегиального исполнительного органа полностью или частично за коллегиальным органом управления (советом директоров) или возможность передачи этих функций единоличному исполнительному органу).
- **Могут быть установлены ограничения на оборот акций** (преимущественное право на покупку, необходимость согласия на продажу).

Переименование

- ОАО и ЗАО, существующие после 01.09.2014 приводят положения о фирменном наименовании, содержащиеся в уставе, в соответствие закону при первом внесении изменений в устав;
- Как правило: ЗАО соответствует неПАО;
- Однако, ОАО не всегда автоматически приобретает публичный статус.

Организация акционерного общества

- Учреждение;
- Реорганизация существующего юридического лица (слияние, разделение, выделение).

Этапы учреждения АО



Учредители (первичная закрытая эмиссия акций)

- Коммерческие организации;
- Субъекты малого предпринимательства;
- Физические лица;
- Финансово-кредитные организации;
- Федеральные органы исполнительной власти;
- Органы исполнительной власти субъектов РФ;
- Органы местного самоуправления;
- Некоммерческие организации.

Реестродержатель (регистратор) 37 организаций

- профессиональный участник рынка ценных бумаг, осуществляющий деятельность по ведению реестра владельцев ценных бумаг на основании договора с эмитентом. (лицензия, выданная Центральным банком РФ);
- С 1 октября 2014 года установлен запрет на самостоятельное ведение реестра акционеров эмитентами;
- Вносятся сведения о зарегистрированных владельцах ценных бумаг с указанием количества, номинальной стоимости и категории принадлежащих им акций и других именных ценных бумаг;
- Открывает каждому акционеру или номинальному держателю акций лицевой счет, в котором отражаются все юридические действия, относящиеся к соответствующим акциям (отчуждение, залог и др.);
- Акционер может потребовать от реестродержателя предоставления ему выписки из реестра, подтверждающей количество и номинальную стоимость имеющихся у него акций. Реестродержатель обязан предоставить акционеру выписку;
- Если акционер обладает более чем 1% голосующих акций общества, то реестродержатель обязан также предоставить ему данные об имени (наименовании) других указанных в реестре акционеров и о количестве, категориях и номинальной стоимости имеющихся у них акций.

Учредительное собрание

- Протокол;
- Договор о создании акционерного общества;
- Устав АО;
- Избрание органов управления АО;
- Порядок формирования Уставного Капитала;
- Утверждению денежной оценки вещей, имущественных и других прав, имеющих денежную оценку, вносимых учредителями в оплату акций;
- Договариваются о категориях и типах выпускаемых акций, их номинальной стоимости и порядке оплаты.

Устав АО

- Документ, с которым закон связывает государственную регистрацию и существование общества как юридического лица.
- Положения устава: обязательные и возможные.
- Обязательные:
 - Наименование;
 - Место нахождения;
 - Тип;
 - Права акционеров;
 - Размер уставного капитала;
 - Структура органов управления АО;
 - Порядок принятия решения органами АО (голосование, организация);
 - Перечень вопросов, решения по которым принимаются квалифицированным большинством или единогласно;
 - Порядок и проведение ОСА.

Уставной капитал АО

- Объем кредита, предоставленный собственником своему предприятию, стартовый капитал.
- Величина, которая фиксируется в денежном выражении в учредительных документах общества и показывает минимальную стоимость имущества, которым общество гарантирует интересы контрагентов, вступающих в отношения с обществом.
- Определяется учредителями общества с учетом требований закона к минимальному размеру.
- Минимальный размер АО - 10 000 рублей (*Минимальная сумма должна быть внесена деньгами. Если же размер УК более 10 000 рублей, то, все вносимое сверх минимума может быть в виде имущества или ценных бумаг*);
- Минимальный размер ПАО – 100000 рублей.

Государственная регистрация

- Заполненная форма Р11001 (подпись заявителя заверяется нотариально);
- Устав АО в двух экземплярах;
- Протокол или решение (о создании непубличного АО);
- Квитанция об оплате госпошлины;
- Документы, подтверждающие право собственности на юридический адрес или гарантийное письмо от собственника, когда предполагается аренда места нахождения;
- Нотариальная доверенность, если документы подаются представителем;
- Отчет оценщика в оригинале;
- Заявление на УСН, если предполагается применение этой налоговой системы.

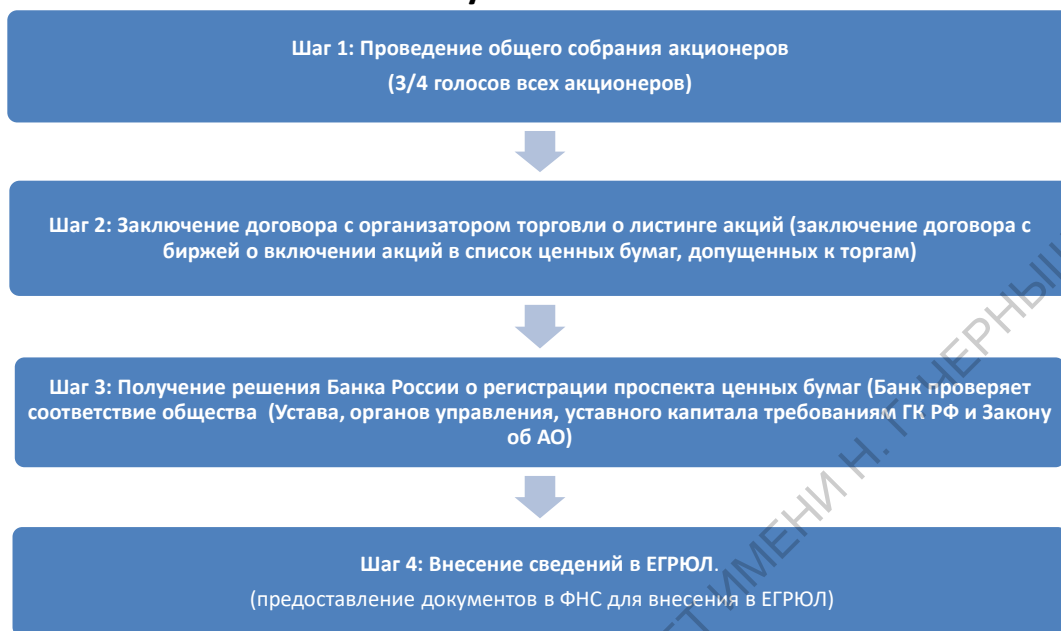
Факт создания АО

- АО считается созданным с момента внесения регистрирующим органом записи в Единый государственный реестр юридических лиц (ЕГРЮЛ)!!!

Регистрация эмиссии

- Осуществляет эмиссию ЦБ РФ.;
- В течение 30 дней с момента регистрации непубличного АО и внесения соответствующей записи в ЕГРЮЛ;
- При размещении акций в момент «рождения» компании ценные бумаги размещаются путем распределения между учредителями, при этом дата размещения – дата гос. регистрации АО;
- Документы (15 п.).

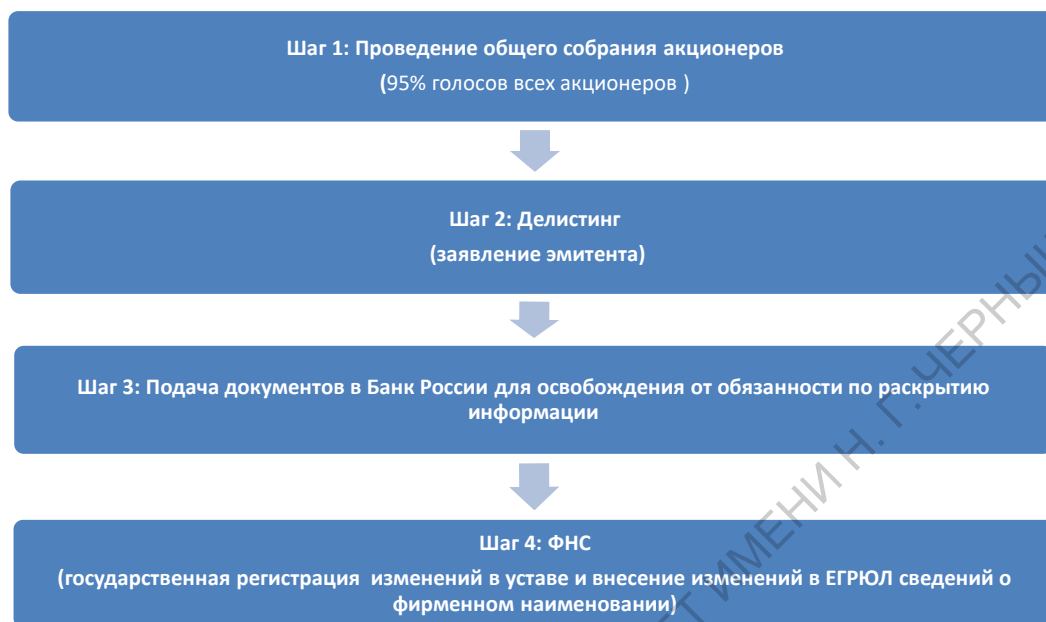
Алгоритм смены статуса общества с непубличного на публичный



Дополнительные издержки публичного АО

- необходимость раскрытия информации;
- составления МСФО;
- привлечение независимых директоров;
- создание комитетов совета директоров;
- невозможность воспользоваться диспозитивным регулированием, предусмотренным для непубличных АО.

Алгоритм смены статуса общества с публичного на непубличный



Шаг 1: Проведение общего собрания акционеров

- о внесении в устав публичного АО изменений, исключающих указание на то, что общество является публичным;
- об обращении общества в Банк России с заявлением об освобождении его от обязанности раскрывать информацию, предусмотренную законодательством о ценных бумагах;
- в случае если акции прошли процедуру листинга (допущены к организованным торгам), также принимается решение об обращении на биржу с заявлением о делистинге акций.

Ограничения

- процент необходимых голосов очень высокий и подчас, невыполнимый, например, при наличии «мертвых душ» в реестре акционеров;
- общая сумма средств, направляемых обществом на выкуп акций, не может превышать 10% стоимости чистых активов общества на дату решения.

ЛЕКЦИЯ 2.

СУЩНОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1. Понятие корпоративного управления
2. Эволюция взглядов зарубежных исследователей на корпоративное управление

Агентская теория

- Американские экономисты М. Дженсен и У. Меклинг в 1976 г. ;
- Менеджеры выполняют предпринимательскую функцию, а собственники поставляют капитал;
- Отсутствие общности индивидуальных целей. Конфликт интересов «агент-принципал» (менеджер - собственник).;
- Агент располагает информационным преимуществом;
- Невозможно определить степень влияния прилагаемых менеджером усилий на положение корпорации;
- Проявления оппортунизма агентов: недобросовестность, нерациональность использования ресурсов, прямое воровство, мошенничество путем перевода активов, пассивность, неадекватное принятие рисков и управление рисками;
- Агентские издержки — эта та величина потерь для инвесторов, которая связана с разделением прав собственности и контроля, с несопадением интересов собственников капитала и агентов - управляющих этим капиталом.

Пути минимизации агентских издержек

- Повышение информационной прозрачности (абсолютная прозрачность невозможна);
- Механизмы стимулирования агента (принципы «кнута» и «пряника»);
- Совет директоров компании - промежуточное звено отношений «собственник - менеджер»;
- Развитие рынка корпоративного контроля (слияния - поглощения).

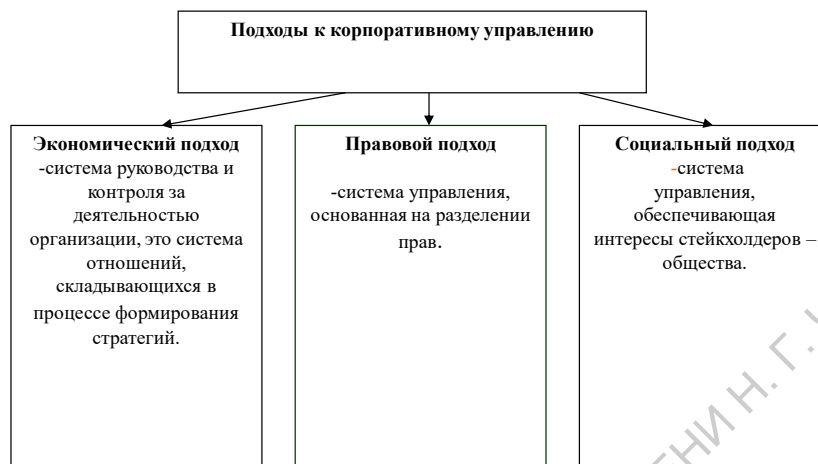
Теория соучастников

- Теория несовпадения интересов корпорации с интересами общества;
- Корпорация практически никому не подотчетна и не учитывает интересы людей (налогоплательщиков, будущего поколения);
- Корпорация имеет определенные обязательства по отношению как к своим акционерам, так и к различным заинтересованным группам - стейкхолдерам (stakeholders): сотрудникам, клиентам, поставщикам и др.

Понятие корпоративного управления Corporate Governance

- Корпоративное управление – это процесс, в соответствии с которым корпорация представляет и обслуживает интересы инвесторов;
- Корпоративное управление - система руководства и контроля за деятельностью организации, основанной на разграничении прав собственности и прав управления и обеспечивающая баланс интересов всех финансово – заинтересованных сторон: акционеров, менеджеров, внешних кредиторов, наемных работников, поставщиков и потребителей, различных уровней государственного управления;
- Корпоративное управление - это система отношений, складывающихся в процессе формирования стратегий и их реализации на тактическом уровне между собственниками (акционерами) компании, руководителями высшего звена (директорами), менеджерами нижестоящих уровней, а также другими заинтересованными лицами (стейкхолдерами), направленная на обеспечение устойчивого развития компании и максимально полное удовлетворение интересов всех заинтересованных лиц .

Подходы к корпоративному управлению

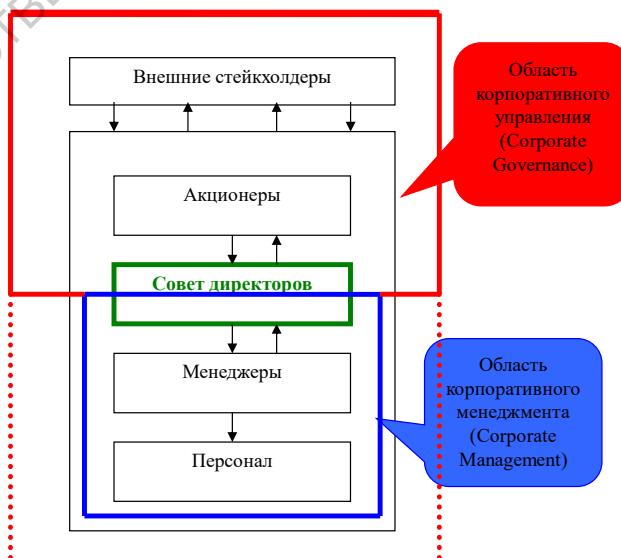


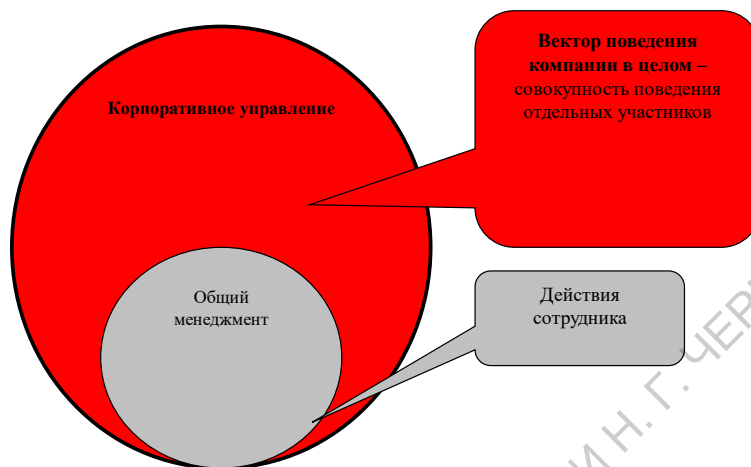
Корпоративное управление – это комплексное понятие

- Нормативно-юридический (законодательство, корпоративные стандарты, профессиональные кодексы);
- Организационный (структура компании и ее органов управления, состав и функции совета директоров, подбор и расстановка управленческих кадров);
- Информационный (технологии сбора, обработки, хранения и представления управленческой информации);
- Культурно-этический (корпоративные ценности, корпоративная культура, социальная роль бизнеса).

Соотношение «корпоративный менеджмент» (Corporate Management) и «корпоративное управление» (Corporate Governance)

- «корпоративный менеджмент» - деятельность профессиональных специалистов в ходе проведения деловых операций, то есть деятельность исключительно менеджеров;
- «корпоративное управление» - система отношений между множеством экономических субъектов,, имеющих отношение к самым разным аспектам функционирования корпорации;
- -управление поведением исполнителя (высшего должностного лица компании) принципалами.





Понятие корпоративного управления

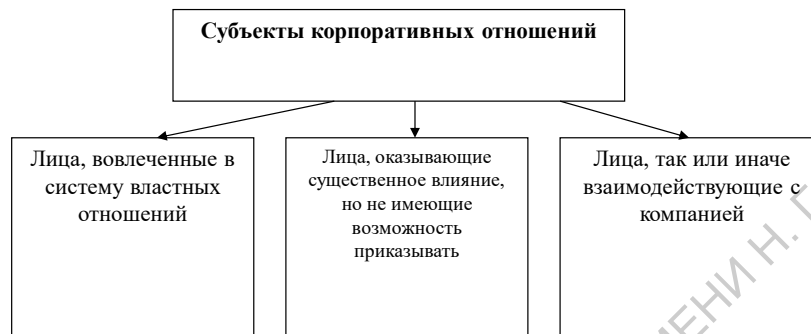
С управленческой точки зрения

корпоративное управление - механизм осуществления властных полномочий со стороны акционеров, менеджеров и других участников бизнеса

С точки зрения экономической теории

корпоративное управление система корпоративного управления - средство минимизации издержек, связанных с разрешением конфликта интересов

- Корпоративное управление как научная и учебная дисциплина рассматривает методы, принципы и инструменты управления деятельностью корпорации в условиях, когда субъект осуществляет управленческое воздействие, находясь вне системы властных отношений корпорации, в которой действует такой инструмент управления, как приказ



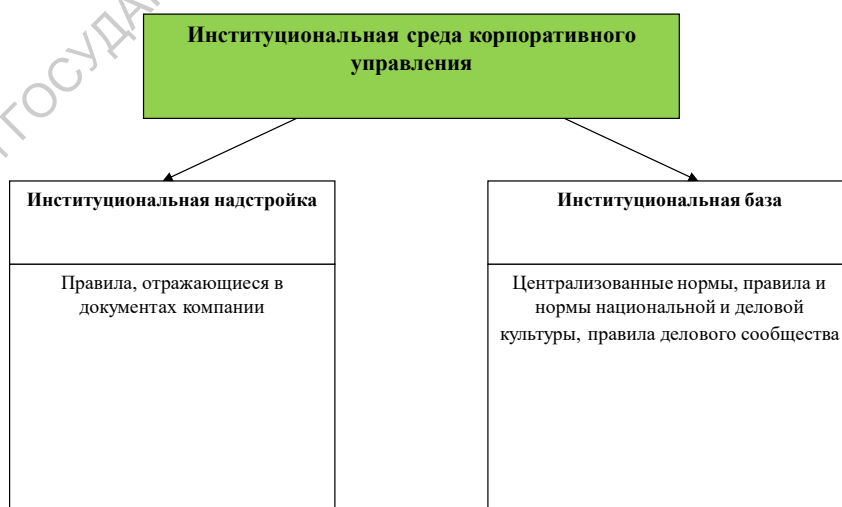
Объект корпоративного управления - корпоративные конфликты

- конфликты между акционерами и менеджерами;
- конфликты между крупными и миноритарными акционерами;
- конфликты между корпорацией (акционерами, менеджерами) и внешними стэйкхолдерами (поставщиками, потребителями, кредиторами, государством);
- конфликты между акционерами и менеджерами компании, с одной стороны, и работниками компании, с другой;
- конфликты в рамках враждебных поглощений и захватов, как способа перераспределения пучков правомочий.

Институциональный подход к корпоративному управлению

- Корпоративное управление – это система правил и институтов, которые определяют контроль и направление развития корпорации, взаимоотношения между основными участниками корпорации;
- Корпоративное управление – это система правил и стимулов, побуждающих управленцев компании действовать в интересах акционеров.

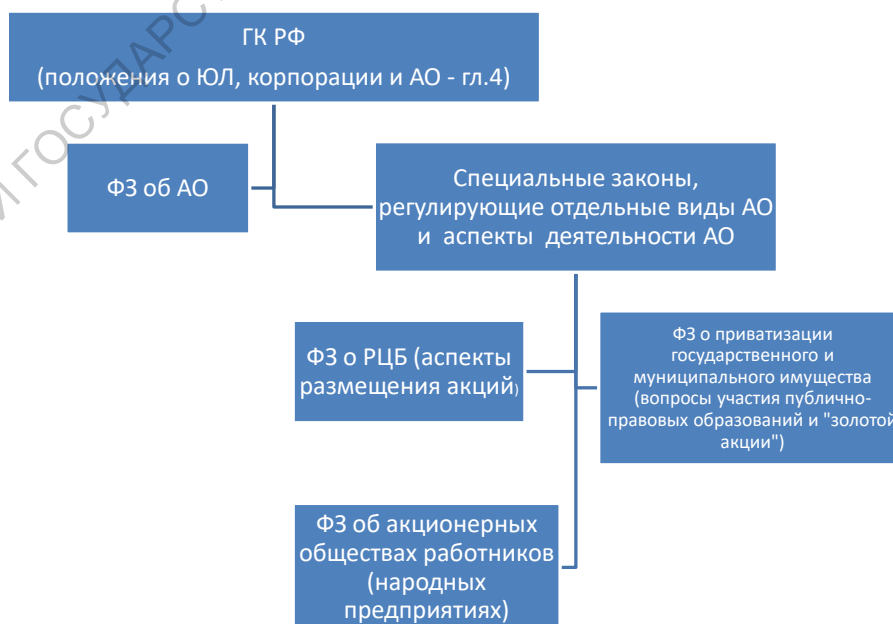
Институциональный аспект корпоративного управления



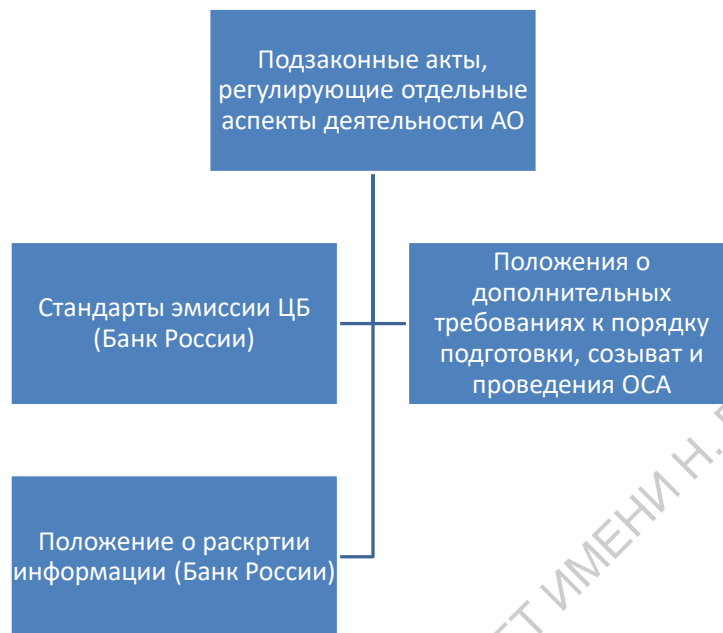
Институциональная среда корпоративного управления

- это комплекс социальных институтов, действующих в корпорации и определяющих правила взаимодействия субъектов в процессе обмена ресурсами.

Институциональная база



Институциональная база



Институциональная надстройка

- организационная структура,
- кодекс корпоративной этики,
- кодекс корпоративного поведения компании,
- корпоративная культура.

Интеграционный подход к корпоративному управлению

- Корпорация- организационно - экономическая система большого размера, объединяющая несколько юридических лиц для совместной деятельности. (Холдинги или группы организаций);
- Корпоративное управление - система отношений между взаимодействующими хозяйствующими субъектами по поводу субординации и гармонизации их интересов, достижения целей, совместной деятельности, взаимоотношений с внешними заинтересованными лицами, обеспечения синергии.

Стоимостной подход к корпоративному управлению

- Цель корпоративного управления – увеличение благосостояния акционеров;
- Принцип корпоративного управления - принцип управления стоимостью компании (value based management, VBM);
- Модель VBM - система новых принципов финансового анализа, нацеленная на выявление изменений в инвестиционной стоимости компании путем оценки созданной за год экономической прибыли;
- Инновация модели VBM – оценка созданных прибылей, рассчитанных бухгалтерским способом, через призму рисков, сопоставление с требуемой за риск доходностью или затратами на капитал.

Цель корпоративного управления

- обеспечение притока инвестиций с меньшей стоимостью;
- увеличение доли на рынке;
- максимизация выплачиваемых дивидендов акционерам;
- увеличение капитализации компании в долгосрочной перспективе;
- увеличение благосостояния акционеров;
- удовлетворение интересов стейкхолдеров.

Критерии эффективности корпоративного управления

- Степень соблюдения прав акционеров;
- Эффективность деятельности совета директоров, правления и других элементов системы корпоративного управления;
- Характер и степень раскрытия информации и прозрачность компании;
- Степень КСО;
- Степень приверженности принципам и кодексу корпоративного управления.

Принципы корпоративного управления ОЭСР

№	Принципы	Содержание
1	Соблюдение прав акционеров	Надежные методы регистрации права собственности. Доступность информации о корпорации. Участие в голосовании на общих собраниях акционеров. Участие в выборах руководящих органов корпорации. Долевое участие в прибылях компании. Право на отчуждение и передачу акций.
2	Равноправие акционеров-справедливость	Одинаковое отношение ко всем акционерам одной категории. Обыкновенные акции голосуют по формуле: «одна акция – один голос»
3	Подконтрольность руководства корпорации	Выборность совета директоров, не являющихся менеджерами компании. Подотчетность совета директоров и менеджеров компании акционерам. Независимость контрольных органов компании.
4	Прозрачность	Прозрачная структура собственности. Открытость информации о финансах. Прозрачность производственно-хозяйственной деятельности и принимаемых решений.
5	Лояльность	Соблюдение законов страны, в которой работает корпорация. Сотрудничество с государственными органами управления.

Результаты внедрения системы корпоративного управления в компании:

- Сокращение корпоративных конфликтов;
- Более широкий доступ к капиталу (эмиссия акций, низкие процентные ставки по займам);
- Снижение инвестиционных рисков;
- Большая финансовая устойчивость компаний;
- Рост благосостояния акционеров (капитализации компании);
- Упорядочивание бизнес – процессов в компании;
- Минимизация количеств судебных разбирательств, исков акционеров, хозяйственных споров;
- Повышение доверия общественности к компании.

Эволюция взглядов зарубежных исследователей на корпоративное управление

• 1 этап: 1932 г.

- А. Берли и Ж. Минз (1932) «Современная корпорация и частная собственность» – проблема разделения собственности и контроля;
- Эмпирические исследования - анализ эффективности различных структур и форм собственности;
- Основная часть исследования по англосаксонским странам, финансово устойчивым;
- Методология – сравнительный финансовый анализ;
- Однозначных выводов относительно эффективности определенных структур и форм собственности не получено;
- Сосредоточение внимания на внутренних проблемах корпораций в ущерб внешним механизмам (рынок корпоративного контроля);
- Контрактная теория фирмы 1937 г. (детальная регламентация деятельности топ – менеджмента, прописанной в контракте).

Эволюция взглядов зарубежных исследователей на корпоративное управление

• 2 этап 1980 г.

- Исследование влияния корпоративного управления на рост капитализации компаний;
- Исследования основных элементов корпоративного управления в прикладных аспектах (рынка корпоративного контроля, совета директоров, системы мотивации менеджеров);
- Высокая привязка исследований к действующим национальным параметрам функционирования внутренних механизмов корпоративных систем;
- Методология – системный и институциональный анализ.

Эволюция взглядов зарубежных исследователей на корпоративное управление

• 3 этап 1997 г.

- 1997 г. Пилотная работа Рафаэля Ла Порта - революция Ла Порта;
- Правовая система - важный внешний механизм корпоративного управления;
- Исследования - эмпирический анализ влияния различных правовых систем на эффективность деятельности и стоимость компании;
- Влияние правовых систем и институтов на величину агентских издержек;
- Методология – сравнительный правовой анализ;
- 2002 г. Критика М. Рое – упущенные экономические переменные корпоративного управления (конкуренция).

Эволюция взглядов зарубежных исследователей на корпоративное управление

• 4 этап 1999 г.

- 1999 г. Комплексный подход исследования корпоративного управления (внутренние и внешние механизмы);
- 1999 г. Применением рейтинговых оценок корпоративных систем, агрегирующих влияние внутренних механизмов;
- В моделях упущено влияние внешних механизмов корпоративного управления;
- 1999 г. Сравнительный анализ развитых корпоративных систем и переходных моделей корпоративного управления;
- Методология – комплексный анализ.

**ЛЕКЦИЯ 3.
СИСТЕМА КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ**

Собственник предполагает отойти от оперативной работы

- по собственной инициативе дать возможность управлять компанией;
- сформировать подконтрольные возможности влияния.
- получить риски неконтролируемого влияния значимых участников корпоративных отношений.

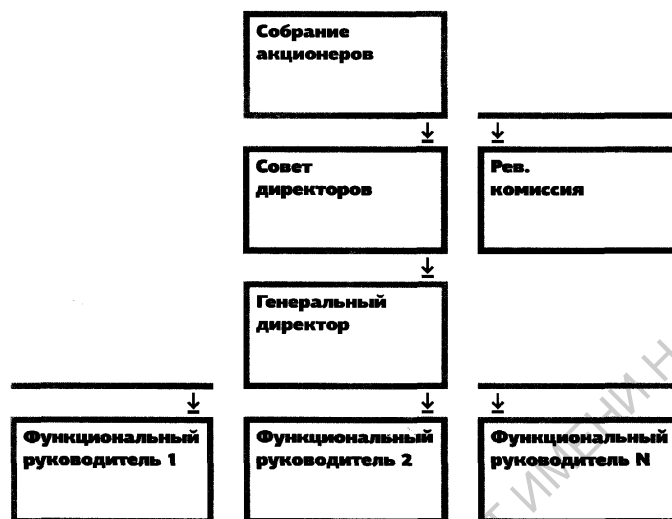
Необходимость системы корпоративного управления

- Собственник:
 - ограничить свое участие в принятии решений,
 - не потерял контроль над бизнесом.
- Позволяет продвигать собственнику свою позицию;
- Состояние компании определяется значением ее параметров как корпоративной системы. **(Корпоративная динамика).**

Цель системы корпоративного управления

- сокращение корпоративных конфликтов;
- повышение стоимости бизнеса и благосостояния акционеров;
- максимальное удовлетворение интересов всех стейкхолдеров.

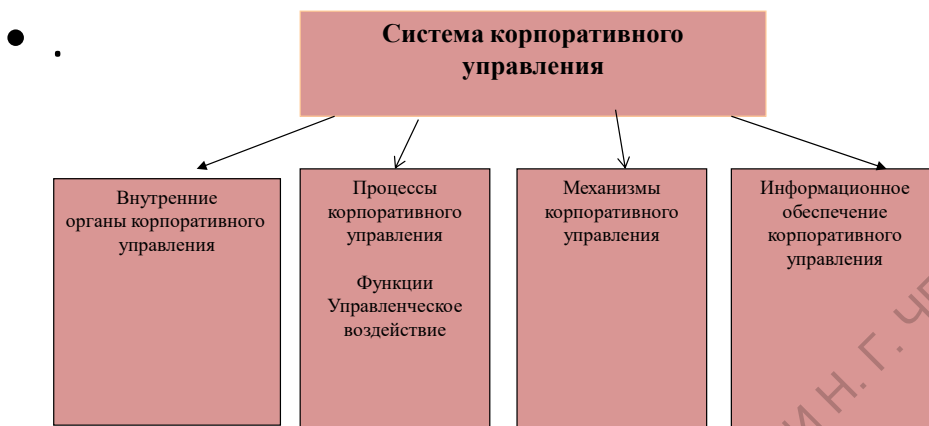
Стандартная схема системы корпоративного управления



Система корпоративного управления

- совокупность закрепленных в корпоративном законодательстве, внутренних документах акционерного общества правил и процедур, регулирующих корпоративные отношения, а именно:
 - определяющих структуру, компетенцию и порядок работы органов управления компании,
 - вопросы раскрытия информации,
 - порядок принятия важнейших управленческих решений,
 - порядок совершения действий, затрагивающих права и имущественные интересы акционеров.
- целостность организационных элементов, призванная урегулировать не только взаимоотношения между менеджерами и владельцами и минимизировать агентские издержки, но и согласовывать цели всех стейкхолдеров, обеспечивая эффективное функционирование компании

Элементы системы корпоративного управления



Элементы системы корпоративного управления

- органы;
- процессы;
- люди, обладающие знаниями, необходимыми для реализации процессов;
- документы.

Элементы системы корпоративного управления



Система корпоративного управления компании

- *Органы корпоративного управления* – совет директоров, комитеты совета, исполнительный орган (единоличный и/или коллегиальный - правление), корпоративный секретарь, служба внутреннего аудита и контроля и др.;
- *Политики корпоративного управления* – прав собственности, информационная, дивидендная, мотивационная менеджмента, вознаграждения совета директоров, оценки органов управления и контроля, закупочная, корпоративной социальной ответственности, корпоративной этики, оценки корпоративного управления в целом и ее элементов и др.;
- *Процедуры корпоративного управления* – регламенты работы органов корпоративного управления, процедуры реализации политик корпоративного управления.

Элементы системы корпоративного управления



Участники корпоративных отношений на микроуровне

Акционеры
Общее собрание акционеров
Совет директоров (наблюдательный совет)
Исполнительный орган (функция управления)
Владельцы облигаций
Аффилированные лица
Кредиторы
Стратегические инвесторы
Поставщики
Персонал
Посредники
Финансовые посредники
Консультанты
Независимые оценщики
Аудиторы
Контрольно-ревизионная служба
Аналитики
Ревизионная комиссия
Специализированный регистратор
Корпоративный секретарь
Региональные, местные органы власти

Участники корпоративных отношений на макроуровне

Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ России), экспертный совет по корпоративному управлению при Федеральной службе по финансовым рынкам (ФСФР) России
Всемирный банк
Фондовые биржи (Российская Торговая Система – РТС, Московская межбанковская валютная биржа ММВБ и др.)
Некоммерческое партнерство «Национальный совет по корпоративному управлению»
Комитет по корпоративному управлению при Российском союзе промышленников и предпринимателей (РСПП)
Российский институт фондового рынка и управления
Институт профессиональных директоров
Гильдия инвестиционных и финансовых аналитиков
Институт внутренних аудиторов
Российский институт директоров
Российский союз фондовых бирж
Институт корпоративного права и управления
Страховые организации (представляют услуги страхования ответственности директоров и менеджеров)
Ассоциация менеджеров
Ассоциация российских банков
Ассоциация независимых директоров
Российская ассоциация по защите прав инвесторов
Международные рейтинговые агентства (Standard & Poor's и др.)
Глобальный форум по корпоративному управлению
Арбитражный суд
Федеральная антимонопольная служба России

Информационное обеспечение системы корпоративного управления

- *Внешнее информационное обеспечение:* Гражданский кодекс Российской Федерации, Закон об акционерных обществах, Закон о рынке ценных бумаг, нормативные акты ЦБ России, правила листинга фондовой биржи.
- *Внутреннее информационное обеспечение:*
 - Устав,
 - Кодекс корпоративного управления компании,
 - Положение о совете директоров,
 - Положение о комитете по аудиту,
 - Положение о комитете по корпоративному управлению,
 - Положение о комитете по кадрам и вознаграждениям,
 - Положение о комитете по стратегическому планированию и финансам,
 - Положение об исполнительных органах,
 - Положение о корпоративном секретаре,
 - Положение об общем собрании акционеров,
 - Положение о дивидендной политике,
 - Положение об информационной политике,
 - Положение о ревизионной комиссии,
 - Положение об управлении рисками,
 - Положение о внутреннем контроле.

Внутренние документы

- принимаются компетентными органами управления в соответствии с законодательством;
- регулируют внутренние отношения в корпорации;
- имеют общий характер;
- являются обязательными для всех участников корпоративных отношений.

Основные черты внутренних документов

- основаны на законодательстве и иных правовых актах и не могут противоречить им;
- устанавливая внутренние процедуры (регламенты), обеспечивают исполнение норм законодательства и иных правовых актов;
- утверждаются компетентными органами управления хозяйственного общества в установленном порядке и не нуждаются в утверждении или одобрении какими-либо иными органами, в том числе органами государственного управления;
- в отличие от организационно-распорядительных документов (приказов, распоряжений руководителя, решений коллегиальных органов управления), имеющих индивидуально-определенный характер, содержат общие предписания и рассчитаны на многократное применение, т. е. распространяются на всех субъектов, участвующих в соответствующих отношениях: органы управления и контроля, акционеров (участников), работников, работодателя, структурные подразделения организации;
- учитываются судебными и иными правоохранительными органами при рассмотрении споров, вытекающих из внутренней деятельности организации.

Внутренние механизмы корпоративного управления

- Совет директоров;
- Конкуренция за доверенности от акционеров. (Акционер может участвовать в общем собрании как лично, так и через своего представителя. Представитель акционера участвует в общем собрании на основании доверенности, которая подтверждает данное право и удостоверяется нотариально. Акционер имеет право назначить своим представителем любое лицо);
- Менеджмент получает доверенность;
- Группа акционеров получает доверенность и меняет менеджмент.

Внешние механизмы корпоративного управления

- государственное регулирование (законодательство, процедуры банкротства, система бухгалтерского учета);
- рынок корпоративных ценных бумаг (пространство, организующее инвестиционные процессы, формирование рыночной цены);
- рынок корпоративного контроля (перемещение прав собственности и контроля).

- Цель банкротства - возмещение убытков кредиторам и передача неэффективно управляемой собственности в руки эффективных новых собственников.
- При осуществлении процедуры банкротства менеджмент и совет директоров теряют право контроля над компанией, которое переходит к назначаемому судом ликвидатору или конкурсному управляющему.

Результаты рассмотрения дела в суде о банкротстве

- ликвидация компании;
- смена собственника компании;
- продажа компании как имущественного комплекса;
- мировое соглашение с кредиторами;
- финансовое «оздоровление» компании.

Смена контроля через механизм банкротства в России - коррупция!

- Кредиторская задолженность (заинтересованная группа);
- Обращение в суд;
- Новый арбитражный управляющий, в сговоре с группой;
- Обращение к собственнику по поводу «мирового соглашения» на определенных условиях;
- Или банкротство «до конца»: имущество АО продается новым собственникам, деньги достаются кредиторам – вымогателям.

ЛЕКЦИЯ 4.

МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1. Национальная модель корпоративного управления
2. Англо-американская модель корпоративного управления
3. Германская модель корпоративного управления
4. Японская модель корпоративного управления

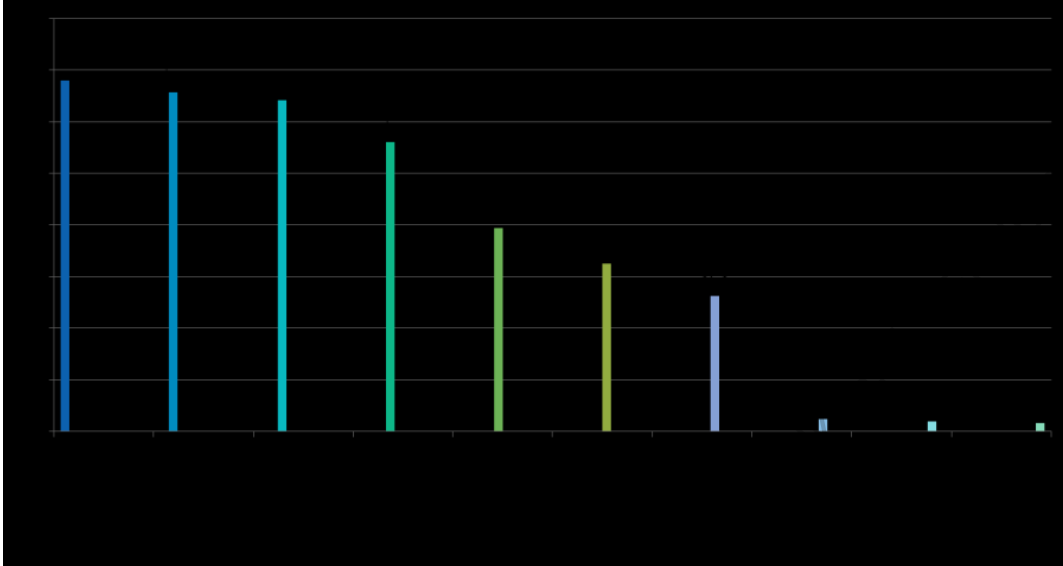
Национальная модель корпоративного управления

- целостное единство элементов:
 - механизмов корпоративного контроля,
 - порядка принятия решений,
 - степени воздействия рынка капитала на внутреннее управление компании,
- находящихся в тесной взаимосвязи с действующей в экономике
 - финансовой системой,
 - хозяйственным законодательством,
 - нормами экономического поведения населения, сформированными предшествующим экономическим развитием.
- содержит в себе не все черты корпоративного управления,
- определяет круг доминирующих участников корпоративных отношений.

Факторы модели корпоративного управления

- условия развития экономики данной страны;
- исторические традиции хозяйственной жизни;
- законодательная база;
- укоренившиеся в обществе ценности;
- отношения собственности (кто является доминирующим собственником, степень концентрации собственности);
- отношения контроля (кто реально осуществляет контроль над корпорацией, механизмы формирования совета директоров, правления, акционеров, других стейкхолдеров).

Мажоритарные акционеры в компаниях, акции которых торгуют на биржах



Основные типы моделей корпоративного управления

- Англо – американская –променеджерская (manager - oriented);
- Германская – в интересах работников (labor - oriented);
- Японская – прогусадарственная (state –oriented).

Основные элементы модели корпоративного управления

- Ключевые участники акционерного общества;
- Механизм взаимодействия между ключевыми участниками (механизм корпоративного управления): аутсайдерская модель, инсайдерская модель, смешанная модель;
- Структура владения акциями в конкретной модели;
- Состав совета директоров (советов – в немецкой модели);
- Законодательные рамки;
- Требования к раскрытию информации для корпорации.

Аутсайдерская модель корпоративного управления (Великобритания, США, Австралия, Канада, Новая Зеландия)

- «рыночная», рынок капитала;
- акционерный капитал распылен;
- уверенность у акционеров, не владеющих контрольным пакетом;
- совет директоров и менеджеры подотчетны акционерам,
- надежная информация у инвесторов;
- кредитование предприятий банками краткосрочное и незначительное.

Инсайдерская модель корпоративного управления (Германия)

- формируется вокруг головного банка;
- высокая зависимость компании от банковского капитала;
- высокий коэффициент задолженности по отношению к собственному капиталу;
- рынок корпоративного контроля менее развит,
- выборочный обмен информации между инвесторами (банк и заемщик).

Смешанная модель корпоративного управления (Япония)

- Инсайдерская: реальное влияние на принятие решений оказывают ФПГ, головной банк группы и государство;
- Аутсайдерская: требования к раскрытию информации.

Англо - американская модель

- Великобритания;
- США;
- Австралия;
- Канада;
- Новая Зеландия.

Принципы модели

- Разделение имущества и обязательств корпорации и собственников (акционеров);
- Разделение прав собственности и контроля над корпорацией;
- Достижение соответствия между индивидуальными целями вкладчиков капитала и целями экономического развития общества;
- Максимизация богатства акционеров происходит через максимизацию рыночной стоимости акций компании;
- Широко рассеянная акционерная собственность. Все акционеры пользуются равными правами.

Основные участники корпоративных отношений

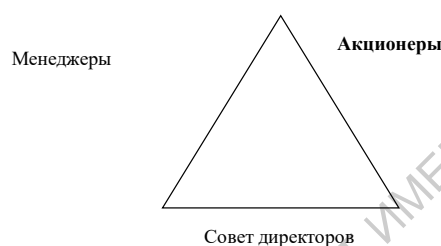
- Акционеры;
- Совет директоров;
- Менеджеры компании.

Банки

- **Закон Гласса-Стигала (1933):** запрещено банкам владеть более, чем 5% голосующих акций любой несберегательной компании, или каким-нибудь иным способом контролировать промышленную фирму;
- не могут участвовать в капитале компании;
- не могут вовлекаться во внутренние процедуры управления;
- не могут воздействовать на подбор высшего управленческого звена;
- осуществляют внешний контроль над использованием заемных средств;
- пенсионным фондам, контролирующим около 2/3 акционерного капитала, находящегося в распоряжении нефинансовых организаций, запрещено иметь более 10% акций одной компании;
- отмена запретов в марте 2000 г.

Механизм взаимодействия между ключевыми участниками

- **Треугольник корпоративного управления.**
- совет директоров компании;
- материальное вознаграждение менеджеров;
- рынок ценных бумаг;
- развитый рынок корпоративного контроля.



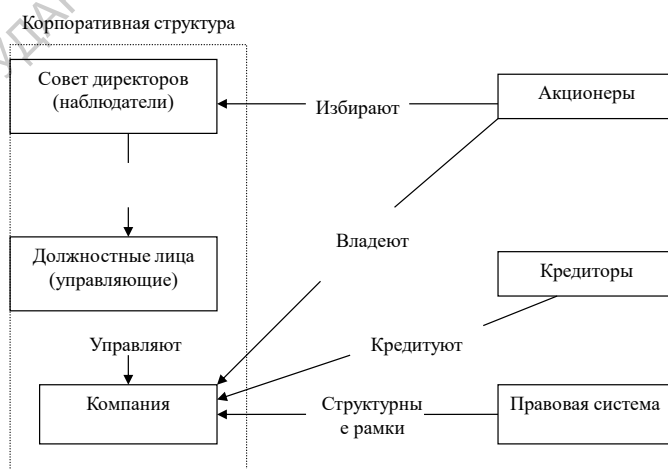
Структура владения акциями в конкретной модели

- частные лица (индивидуальные инвесторы) владеют в среднем 50 % капитала;
- финансовые институты - 40%;
- прочие инвесторы 10%;
- с 1950-х г. возрастает роль институциональных инвесторов (*акционеров*): пенсионные и инвестиционные фонды, страховые компании;
- 90-е г. институциональные инвесторы в США – 53,3%, в Великобритании -61%.

Совет директоров

- основной орган корпоративного управления,
- 3-15 человек;
- «внутренние» и «внешние» - независимые директора (представителей собственников);
- контролирует все назначения, процедуры голосования, финансовое состояние компании, использование капитала, решение общекорпоративных вопросов, соблюдение корпоративного законодательства;
- избирает генерального директора и наделяет его полномочиями для формирования всей управленческой команды;
- Комитеты:
 - По вознаграждениям и заработной платы,
 - По аудиту (ревизионный комитет),
 - Финансовый,
 - Избирательный,
 - По оперативным вопросам,
 - По корпоративной стратегии,
 - По связям с общественностью (PR).

Англо-американская модель корпоративного управления (однозвенная структура)



Законодательная база

- эффективная судебная система;
- развитое корпоративное законодательство;
- миноритарный акционер добивается реализации собственных прав.

Раскрытие информации

- высокая степень обязательного раскрытия финансовой информации;
- публикуется ежеквартально (в США);
- данные о выплатах каждому из пяти наиболее высокооплачиваемых руководителей;
- справка о прежней деятельности назначаемых директоров,
- данные о структуре капитала;
- сведения о вознаграждении исполнительных директоров,
- данные о всех акционерах, владеющих свыше 5% акционерного капитала;
- сведения о возможной реорганизации, слиянии,
- предполагаемые изменения в Уставе;
- имена лиц и компаний, приглашаемых для аудиторской проверки.

Права акционеров

- избрание директоров;
- назначение аудиторов;
- составление и применение плана выпуска опционов на приобретение акций служащими и руководством;
- реорганизация корпорации, слияния и поглощения,
- изменения и дополнения к уставу;
- в США акционеры не имеют права голосовать по размеру дивидендов, в Великобритании имеют право;
- имеют право вносить вопросы в повестку дня ежегодного общего собрания акционеров;
- акционеры, владеющие более 10% капитала корпорации, имеют право созывать внеочередное (чрезвычайное) собрание акционеров.

Преимущества модели

- Высокая степень мобилизации личных накоплений через фондовый рынок;
- Ориентация инвесторов на поиск сфер, обеспечивающих высокий уровень доходов;
- Основная цель бизнеса – рост стоимости компании;
- Высокая информационная прозрачность компаний;
- Высокая степень защиты миноритарных акционеров;
- Индекс антидиректора (Anti-director index)(Ла Порта) (оценивает правовую защищенность инвесторов разных стран). В США – самый высокий.

Недостатки модели

- Стоимость капитала слишком высока (высокие дивиденды);
- Искажение реальной стоимости активов фондовым рынком;
- Заработная плата и иные формы вознаграждения высшего руководства неоправданно быстро растут.

Германская модель корпоративного управления

- Германия;
- Австрия;
- Нидерланды;
- страны Скандинавии;
- Франция;
- Бельгия.

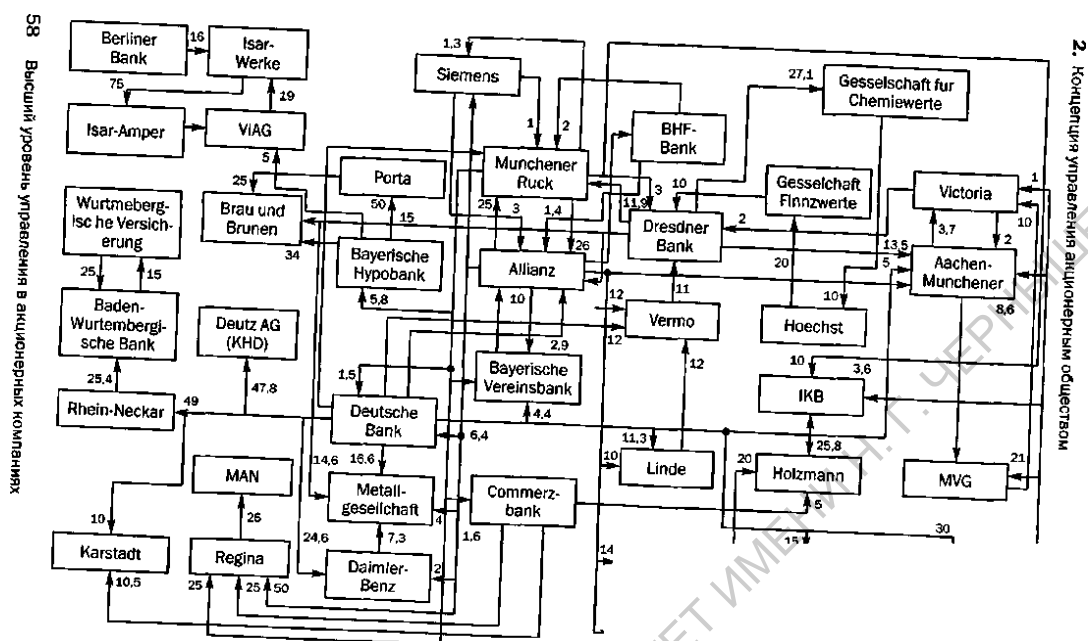
Основные участники корпоративных отношений

- Банки;
- Акционеры;
- Управляющие.

Банки

- являются собственниками крупных пакетов акций, до 80% всех голосов на собраниях акционеров;
- осуществляют жесткий мониторинг;
- осуществляют доверительное управление;
- проводят анализ кредитоспособности;
- участие в размещении облигационных займов;
- квалифицированно воздействуют на разработку и принятие решений компании;
- Кредитование;
- брокерские и консалтинговые услуги;
- прогнозирование;
- выполняют роль инвестиционного банка, осуществляя все работы, связанные с эмиссией акций.
- промышленные компании стремятся установить тесные отношения с одним из банков, «домашним» банком компании.
- у компании BMW «домашним» является Dresdner Bank;
- у Daimler-Benz, Bosch, Siemens – Deutsche Bank;
- голосование по акциям, находящимся на хранении в банках и полученным в качестве залога по кредитам.

Сеть перекрестного владения акциями в Германии



Структура владения капиталом

- финансовые институты- 70-80% капитала;
- индивидуальным инвесторам - 20%;
- прочим владельцам - 10%;
- структура собственности концентрированная и относительно стабильна;
- возможность поглощения ограничена;
- продажа крупных пакетов акций происходит на внебиржевом рынке в процессе индивидуальных переговоров.

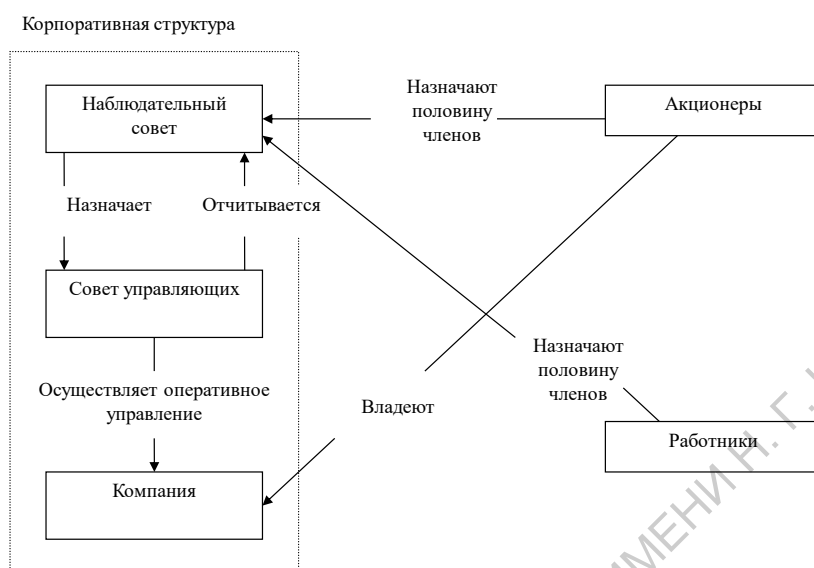
Механизм взаимодействия между ключевыми участниками

- акционеры - достаточно крупные держатели акций;
- миноритарии не оказывают влияние на рынке корпоративного контроля;
- акционеры твердо контролируют менеджмент компании,
- низкий уровень конфликтности;
- источник конфликтов - в плоскости контроля со стороны нефинансовых инвесторов и банков;
- роль рынка ценных бумаг, как внешнего контролера, значительно снижена;
- отсутствие необходимости в тесной связи вознаграждения менеджеров с рыночной ценой акций;
- слабое влияние материального стимулирования топ –менеджеров;
- мониторинг собственников замещает мониторинг рынка и дисциплинирующий эффект угрозы поглощения;
- на рынке корпоративного контроля покупаются только крупные пакеты акций (банками, компаниями).
-

Совет директоров

- Управленческий и наблюдательный советы (двухуровневая система руководства);
- В управленческий совет - правление (5 до 15 членов), управление финансами, персоналом, производством;
- Наблюдательный совет (9-20 человек) является механизмом реализации принципа социального взаимодействия. Ко-детерминация;
- Если в компании работает более двух тысяч человек, то 50% членов наблюдательного совета избирается трудовым коллективом;
- 30% мест принадлежит акционерам;
- 20% - у прочих участников;
- Наблюдательный совет – подбор, назначение и смена членов управленческого совета на 5 лет, утверждение баланса и годового отчета, определение дивидендной политики, утверждение основных капитальных затрат;
- Решения принимаются $\frac{3}{4}$ голосов;
- Проводится раз в месяц;
- Членство в советах двух уровнях четко разграничено: совмещение не допускается.

Германская модель корпоративного управления



Законодательная база

Федеральные законы:

- законы об акционерных обществах;
- законы о фондовых биржах;
- коммерческие законы;
- законы о составе наблюдательных советов.

Информация

- дважды в год – через 6 месяцев;
- о структуре капитала;
- о вознаграждении, выплачиваемом членам правления и наблюдательного совета;
- данные об акционерах, владеющих более 5% акций корпорации;
- сообщения о существенных фактах;
- предполагаемых дополнениях и изменениях в уставе;
- имена лиц или компаний, приглашаемых для аудиторской проверки;
- предлагаемые поправки к Уставу;
- существуют ограничения на доступ миноритариев к информации;
- для крупных акционеров ограничений нет.

Права акционеров

- обеспечивают распределение чистого дохода корпорации;
- утверждение решений правления и наблюдательного совета за прошедший финансовый год;
- выборы наблюдательного совета;
- назначение аудиторов;
- решения об осуществлении затрат;
- решения об изменении величины капитала;
- сотрудничество с филиалами;
- повышение верхнего предела вознаграждения членам наблюдательного совета.

Преимущества немецкой модели

- низкая стоимость привлечения капитала;
- ориентация инвесторов на долгосрочные цели;
- высокий уровень устойчивости компаний;
- сохранение традиций;
- социальная ответственность.

Недостатки германской модели

- незначительная роль фондового рынка как внешнего инструмента контроля;
- высокая степень концентрации капитала;
- недостаточное внимание к правам миноритарных акционеров;
- невысокая степень информационной прозрачности;
- ориентация на внутринациональный баланс интересов вступает в конфликт с интересами иностранных акционеров;
- несоблюдение принципа «ОА-ОГ».

Японская модель корпоративного управления

- Япония;
- Страны Юго-Восточной Азии.

Основные участники корпоративных отношений

- кэйрэцу (ФПГ);
- Банки;
- правительство страны.

Банки

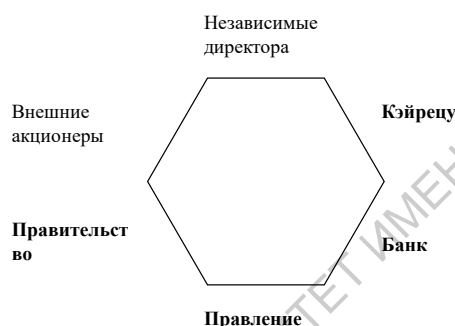
- шесть крупнейших банков;
- шесть горизонтальных финансово-промышленных групп (взаимосвязанные промышленные, торговые, страховые компании);
- выполняют функции:
 - кредитора,
 - крупного акционера (главный держатель акций корпорации),
 - финансового и инвестиционного политика.

Структура владения капиталом

- финансовые институты - 40%;
- индивидуальные акционеры -30%;
- нефинансовые организации 20%;
- прочим 10%;
- перекрестное владение капиталом;
- формальное разделение прав собственности и контроля;
- рынок акций целиком находится в руках финансовых организаций.

Механизм взаимодействия между ключевыми участниками

- независимых директоров мало;
- взаимодействие между участниками направлено на установление деловых контактов;
- большую роль играют различные неформальные объединения - союзы, клубы, профессиональные ассоциации (совещание президентов головных компаний - акционеров);
- слабое влияние материального стимулирования менеджеров.



Совет директоров

- многочисленный - около 50 человек;
- практически полностью состоит из внутренних участников (исполнительных директоров, управляющих, руководителей крупных отделов корпорации);
- процент независимых членов чрезвычайно низок;
- состав зависит от финансового состояния компании;
- назначение отставных чиновников министерств и ведомств в состав совета директоров компании;
- представители аутсайдеров редко встречаются в составе совета директоров.

[

Законодательная база

- Правительственные министерства традиционно осуществляют контроль за деятельностью корпорации;
- Ядро японского законодательства о фондовом рынке похоже на американское;
- Главные регулирующие органы: Бюро ценных бумаг Министерства финансов и Комитета по надзору за фондовыми биржами, учрежденный при Бюро в 1992 г.

Раскрытие информации

- финансовая информация публикуется за полугодия,
- о структуре капитала;
- сведения о каждом кандидате в совет директоров (имена и фамилии, занимаемые должности, отношения с корпорацией, владение акциями корпорации);
- данные о вознаграждениях, выплачиваемых исполнительным работникам и членам совета директоров;
- информация о возможном слиянии или реорганизации;
- о предлагаемых изменениях в уставе;
- имена лиц или названия компаний, предлагаемых к аудиторской проверке.

Права акционеров

- выплата дивидендов;
- выборы совета директоров;
- назначение аудиторов;
- изменение величины уставного капитала;
- принятие поправок к уставу;
- повышение верхнего предела вознаграждения директорам и аудиторам;
- вопросы слияния, поглощения и реорганизации.
- предложения акционеров являются сравнительно новым в Японии: акционер, владеющий 10% акций корпорации, может выступать с предложениями на ежегодном или внеочередном собрании акционеров.
- Собрание – это частично формальное мероприятие, и корпорации не приветствуют какие – либо возражения акционеров.

Преимущества модели

- низкая стоимость привлечения капитала;
- ориентация на долгосрочные цели;
- ориентация на высокую конкурентоспособность и рост рыночной доли;
- высокий уровень устойчивости компаний.

Недостатки модели

- сложность осуществления инвестиций;
- абсолютное доминирование банковского финансирования;
- слабая информационная прозрачность компаний;
- незначительное внимание к правам миноритарных акционеров.

Сравнительная характеристика моделей корпоративного управления

	Англо – саксонская модель	Японо – германская модель
<i>Инструменты на уровне фирмы</i>		
<i>Степень концентрации акционерной собственности</i>	Дисперсия акционерной собственности преимущественно между домашними хозяйствами и институциональными инвесторами.	Концентрация акционерной собственности и контроль со стороны банков.
<i>Перекрестное / неперекрестное владение акциями</i>	Незначительное перекрестное владение акциями.	Значительное перекрестное владение акциями.
<i>Участие банков</i>	Незначительное участие банков в акционерной собственности и операциях компании.	Значительное прямое и косвенное участие банков в акционерной собственности и значительное участие в операциях компаний (мониторинг, принятие решений, реструктуризация).
<i>Рынок корпоративного контроля</i>	Активный рынок корпоративного контроля (недружественные поглощения, борьба за голоса акционеров).	Отсутствие масштабного рынка корпоративного контроля
<i>Стимулирование менеджеров</i>	Сильное влияние материального стимулирования менеджеров.	Слабое влияние материального стимулирования менеджеров.
<i>Доля облигаций в заемных средствах</i>	Высокая доля облигаций в заемных средствах по сравнению с кредитом.	Низкая доля облигаций в заемных средствах по сравнению с кредитом.

Интеграционные процессы основных моделей корпоративного управления

- Японская модель:
 - ослабление влияния банков ,
 - масштабная реструктуризация корпоративного сектора,
 - стимулирование менеджеров через опционы на акции,
 - усиление роли рынка капитала.

Интеграционные процессы основных моделей корпоративного управления

- Немецкая модель
 - 1998 г. закон, запрещающий любые отклонения от принципа «одна акция — один голос»,
 - ограничивает права банков на использование голосования по доверенности,
 - разрешает применять в качестве компонента вознаграждения менеджеров опционы на акции.

Интеграционные процессы основных моделей корпоративного управления

- Американская модель
 - отмена многолетнего жесткого разграничения между коммерческими и инвестиционными банками и универсализация американских банков;
 - 2002 г. специальная группа по борьбе с корпоративным мошенничеством (Министерство юстиции, Комитет по ценным бумагам (SEC) и другие ведомства);
 - закон Сарбанеса-Оксли (новые требования к содержанию и срокам предоставления информации корпорациями, в том числе касающейся сделок с акциями, состояния внутренних систем контроля, качественного состава комитетов по аудиту).

ЛЕКЦИЯ 5.

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СЕМЕЙНЫХ БИЗНЕС- ГРУППАХ

Страны мира:

- Азия;
- Латинская Америка;
- Канада;
- Швеция;
- Швейцария;
- Италия;
- Франция.

Известные бизнес - группы мира

- династия Валленбергов в Швеции;
- династия Бронфманов в Канаде;
- семейная группа Порше в Германии;
- семейная группа Оппенгеймеров в Южной Африке;
- семейная группа Ли Кай Ши в Тайване;
- семейная группа Аньелли в Италии.

Семейная модель корпоративного управления (семейный капитализм)

- доминирование в экономике страны крупных бизнес - групп, контролируемых отдельной семьей;
- не менее 10% акций принадлежит одному инвестору (семье).

Основные черты

- управление крупнейшими корпорациями осуществляется членами одной семьи, и контроль над бизнесом полностью принадлежит ей;
- капитал концентрируется и распределяется по семейным каналам;
- семейная холдинговая компания контролирует целый ряд фирм, которые, в свою очередь, контролируют следующую группу компаний;
- инвесторы могут привлекаться, но они не получают большинства голосов ни в одной из фирм семейной группы;
- ориентация на высокую производительность и минимальный риск, что дает возможность получать устойчивую прибыль и выживать в долгосрочном периоде;
- наличие сильных советов директоров, невзирая на родственные связи, никто не может получить должность без необходимой квалификации.

Доля семейных компаний в развитых странах

<i>Страна</i>	<i>Доля семейных компаний, %</i>
Франция	32
Великобритания	30
Германия	30
США	10

Статистика

- более одной трети публичных компаний из списка 500 крупнейших фирм мира управляются семейными династиями;
- в странах Азии 15 ведущим семейным группам принадлежит более 20% активов публичных компаний;
- в большинстве стран Западной Европы 15 ведущих семейных групп контролируют также более 20% активов публичных компаний.

Механизмы контроля

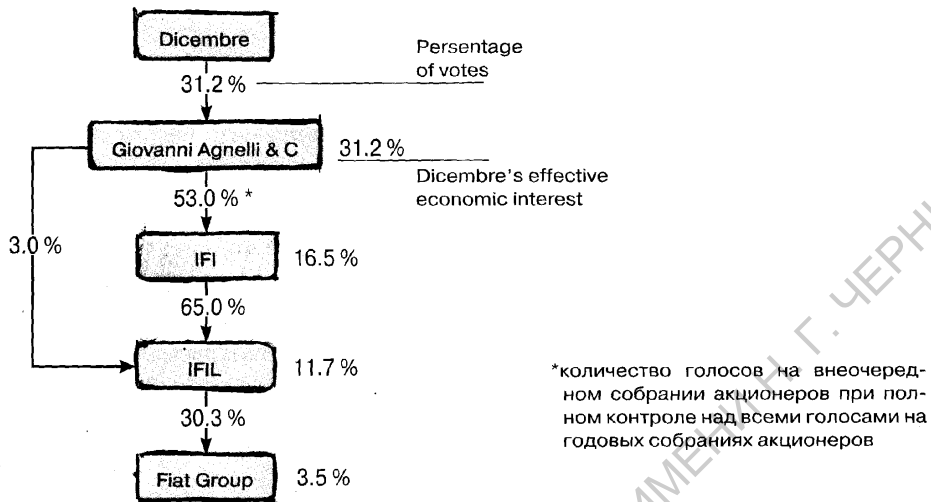
- выпуск двойного класса акций;
- пирамидальное построение самой группы;
- перекрестное владение акциями.

Выпуск двойного класса акций

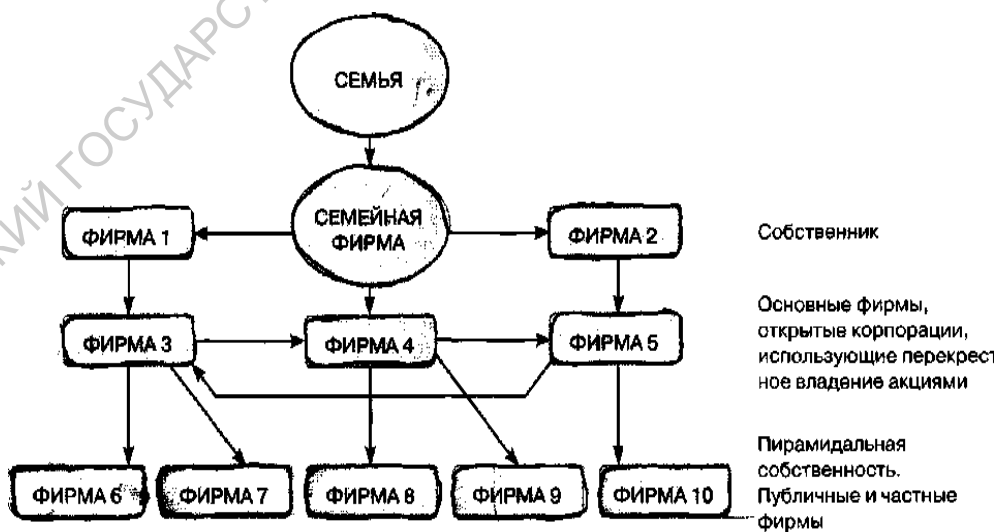
- Для обращения на бирже размещаются акции с меньшим количеством голосов на акцию, а семейная фирма владеет акциями с большим количеством голосов.;
- Если все акции компании имеют по одному голосу, то акции, принадлежащие семье, получают дополнительные преимущества (исключительное право при выборе членов совета директоров);
- Семьи Porsche и Piech, владея 50% акций германской компании Volkswagen, имеют полный контроль над ней .

Пирамидальное построение группы

РИСУНОК 1. Пирамидальное построение промышленной группы Аньелли⁷ (сентябрь 2006 г.)



Перекрестное владение акциями



Совет директоров

- Сильный совет директоров (члены совета являются экспертами в корпоративном управлении);
- Наличие нескольких независимых директоров;
- Все назначения — прерогатива членов семьи;
- Активное участие в решении оперативных вопросов и управлении портфелем бизнесов;
- Заседают по несколько дней;
- К руководящим должностям допускаются члены семьи, доказавшие свою компетентность.

Финансовая политика семейных групп

- Выплачивают меньшие дивиденды чем открытые компании;
- Консервативна политика в отношении объема задолженности: стремятся, чтобы соотношение задолженности к собственному капиталу составляло от 0 до 20%;
- Многие компании отказываются выступать гарантами по долгам дочерних предприятий.

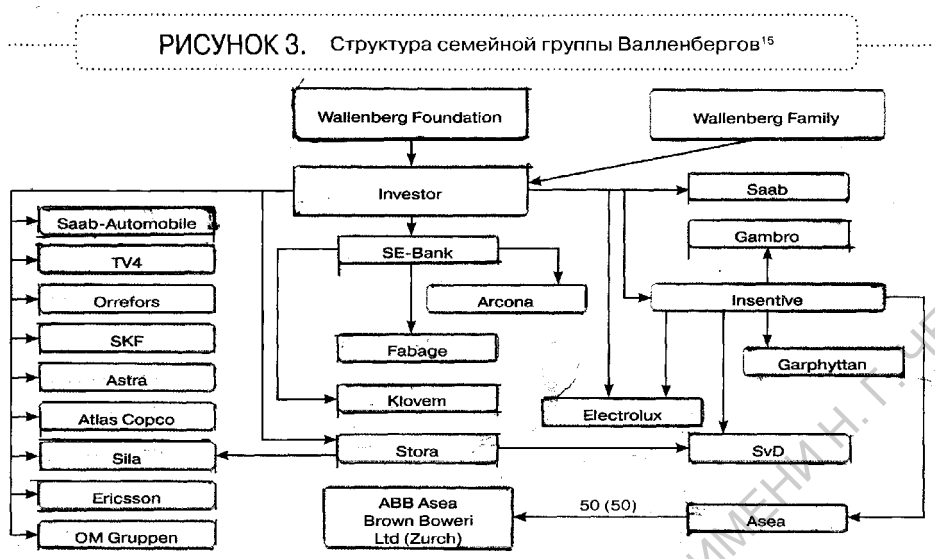
Результативность

- Семейные фирмы ведут дела более эффективно. (Эксперты банка Credit Suisse, проанализировали 172 семейные компании);
- Акции семейных фирм растут быстрее (в 2002—2006 гг. индекс 40 наиболее доходных вырос на 125%, тогда как общемировой MSCI World — на 50%);
- Торгующиеся на фондовом рынке семейные компании, входящие в индекс FTSE –AllShare с 1999 по 2005 год превзошли акции публичных несемейных компаний на 40%. (профессор Manchester Business School П. Путзиоурис);
- Покупка компаний развитых стран:
 - в 2007 году индийская семья Тата приобрела за \$12,1 млрд бывшую British Steel (сейчас — Corus);
 - в 2006 г. индийская семья Миттал купила люксембургскую Arcelor.

Финансово-промышленная группа Валленбергов

- Основана в 1856 году;
- Крупнейшая инвестиционная промышленная группа Северной Европы;
- Суммарный оборот компаний, входящих в ее состав, составляет свыше 100 млрд долл;
- Более 43% суммарной рыночной капитализации компаний Стокгольмской биржи.;
- Основные принципы организации: централизация и родовая преемственность власти;
- Наиболее известные шведские предприятия телекоммуникационной сферы, секторов машиностроения и здравоохранения.

Структура семейной группы Валленбергов



Семейная группа Валленбергов

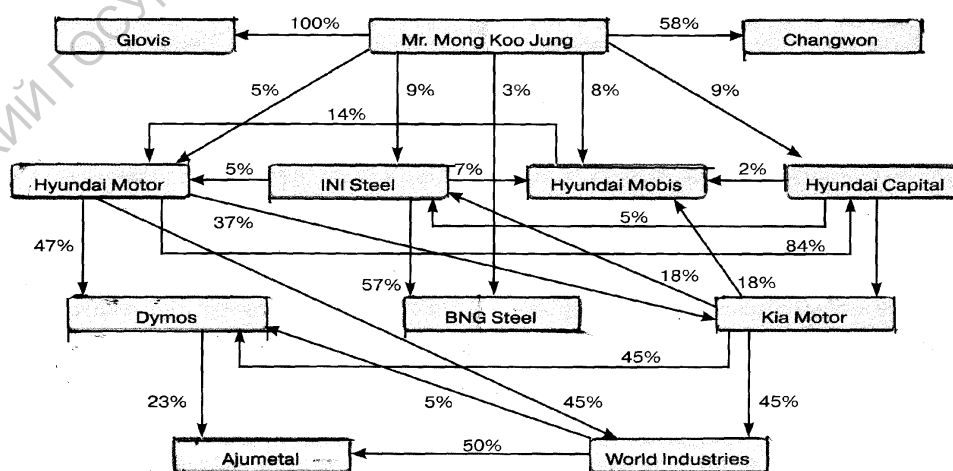
- Investor AB представляет интересы около 135 тыс. акционеров, капитал которых инвестирован в 119 компаний;
- Семья Валленбергов владеет в совокупности 21,87% капитала, контролируя 47% голосов акционеров;
- Члены семьи Валленбергов возглавляют советы директоров Investor AB и ее банка SE Bank, одновременно являясь членами советов директоров семейных фондов;
- Фонды Валленбергов продвигают научные исследования, развивают образование и науку в Швеции;
- Контроль над крупнейшими шведскими компаниями осуществляется при помощи пирамидальной структуры собственности и двойного класса акций;
- Будучи крупнейшими акционерами L.M. Ericsson, семейство Валленбергов совместно с крупным коммерческим банком Швеции Handelsbanken владеет только 10% привилегированных акций данной телекоммуникационной компании, но через механизм двойного класса акций они полностью контролируют деятельность компании и до 80% голосов на собрании акционеров.

Южная Корея

- Основа экономики - несколько объединений, называемых «чеболи»;
- Samsung;
- LG;
- Hyundai Motor.
- Контролирующая семейная компания владеет в среднем 13% всех денежных потоков, но ей принадлежит около 70% голосов.

Структура собственности Hyundai Motor

РИСУНОК 4. Структура собственности Hyundai Motor



Особенности развития

- Противоречие: компании с распыленной базой акционеров эффективнее в привлечении капитала и поэтому могут быстрее развиваться;
- Семьи действуют в рамках долгосрочных стратегий, не обращая внимания на квартальные результаты;
- Семья концентрируется на профильном бизнесе, избегая неоправданных поглощений, выхода в другие секторы и модных, но краткосрочных тенденций;
- Новая стратегия:
 - концентрация бизнеса вокруг наиболее перспективных направлений;
 - продажа непрофильных активов иностранным инвесторам;
 - формирование стратегических альянсов.
 - в начале XXI века группа Валленбергов продала мощности по производству легковых автомобилей компании Volvo американской компании Ford, а SAAB Cars — General Motors;
 - формирование шведско-британских альянсов: слияние фармацевтической компании Astra и британской Zeneca, 35% акций подразделения SAAB Aircraft было куплено компанией British Aerospace.

Развитие передовых технологий

- Toyota Motor в начале 1990-х гг. начала разрабатывать технологию гибридного двигателя Первый автомобиль с таким двигателем, Toyota Prius, появился в 1997 г. ;
- В 2006 г. Джеймс Мердок, сын медиамагната Руперта Мердока и гендиректор оператора спутникового телевидения British Sky Broadcasting (BSkyB), сообщил, что потратит 700 млн. фунтов стерлингов (\$1,38 млрд.) на инвестиции в широкополосный Интернет и телефонию. Услуга «три в одном» (телефон, телевидение и Интернет) от одного провайдера стала пользоваться повышенным спросом у потребителей.

Недостатки корпоративного управления семейных компаний

- Частое предпочтение привлечению заемного капитала.
- Недостаток контроля со стороны миноритарных акционеров приводит к несоблюдению их интересов и злоупотреблению властью со стороны семьи;
- Сложность подбора талантливых менеджеров из членов семьи;
- Сменить неэффективного руководителя, которому принадлежит контроль над компанией, практически невозможно;
- Одной из основных причин кризиса в семейной компании Toyota в 2009—2010 годах стало неэффективное корпоративное управление — отсутствие в совете директоров независимых директоров.

Россия

- Семейные компании существуют и достаточно успешно функционируют;
- Совокупное состояние 50 крупнейших семей на 2010 г. составило \$42,4 млрд;
- Первая десятка оказалась в 17,6 раз богаче последней.;
- Из 122 человек, 69 входит в список 500 самых богатых людей России («Капитал»);
- Собственники крайне неохотно принимают решение о передаче власти наемным менеджерам:
 - неразвитый фондовый рынок,
 - несовершенство корпоративного законодательства.

**ЛЕКЦИЯ 6.
ОСОБЕННОСТИ КОРПОРАТИВНОЙ СИСТЕМЫ В РОССИИ**

Этапы приватизации в России

Этапы приватизации	Периоды	Основные методы	Выигравшие группы
Спонтанная Приватизация (право полного хозяйственного ведения)	1987-1991гг.	Вывод активов	Номенклатура, комсомол
Массовая приватизация	1992-1994гг.	Раздача ваучеров	Инсайдеры (менеджеры и работники)
Денежная приватизация	1994-1997гг.	Продажа и перепродажа активов	Аутсайдеры и некоторые инсайдеры (менеджеры)
Залоговые схемы	1995-1996гг.	Продажа банками	Олигархи
Перерыв с приватизацией	1997-2000гг.	-	Олигархи
«Точечная» приватизация	2001 – настоящее время	Продажа активов	Олигархи, иностранные инвесторы, аутсайдеры

Распределение акционерной собственности в российской промышленности в 1995 – 2005 гг., %

Категории акционеров	1995	1997	1999	2001	2003	2005
Инсайдеры, всего	54,8	52,1	46,2	48,2	46,6	53,2
• Менеджеры	11,2	15,1	14,7	21,0	25,6	31,5
• Работники	43,6	37	31,5	27,2	21	17,7
Аутсайдеры, всего	35,2	38,8	42,4	39,7	44	43,5
<i>Нефинансовые аутсайдеры, всего</i>	25,9	28,5	32	32,4	34,4	33
	10,9	13,8	18,5	21,1	20,1	17,7
• Сторонние физические лица	15	14,7	13,5	11,3	14,3	15,3
• Другие предприятия	9,3	10,3	10,4	7,3	9,5	10,5
<i>Финансовые аутсайдеры</i>						
Государство	9,1	7,4	7,1	7,9	4,5	4,4
Прочие акционеры	0,9	1,7	4,3	4,2	5	3,2

Группировка АО по участию акционеров в управлении компанией

Крупные акционеры не являются менеджерами, и директор акционер	Крупные акционеры не являются менеджерами, но директор акционер	Крупные акционеры - менеджеры, директор - акционер	Крупные акционеры – менеджеры, директор не является акционером
29%	23%	40%	8%

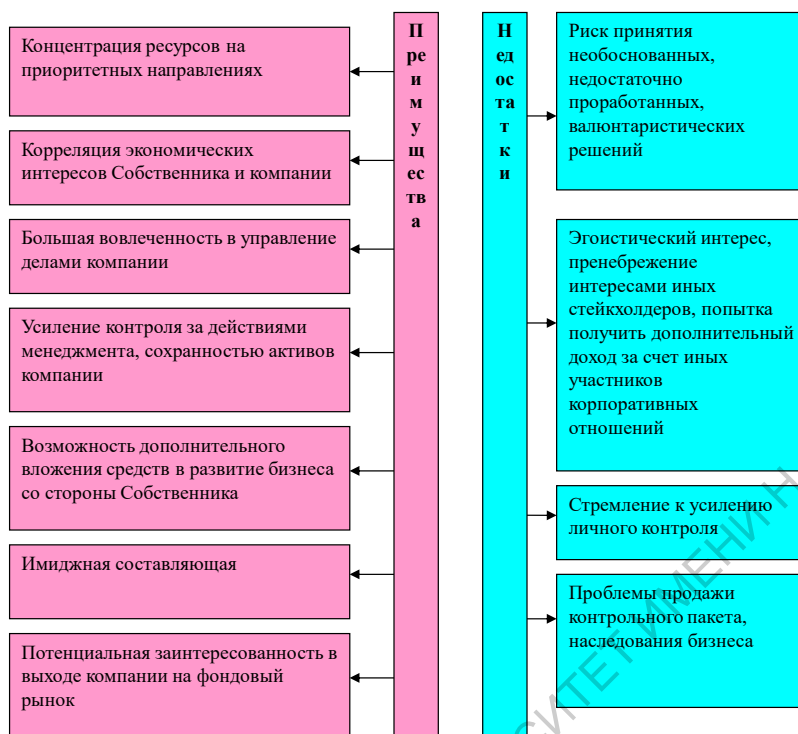
Предпринимательская модель корпоративного управления в России

- управленческое ядро: «собственники – совет директоров – менеджеры»;
- «инсайдерский капитализм»;
- аморфность механизмов корпоративного управления.

«Инсайдерский капитализм» корпоративного управления российских компаний



Преимущества и недостатки присутствия в компании контролирующего акционера



Оценка значимости факторов стиля управления компанией

Фактор	F - критерий
Единолично главой компании	4,911
Централизация	1,854
Группой топ - менеджеров	0,203
Общим собранием акционером	0,3
Советом директоров	0,249
Владельцами компании	6,339
Менеджерами среднего звена	6,119
Целевыми группами / проектными командами	0,008

Аморфный совет директоров в модели «пирамида»



Характеристики аморфного совета директоров

Присущие характеристики

- лояльность выдвигающему его акционеру,
- наличие связей в органах власти,
- наличие связей в инвестиционных институтах,
- соответствие формальным требованиям законодательства,
- соответствие правилам биржевого листинга

Экзотика

- оценка деятельности совета директоров;
- оценка состава совета директоров;
- оценка кандидатов для избрания с позиций соответствия их совокупного опыта и знаний потребностям развития компании;
- оценка психологической совместимости членов совета;
- оценка способности взаимодействия в качестве рабочей группы;
- обучение членов совета директоров;
- учет, честность, прозрачность

Содержание совета директоров

- «Совет директоров? Это десять друзей руководителя, одна женщина и один чернокожий!» США
- «Совет директоров? Это десять друзей руководителя, один представитель власти и один родственник!» Россия

Конфликт в ТНК–BP

- конфликт между акционерами при обсуждении инвестиционной политики;
- различие долгосрочных интересов сторон;
- гендиректор выступал на стороне одного из акционеров;
- противоречия в корпоративной культуре – стилях управления.

Конфликт в ГК «Норильский никель».

- Высокая ценность единоличного контроля вкупе с личными амбициями основных акционеров (О.Дерипаска);
- Неравный доступ к управлению компанией при примерном равенстве долей основных собственников (В.Потанин);
- Разные взгляды на стратегию/ планы долгосрочного развития компании;
- Разные стили управления основных акционеров.

ЛЕКЦИЯ 7.

КАЧЕСТВО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

1. Кодекс корпоративного управления
2. Критерии качества корпоративного управления
3. Рейтинг корпоративного управления

Кодекс корпоративного управления

- Кодекс корпоративного поведения 4.04.2002 г. Распоряжение ФКЦБ РФ №421/р.;
- Ситуация: рост экономики, необходимость в капитале, слабое российское законодательство, рейдерство, нарушение прав миноритарных акционеров;
- !!! «лучшей практики корпоративного управления».
- Разработчики: американская фирма Couder Brothers, российская фирма «Юст», американский Центр этических ресурсов, Sovereign Venture Inc., ряд известных юристов;
- Основа кодекса - международные практики. Российская специфика в документе отражалась слабо.

Появились термины

- «независимый директор»;
- «комитет совета директоров»;
- «корпоративный секретарь»;
- «положение о дивидендной политике».

**Кодекс корпоративного управления
13 февраля 2014 года**

- Разработчики: Экспертный совет по корпоративному управлению, Российский институт директоров, Институт внутренних аудиторов, национальное объединение корпоративных секретарей, РСПП;
- В большей степени ориентирован на российские реалии (рекомендации, направленные на разрешение конфликтов между акционерами, рейдерства, злоупотребления правом, мошенничества).

Цели ККУ (не ограничиваются достижением роста инвестиционной привлекательности ценных бумаг российских компаний)

- Отообразить в форме наилучших стандартов деятельности выработанные за прошедшие годы подходы в области разрешения корпоративных проблем, возникающих в процессе жизнедеятельности акционерных обществ;
- Предоставить рекомендации по надлежащей практике справедливого отношения к акционерам с учетом имевших место негативных примеров нарушений их прав;
- Предоставить рекомендации, направленные на повышение эффективности работы органов управления акционерных обществ и контроля за их деятельностью.

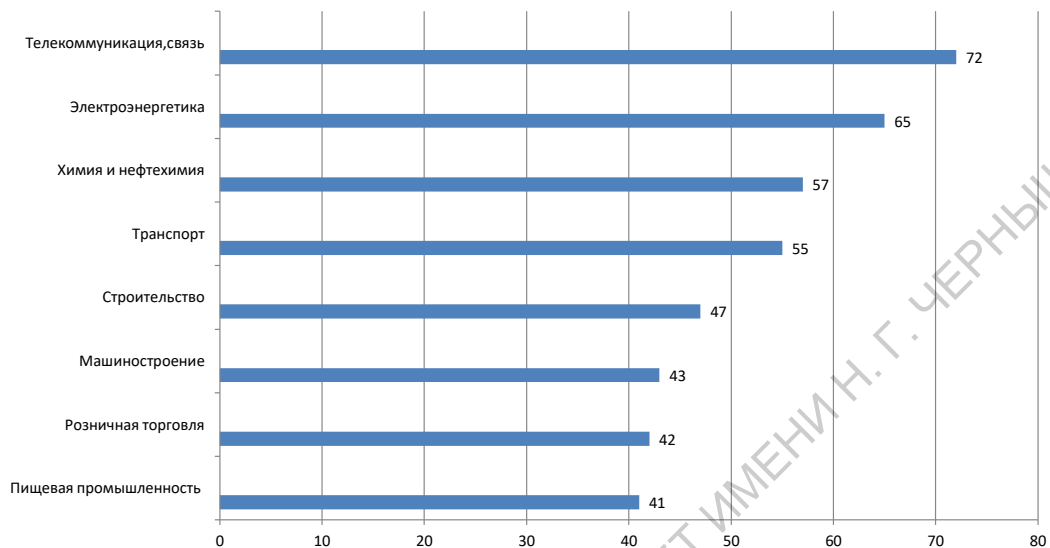
Разделы ККУ 2014 года

- Права акционеров и равенство условий для акционеров при осуществлении ими своих прав.
- Совет директоров общества.
- Корпоративный секретарь общества.
- Система вознаграждения членам совета директоров, исполнительным органам и иным ключевым руководящим работникам общества.
- Система управления рисками и внутреннего контроля.
- Раскрытие информации об обществе, информационная политика общества.
- Существенные корпоративные действия.

Качество корпоративного управления = Качество системы корпоративного управления

- Степень приверженности принципам и кодексу корпоративного управления. Степень внедрения Международной передовой практики корпоративного управления (corporate governance best practices - CGBP);
- Степень соблюдения прав акционеров;
- Эффективность деятельности совета директоров и правления;
- Характер и степень раскрытия информации и прозрачность компании;
- Степень реализации политики корпоративной социальной ответственности.

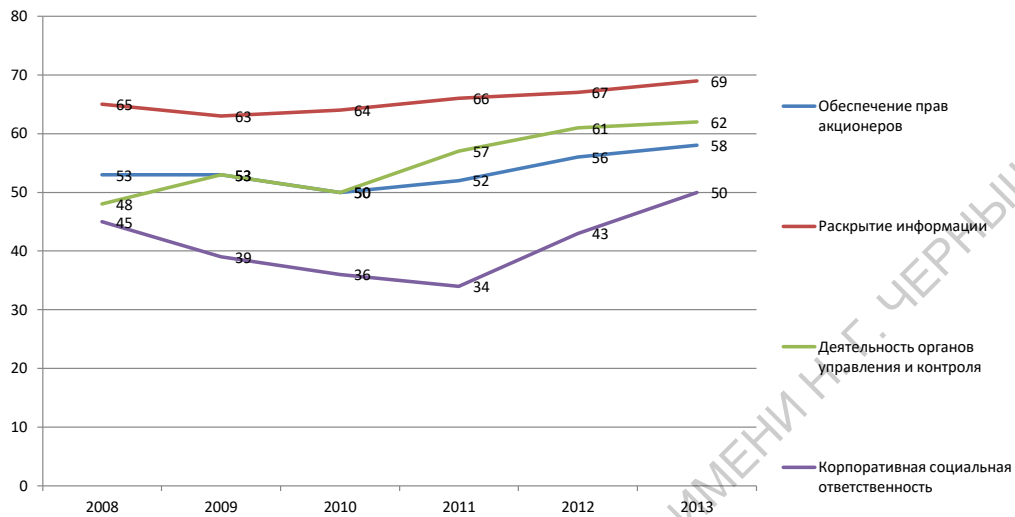
Уровень развития практики корпоративного управления по отраслям



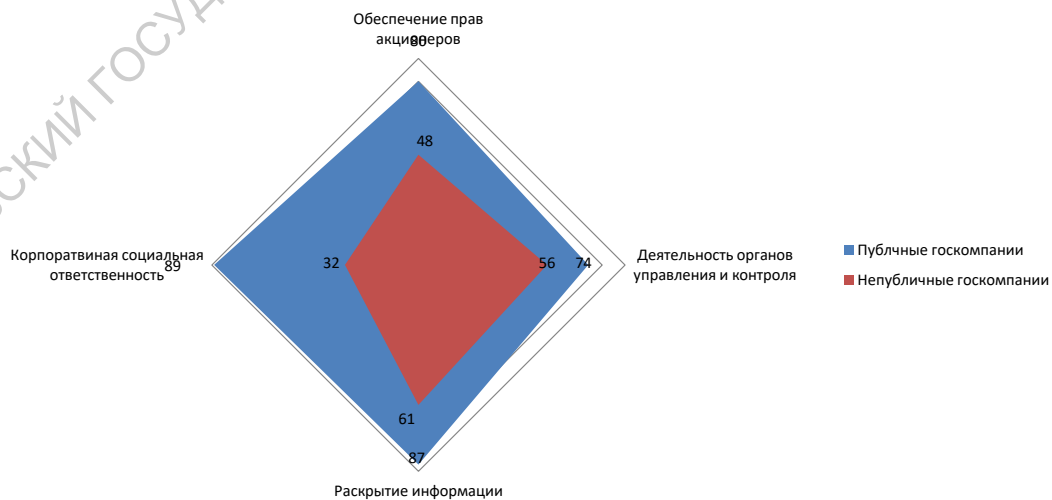
Динамика развития практики корпоративного управления в 2004-2010 гг, %

Компоненты практики корпоративного управления	Группа анализируемых компаний, в том числе компании, имеющие листинг на ММВБ						
	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Обеспечение прав акционеров	51/57	47/56	48/58	47/58	51/59	54/63	51/60
Деятельность органов управления и контроля	34/43	36/50	46/61	47/61	53/61	56/66	56/68
Раскрытие информации	48/67	51/62	57/67	62/74	67/78	68/79	70/80
Корпоративная социальная ответственность	32/37	30/36	36/41	39/49	46/53	46/55	48/57

Тенденции развития практики корпоративного управления госкомпаний в 2008-2013 гг



Уровень развития практики корпоративного управления в публичных и непубличных госкомпаниях, 2013 г



Риски корпоративного управления – результат корпоративных конфликтов

Внутренние

- Несистемные .
- Внутренние риски поддаются контролю и управлению со стороны менеджмента и совета директоров, и способность управлять ими рисками определяется качеством корпоративного управления.

Внешние

- Системные.
- Связаны с качеством институциональной среды, наличием законодательных механизмов защиты интересов и прав разных инвесторов и потребителей.

Цель рейтинга корпоративного управления

- сравнительный анализ текущих стандартов управления с качеством корпоративного управления компании;
- отразить мнение агентства относительно того, в какой степени практика корпоративного управления данной компании соответствует кодексам, принципам и стандартам КУ;
- Основа - «Принципы корпоративного управления ОЭСР».

Индекс международного инвестиционного банка Brunswick UBS Warburg.

- используется публичная информация, присваиваемые оценки не согласовываются с исследуемыми компаниями;
- Суммирование штрафных баллов за негативные аспекты корпоративного управления;
- Чем выше численное значение рейтинговой оценки, тем больше риски Brunswick UBS Warburg связывает с данной компанией.

Рассчитывается по восьми категориям

- прозрачность;
- риск размывания акций;
- трансфертное ценообразование;
- риск поглощения;
- риск банкротства;
- ограничения собственности;
- риск регистратора;
- инициатива корпоративного управления.

Шкала индекса

- от 72 баллов (наивысшая степень риска корпоративного управления) до 0 (риски -минимальны);
- компании с рейтингом ниже 17 считаются относительно безопасными;
- компании с рейтингом выше 35 считаются чрезвычайно рискованными.

Методика составления рейтинга Brunswick UBS Warburg

<i>Категории риска</i>	<i>Максимально возможное значение штрафных очков по данной категории</i>
Непрозрачность	14
Размывание акционерного капитала	13
Вывод активов / трансфертное ценообразование	10
Слияние /реструктуризация	10
Банкротство	12
Ограничение на покупку и владение акциями	3
Инициативы в области корпоративного управления	9
Реестродержатель	1
Итого:	72

Рейтинг корпоративного управления компании Standard and Poor's –S&P.

- Компания Standard and Poor's приступила к разработке специальной аналитической методологии сопоставления качества корпоративного управления с оптимальными моделями (bench-marking) в конце 1990-х гг;
- Российский проект был запущен компанией в 2001 г. ;
- Коммерческий продукт, его стоимость составляет около 50 тыс. долл.

Методика рейтинга

- Компания должна ответить примерно на 130 стандартизированных контрольных вопросов анкеты;
- Информация переводится в числовую форму с помощью разработанных правил (конфиденциальных);
- Привлекаются сотрудники юридических фирм, другие эксперты в области корпоративного управления;
- Проводится интервью с руководством компании и другими лицами, участвующими в процессе управления;
- Итоговый рейтинг Standard and Poor's присваивается компании специальным рейтинговым комитетом в результате голосования по заранее разработанной шкале.

Шкала

- Десятибалльная шкала: наивысшим результатом является рейтинг корпоративного управления – 10, наименьшим -1;
- Отдельные баллы по шкале от 10 до 1 присваиваются каждому из 4-х компонентов методики рейтинга;
- Помимо национальной шкалы используется международная шкала, что делает рейтинг сопоставимым с аналогичным рейтингом зарубежных компаний.

Составляющие рейтинга корпоративного управления Standard and Poor's

<i>Составляющие рейтинга</i>	<i>Характеристика</i>
Структура собственности и влияние акционеров	<ul style="list-style-type: none">• Прозрачность структуры собственности;• Концентрация собственности и влияние акционеров.
Права финансово-заинтересованных лиц и взаимоотношения с ними	<ul style="list-style-type: none">• Порядок голосования и проведения собраний акционеров;• Права собственности;• Меры защиты от поглощений.
Финансовая прозрачность и раскрытие информации	<ul style="list-style-type: none">• Качество и содержание публикуемой информации;• Своевременность и доступность раскрываемой информации;• Независимость и репутация аудиторов.
Структура и практика работы совета директоров	<ul style="list-style-type: none">• Структура и состав совета директоров;• Роль и эффективность совета директоров;• Политика в отношении вознаграждения.

Информация

- по каждому рейтингу публикуется пресс-релиз, на сайтах Standard and Poor's. ;
- аналитики Standard and Poor's осуществляют постоянный контроль за состоянием всех составляющих рейтинга, анализируя изменения;
- на основании информации, полученной от эмитента или из других источников, рейтинг может повышаться или понижаться.

Достоинства и недостатки

Достоинства

- специалисты работают в непосредственном контакте с оцениваемой компанией и анализируется большой объем информации.

Недостатки

- закрытость методики рейтинга;
- агентство не осуществляет независимой проверки информации, предоставленной анализируемой компанией;
- высокая стоимость услуг приводит к тому, что оцениваются не все компании, поэтому полноценная база для сравнения отсутствует.

Рейтинг корпоративного управления Института корпоративного права и управления (CORE - рейтинг)

- индивидуальный числовой показатель, который представлен в процентах от максимально возможной рейтинговой оценки;
- Максимальное значение рейтинга - 100%, свидетельствует характеристикам идеальной компании;
- Минимальное значение шкалы -0.

Процедура присвоения рейтинговой оценки

- Институт, являясь миноритарным акционером (владеет минимальными пакетами акций всех компаний, входящих в рейтинг), составляет специальный запрос для компании и получает от нее необходимую информацию, которая в дальнейшем анализируется.

При расчете CORE- рейтинга используются две группы данных

- информация, которую компания раскрывает публично, а также дополнительные документы, которые она предоставляет акционерам;
- ответы компании на письменные запросы Института.

Методика CORE-рейтинга Института корпоративного права и управления

Параметр	Характеристика параметра	Вес
Отсутствие рисков нарушения прав акционеров	Вывод активов, трансфертные цены, размывание акционерного капитала, реорганизация, отсутствие представителей миноритарных акционеров в составе совета директоров.	45,4%
Раскрытие информации	Сроки раскрытия и полнота документов, раскрываемых публично и по запросу акционеров.	23%
Структура совета директоров и исполнительные органы управления	Распределение полномочий между советом директоров и высшим менеджментом, вознаграждения, протоколы заседаний.	10%
Структура акционерного капитала	Контролирующие группы, прозрачность структуры собственности.	21,6%
Основные права акционеров	Право на участие в управлении компанией, право на получение дивидендов.	
История корпоративного управления	Факты нарушений прав акционеров в прошлом, проблемы с регулирующими органами, стандарты финансовой отчетности, аудиторские заключения, подготовка финансовой отчетности по международным стандартам.	

Преимущества и недостатки CORE- рейтинга

Преимущества

- Институт является непосредственным участником рейтингового процесса и имеет возможность имитировать действия акционеров, что позволяет оценить уровень корпоративного управления на собственном опыте.
- Анализируется большой объем информации и учитывается достаточно большое число факторов корпоративного управления.

Недостатки

- Методика присвоения рейтинга закрыта (вес параметра не разглашается).
- Компании достаточно быстро определяют запрос Института среди миноритарных акционеров, что снижает объективность показателей.

Рейтинг корпоративного управления «РИД –Эксперт РА».

- осуществляется консорциумом Российского института директоров (РИД) и рейтингового агентства «Эксперт Ра» при поддержке Национального совета по корпоративному управлению;
- Регулярно оценивается состояние систем корпоративного управления в 150-200 российских акционерных обществах, которым направляются официальные приглашения консорциума «РИД – Эксперт РА».

Методика

- Сопоставление практики корпоративного управления российских компаний со стандартами, закрепленными в корпоративном законодательстве, положениями Кодекса корпоративного управления и рекомендациями Международной передовой практики корпоративного управления (corporate governance best practices - CGBP);
- Эксперты консорциума анализируют информацию, полученную из анкет компаний и публичных источников;
- После присвоения рейтинговой оценки она направляется в средства массовой информации.

Показатели

- права акционеров;
- деятельность органов управления и контроля;
- раскрытие информации;
- соблюдение интересов иных заинтересованных сторон, корпоративная социальная ответственность.

Шкала

- «НРКУ -1» - низшая оценка;
- «НРКУ -10» -высшая оценка.

В зависимости от качества корпоративного управления компании – участники рейтинга могут быть отнесены к одному из четырех классов:

- класс А – с высоким уровнем корпоративного управления (оценка от 8+ до 10);
- класс В – с удовлетворительным уровнем корпоративного управления (оценка от 6 до 8);
- класс С – с низким уровнем корпоративного управления (оценка от 4 до 5+);
- класс D- с неудовлетворительным уровнем корпоративного управления (оценка от 1 до 3+).

Рейтинги РИД в пресс-релизах

- 8 «Передовая практика корпоративного управления»;
- 6+ 7+ «Развитая практика корпоративного управления»;
- 5+ «Средний уровень практики корпоративного управления» .

Достоинства и недостатки рейтинга

Достоинства

- анализируется большой объем информации, полученной как из анкеты участника рейтинга корпоративного управления, так и из публикуемых источников.

Недостатки

- закрытость методики составления рейтинга (не разглашается вес каждого параметра).
- При составлении рейтинга анализируются только те компании, которые подали заявки и оплатили услуги консорциума.

ЛЕКЦИЯ 8. АКЦИОНЕРЫ. ОБЩЕЕ СОБРАНИЕ АКЦИОНЕРОВ

1. Понятие, свойства и типы акций
2. Права и обязанности акционеров
3. Государство как акционер
4. Общее собрание акционеров: компетенция, виды, порядок проведения
5. Новации в проведении ОСА

Утверждение кодекса корпоративного управления

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
В компании утверждён кодекс корпоративного управления	57%	50%	49%	70%	68%	70%

Акция

- ценная бумага, удостоверяющая единоличное право собственности на часть имущества акционерного общества;
- дает право:
 - формирования уставного капитала за счет вкладов его участников и обмена этих вкладов на акции;
 - на участие в управлении делами АО;
 - на получение части прибыли в виде дивиденда;
 - на получение части имущества при ликвидации акционерного общества.

Акция как свидетельство вклада в уставный капитал



- Акция – совокупность обязательств общества;
- Уставный капитал АО – сумма определенного числа и акций, и вкладов → Одна акция представляет собой только один вклад.
- Уставный капитал – есть совокупность вкладов и совокупность акций → собственный и акционерный капитал.

Различия между акцией и вкладом как частями уставного капитала

Признак	Вклад	Акция
Содержательная сторона	Вклад-капитал участника рынка	Акция – свидетельство о вкладе в форме ценной бумаги, т.е. совокупность прав акционера по отношению к АО.
Характер существования	Вклады не существуют обособленно, они объединяются в едином уставном капитале	Существуют обособленно друг от друга
Форма существования	Капитал, который может выступать и в качестве денежных средств и материальных благ.	Как ценная бумага не может принимать форму денег (не является платежным средством)
Способность обращения	Не обращается, так как нет рынка вкладов	Обращается на фондовом рынке (первичном и вторичном)

Признак	Вклад	Акция
Инструмент привлечения финансовых средств	Совокупность вкладов – собственный капитал. Не имеющий регулярной рыночной оценки	Совокупность акций – акционерный капитал. Имеющий регулярную рыночную оценку и использующийся как инструмент привлечения денежных средств с финансового рынка.

Акция как оформленный документ

- Акция – определенным образом оформленный документ, имеющий установленную форму и реквизиты;
- Выпуск акций – изготовление и выдача акционерам сертификатов акций;
- Сертификат акций – бланк ценной бумаги содержащий реквизиты;
- Учет прав собственности на акции осуществляется реестродержателем (регистратором).

Регистратор

- 1.10.2013 новая редакция с.149 ГК РФ, п.2.,
- ведение записей по учету прав на ценные бумаги осуществляется лицом, имеющим предусмотренную законом лицензию – регистратором;
- реальная защита прав акционеров и страховка от незаконного передела собственности;
- 4.04.2014 – 34 регистратора;
- В 2014 г. по выборке 150 компаний доля компаний, передающих ведение реестра своих акционеров независимому регистратору, составила 77%.

Акция как рыночный инструмент привлечения инвестиционных средств

Как часть уставного капитала акция – номинальный капитал (номинальная стоимость)

- Номинальная стоимость – часть стоимости уставного капитала акционерного общества, образуемая в результате выпуска одной акции.
- Процедура изменения номинальной стоимости акций – деноминация (консолидация акций и дробление акций).

Как право на доход акция – акционерный (рыночный) капитал (рыночная стоимость)

- Рыночная стоимость – цена покупки и продажи акций на вторичном рынке ценных бумаг.

Акция как управленческий инструмент

- Ни одна долговая ценная бумага (кроме акций !!!) не дает владельцу право на управление капиталом, переданным в обмен на ценную бумагу;
- Опосредованное управление в форме права голоса;
- Непосредственное управление со стороны акционеров невозможно:
 - большое количество акционеров;
 - непосредственное управление требует профессионализма;
 - непосредственное управление требует личной и материальной ответственности.

Обыкновенные и привилегированные акции

- Акции с правом голоса (обыкновенные акции) – акции, которые дают их владельцу право голоса (право управления) при решении всех вопросов на ОСА .
- Акции без права голоса (привилегированные акции) или акции с ограниченным правом голоса – акции, которые не дают их владельцу право голоса при решении всех вопросов на ОСА .
Основное право – получение части прибыли - дивиденда.

Интерес привилегированных акций

Для инвестора:

- Получение дивиденда в заранее определенном размере и в определенные сроки;
- Приоритет в получении дивидендов: АО не вправе объявлять дивиденды по обыкновенным акциям, пока не объявлены дивиденды по привилегированным;
- Получение ликвидационной стоимости в заранее определенном размере;
- Приоритет очереди при ликвидации общества.

Для АО:

- Привлечение дополнительных средств, увеличивая собственный капитал;
- Базово акции не предоставляют права голоса: увеличение собственного капитала без перераспределения корпоративного контроля;
- Выплата дивидендов – право, а не обязанность общества. (Если совет директоров не рекомендовал выплату дивидендов, ОСА не может принять решение об их выплате);
- Дивиденд – не гарантированный источник дохода акционеров.

Типы привилегированных акций

- Кумулятивные привилегированные акции – акции, невыплаченные или не полностью выплаченные дивиденды по которым накапливаются и выплачиваются в последствии;
- Конвертируемые привилегированные акции – акции, которые могут быть обменены на обыкновенные или на привилегированные акции других типов на условиях, определенных уставом;
- Отзывные (возвратные) привилегированные акции могут быть погашены по инициативе эмитента на заранее оговоренных условиях;
- Привилегированные акции с варрантами –владелец получает право на приобретение в определенный момент времени одной или нескольких обыкновенных акций по фиксированной цене;

Типы привилегированных акций

- Привилегированные акции с долей участия – владелец имеет право не только на получение фиксированных дивидендов, устанавливаемых при выпуске, но и на дополнительные дивиденды, зависящие от финансовых показателей эмитента;
- Привилегированные акции с «плавающей» ставкой дивидендов – сумма дивидендов по данному виду акций находится в зависимости от какой – либо рыночной процентной ставки. Например, от доходности государственных облигаций, от величины банковских депозитных ставок или от среднего уровня процентов по кредитам, предоставляемым эмитенту;
- Гарантированные привилегированные акции – акции дочерних обществ, выплата дивидендов по которым гарантируется основным обществом.

Акции как доходный инструмент

- Реализация прав владельца как акционера – дивиденд
- Реализация прав владельца акции как имущества - положительная разница в ценах продажи и покупки, процент от ссужения в долг, доход от наследования

Утверждение дивидендной политики, выплата дивидендов по обыкновенным акциям и история дивидендных выплат

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
Утверждён отдельный внутренний документ, регулирующий дивидендную политику компании	53%	47%	35%	64%	58%	49%
Общество выплачивает дивиденды по обыкновенным акциям в установленный законом срок с момента принятия решения об их выплате, при этом выплачено не менее 90% объявленных дивидендов	59%	49%	31%	61%	54%	35%
Компания объявляет и успешно осуществляет выплаты дивидендов на протяжении последних трех лет	43%	30%	51%	46%	35%	61%

Права и обязанности акционеров

- акционер- физическое или юридическое лицо;
- каждая акция одного типа акционерного общества предоставляет акционеру одинаковый объем прав.

Причины покупки акций

- для получения денежных средств в виде дивидендов;
- для прироста капитала;
- для контроля над обществом.

Группы акционеров

- *Акционеры - миноритарии* нацелены на максимизацию дивидендов, так как их пакет акций незначителен;
- *Акционеры - инвесторы* нацелены на максимизацию роста дохода, вложенного в акции, в т.ч. и за счет спекулятивных действий на фондовом рынке;
- *Акционеры-собственники* нацелены на максимизацию контроля над собственностью;
- Качество корпоративного управления – «совпадение» интересов и защищенность прав всех акционеров.

Нормативные документы

- Федеральный закон от 26,12.1995 № 208-ФЗ «Об акционерных обществах»;

Право голоса

- принцип «ОА – ОГ», различный контроль акционеров;
- *1 акция* - акционер имеет право голосовать на общем собрании акционеров;
- *1% акций* - акционер имеет право подавать иск в суд о возмещении убытков, причиненных обществу;
- *2% акций* - право предлагать вопросы для внесения в повестку дня годового общего собрания и выдвигать кандидатов в органы общества (совет директоров, исполнительные органы и т.д.);
- *10% акций* - право требовать внеочередного собрания акционеров;
- *25% плюс 1 голос* — акционер может блокировать важные решения, которые утверждаются тремя четвертями голосов, например, о внесении изменений в устав или реорганизации общества;
- *50% плюс 1 голос* - акционер может единолично принимать решения, которые утверждаются большинством голосов, например, об определении размера дивидендов и утверждении аудитора;
- *75% плюс 1 голос* - акционер может единолично принимать решения по любым вопросам.

Обыкновенные акции не голосуют

Обстоятельства	Правовые последствия
Ограничения в отношении количества голосов и (или) акций, которыми может владеть один акционер: когда у акционера больше голосов, чем максимальное количество, которое устав разрешает использовать на общем собрании	На общем собрании нельзя подать больше голосов, чем максимальное количество, установленное уставом
Акции общества в собственности общества (казначейские акции): когда общество владеет размещенными обыкновенными акциями в силу следующих обстоятельств: учредители не оплатили акции полностью в течение периода, когда они обязаны были это сделать; общество выкупило размещенные обыкновенные акции	Не разрешается голосовать на общем собрании
Одобрение сделки с заинтересованностью: обыкновенные акции, принадлежащие акционеру, который является заинтересованной стороной в сделке	Не разрешается голосовать при одобрении сделки, в совершении которой заинтересован данный акционер
Предложение о выкупе акций при совершении сделки по приобретению контроля, т. е, в случае, если акционер самостоятельно или совместно с аффилированными лицами приобрел 30%, 50%, 75% обыкновенных акций	До даты направления в открытое общество обязательного предложения о выкупе остальных акций контролирующей акционер и его аффилированные лица имеют право голоса только по акциям, составляющим 30%, 50% и 75%. остальные акции не считаются и при определении кворума не учитываются

Обыкновенные акции не голосуют

При определении кворума по вопросу избрания членов ревизионной комиссии (ревизора) общества не учитываются акции, принадлежащие членам совета директоров или лицам, занимающие должности в органах управления общества	Акции, принадлежащие членам совета директоров и правлению, не голосуют.
---	---

Сделка АО, в отношении которой имеется заинтересованность

- это сделка между акционерным обществом и лицом, имеющим отношение к данному АО и признаваемым по закону заинтересованным в ее совершении;
- Лица, потенциально заинтересованные – лица, принимающие решения или способные оказывать существенное влияние на АО при совершении сделок, одной из сторон которых является АО;
 - Члены совета директоров;
 - Должностные лица в других органах управления АО;
 - Акционеры совместно с их аффилированными лицами, владеющие 20% и более голосующих акций;
 - Супруги, родители, дети, братья, сестры вышеперечисленных аффилированных лиц.

Аффилированные лица

- физические и юридические лица во внешней среде хозяйствования, способные оказывать влияние на принятие управленческих решений компании, разработку и реализацию ее корпоративной стратегии;
- Основание для отнесения лиц к аффилированным:
 - член совета директоров, правления, единоличный исполнительный орган АО,
 - лицо, относящееся к той же группе лиц, что и АО,
 - приобретение лицом более 20% акций АО или заключение договора доверительного управления,
 - приобретение АО более 20% уставного капитала данного лица;
 - участие АО в ФПГ (член совета директоров, правления, единоличный исполнительный орган участника ФПГ).

Привилегированные акции получают голос

- Реорганизация или ликвидация АО;
- Внесение в устав изменений, ограничивающих права акционеров - владельцев привилегированных акций определенного типа;
- Необъявление и частичная выплата дивидендов по привилегированным акциям (до первой выплаты дивидендов).

Право обжалования решений общего собрания

- решение принято с нарушением законодательства или положений устава;
- решение нарушает права и законные интересы акционера;
- акционер не участвовал в общем собрании или голосовал против принятия указанного решения;
- (в течение 6 месяцев со дня, когда акционер узнал о решении).

Право на получение информации о деятельности общества

- доступ к уставу;
- внутренним документам;
- протоколам заседаний Совета директоров;
- годовым отчетам;
- другим документам общества;
- (в течение 7 дней со дня предъявления соответствующего требования).

Право на свободную передачу акций

- отчуждать свои акции любому лицу и по любой цене без согласия общества и других акционеров;
- не допускается установление преимущественного права общества и других акционеров на приобретение акций.

Право на преимущество приобретения дополнительных акций

- приобрести дополнительно размещаемые акции пропорционально количеству уже имеющихся у них акций;
- защита своей собственности от размывания;
- формы подписки (открытая или закрытая).

Формы подписки

- *открытая*: все акционеры могут приобрести дополнительные акции и конвертируемые в акции ценные бумаги пропорционально количеству принадлежащих им акций);
- *закрытая (только акционеры)*: преимущественное право не возникает, если дополнительные акции и конвертируемые в акции ценные бумаги выпускаются путем закрытой подписки только для акционеров и если последние имеют право приобрести дополнительные акции и конвертируемые в акции ценные бумаги пропорционально количеству принадлежащих им акций.

Право потребовать выкупа акций

- проводит реорганизацию, (в то время как акционер голосовал против такого решения общего собрания или не участвовал в голосовании по данному вопросу);
- совершает крупную сделку;
- утверждает новую редакцию устава или вносит в него изменения и дополнения, которые ограничивают права акционера;
- Цену выкупа акций должен определить совет директоров;
- При ликвидации. Акционеры получают часть активов общества пропорционально своей доле в уставном капитале, которая остается после удовлетворения требований кредиторов;
- Владелец привилегированных акций вправе получить по своим акциям ликвидационную стоимость, которая должна быть определена в уставе.

Право на ознакомление со списком акционеров

- владельцы не менее 1 % голосующих акций;
- возможность ознакомиться со списком акционеров общества, имеющих право на участие в общем собрании акционеров.

Право на предъявление иска от имени общества

- Акционер (или группа акционеров), владеющий (владеющая в совокупности) не менее чем 1% обыкновенных акций, вправе обратиться с иском в суд о возмещении убытков, причиненных обществу:
 - членами совета директоров;
 - генеральным директором;
 - членами коллегиального исполнительного органа;
 - управляющим или управляющей организацией.

В зависимости от степени защищенности прав акционеров законом

- *Неотъемлемые права* - это права, которых акционер не может быть лишен по инициативе акционерного общества, ибо права закреплены за ним законодательно.
- *Отъемлемые права* - это права, которые могут быть, а могут и не быть у владельца данной акции. Устав акционерного общества может расширить права акционера за пределы, предоставляемые ему законодательно, но не может их уменьшить или урезать.

Права акционеров в зависимости от природы их возникновения

- Безусловные права - права, вытекающие из факта владения акцией:
 - участие в общем собрании акционеров;
 - получение информации о деятельности общества;
 - участие в распределении прибыли;
 - возмещение ущерба, причиненного акционеру обществом вследствие содержащейся в проспекте эмиссии недостоверной информации;
 - получение в случае ликвидации общества части имущества, оставшегося после расчета с кредиторами.
- Обусловленные права акционеров:
 - права акционеров, обусловленные категорией акции (обыкновенными и привилегированными акциями);
 - права акционеров, обусловленные типом акционерного общества (публичные и непубличные АО).

Права акционера в зависимости от их характера

- *Имущественные права акционеров :*
 - приобретение акций акционером;
 - отчуждение акций, принадлежащих акционерам;
 - получение дохода от принадлежащих акционерам акций в виде дивиденда;
 - получение части имущества в случае ликвидации АО;
 - возмещение убытков, причиненных акционеру по вине АО.
- *Неимущественные права акционеров – права, вытекающие из акции как инструмента управления акционерным обществом:*
 - на участие в управлении акционерным обществом (участие в работе общего собрания акционеров, голосование на общем собрании акционеров, осуществление контроля за деятельностью АО);
 - на получение информации о деятельности общества.

Трудовые права акционеров - работников

- имущественные права акционера позволяют работнику иметь возможность получать дополнительный доход одновременно с заработной платой;
- неимущественные права акционера позволяют работнику непосредственно участвовать в управлении предприятием и контролировать текущую деятельность АО.

Кодекс корпоративного управления 2014 г.

- Система корпоративного управления должна:
- обеспечивать надежные способы учета прав на акции,
- реализацию акционерами права на участие в управлении обществом,
- права на получение части прибыли общества,
- права на получение существенной информации об обществе;
- обеспечивать равенство условий для всех акционеров – владельцев акций одной категории (типа), включая миноритарных (мелких) акционеров и иностранных акционеров, и равное отношение к ним со стороны общества.

Обязанности акционеров (ФЗ от 05.05.2014 г. №99)

- Участвовать в образовании имущества корпорации (АО) в необходимом размере в порядке, способом и в сроки;
- Не разглашать конфиденциальную информацию о деятельности АО;
- Участвовать в принятии корпоративных решений без которых корпорация (АО) не может продолжать свою деятельность;
- Не совершать действия, заведомо направленные на причинение вреда корпорации (АО);
- Не совершать действия (бездействие), которые существенно затрудняют деятельность (АО);
- Другие обязанности, предусмотренные законом или учредительным документом общества.

Государство как акционер

- Государство (федеральная власть, субъекты Федерации, органы местного самоуправления) становится акционером:
- при проведении приватизации государственных и муниципальных предприятий;
- при выкупе акций акционерных обществ (огосударствление);
- при учреждении акционерных обществ государством или с его участием в случаях, установленных федеральными законами .

По критерию участия в капитале и степени влияния государства на управление АО

- до 100% капитала принадлежит государству (полная зависимость юридического лица от структур государственного управления);
- государству принадлежит контрольный пакет акций;
- государству принадлежит блокирующий пакет акций;
- государству принадлежит незначительный пакет акций (менее 25%);
- государству принадлежит «золотая акция».

«Золотая акция»

- это специфическая форма участия государства в АО;
- условная акция, сохраняемая в руках государственного органа, ведающего приватизируемым государственным предприятием, преобразуемым в АО;
- механизм управления – решающий голос на ОСА;
- История: Широко применялась в 80-х годах XX в. в Великобритании. Правительство М. Тэтчер осуществляло программу приватизации.
- Приватизация предприятий в европейских странах.
- Россия: начало 1990-х. – процессы приватизации.
- Впервые, правовой статус - указом президента 16.11. 1992 г.

Механизм реализации «золотой акции»

- Назначение представителей РФ, субъектов РФ, муниципальных образований в совет директоров и ревизионную комиссию АО.
- Специальное право государственных органов РФ и ее субъектов на участие в управлении АО:
- вносить предложения в повестку дня общего собрания;
- требовать созыва внеочередного собрания;
- иметь доступ ко всем документам общества;
- налагать вето на решения общего собрания по вопросам:
 - внесения изменения и дополнения в устав или утверждения устава в новой редакции;
 - реорганизации общества;
 - ликвидации общества, назначения ликвидационной комиссии;
 - утверждения промежуточного и окончательного ликвидационного баланса;
 - изменения уставного капитала;
 - совершения крупных сделок и сделок с заинтересованностью

Особенности «золотой акции»

- Не является разновидностью ценной бумаги;
- Не имеет номинальной стоимости;
- Не начисляются дивиденды;
- Не подлежит замене на акции АО;
- В случае ликвидации общества, не дает права на получение части его имущества.
- Решение об использовании «золотой акции» может быть принято только в отношении того АО, в котором РФ или субъект РФ обладает пакетом акций.

«Золотая акция» в российских компаниях

- ОАО «Сбербанк России» - российского «Yandex N.V.»;
- ОАО «Роснефть» - стратегическое предприятие;
- ОАО «Аэрофлот», государство планировало выйти из собственников к 2016 г., но оставить за собой «золотую акцию», (ОАО «Рус Гидро», ОАО «Зарубежнефть», ОАО «ОЗК»);
- Прекращение действия «золотая акция» ОАО «Эталон», ОАО «Невинномысский азот», ОАО «Фармстандарт - Томскхимфарм», ОАО «ЦНИИ швейной промышленности»

Преимущества и недостатки «золотой акции»

- Преимущества: не допущение расхищения имущества, защита прав трудового коллектива, обеспечение обороноспособности страны и безопасности государства.
- Недостатки: нарушение принципа равенства между акционерами, настороженность инвесторов.

Общее собрание акционеров

- высший орган управления акционерного общества;
- орган управления советом директоров, ревизионной комиссией;
- орган опосредованного управления акционерным обществом. Общее собрание ни при каких обстоятельствах не может выполнять функции непосредственного управления акционерным обществом;
- орган, посредством которого акционеры утверждают долгосрочную стратегию его развития;
- орган владельческого контроля над акционерным обществом.

Компетенция общего собрания

— установленный законом перечень вопросов, решения по которым в праве принимать данное собрание

- *Исключительная компетенция* - перечень вопросов, которые по закону могут решаться только на общем собрании акционеров и не могут быть переданы на решение выборным или исполнительным органам общества.
- *Альтернативная компетенция* - перечень вопросов, которые по закону относятся к компетенции общего собрания акционеров, но решение их в соответствии с уставом акционерного общества может быть закреплено за выборными или исполнительными органами управления обществом.

Реорганизация и ликвидация общества

- Реорганизация общества; исключительная, $\frac{3}{4}$ голосов;
- Ликвидация общества и назначение членов ликвидационной комиссии; исключительная, $\frac{3}{4}$ голосов;
- Утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов. исключительная, $\frac{3}{4}$ голосов.

Избрание органов управления общества

- Определение количественного состава совета директоров; исключительная, большинство голосов;
- Избрание и утверждение размеров вознаграждений и компенсаций членов совета директоров; исключительная, большинство голосов;
- Назначение и досрочное прекращение полномочий генерального директора и членов коллегиального исполнительного органа (если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции совета директоров); альтернативная, большинство голосов.

Контроль за деятельностью общества

- Утверждение внутреннего документа, определяющего порядок и деятельность ревизионной комиссии; исключительная, большинство голосов;
- Избрание членов ревизионной комиссии и досрочное прекращение их полномочий; исключительная, большинство голосов;
- Утверждение размера и условий выплаты вознаграждений и компенсаций членам ревизионной комиссии; исключительная, большинство голосов;
- Требование о проведении внеочередной проверки ревизионной комиссией; исключительная, большинство голосов;
- Утверждение аудитора общества; исключительная, большинство голосов;
- Утверждение годовых отчетов; исключительная, большинство голосов;
- Объявление и выплата дивидендов. исключительная, большинство голосов.

Внутренние документы, регулирующие деятельность органов общества

- Внесение изменений и дополнений в устав или утверждение устава в новой редакции; исключительная, 3/4 голосов;
- Определение порядка ведения общего собрания; исключительная, большинство голосов;
- Избрание членов счетной комиссии и досрочное прекращение их полномочий, определение количественного состава счетной комиссии; исключительная, большинство голосов;
- Утверждение внутренних документов, регулирующих деятельность органов общества (общего собрания, совета директоров, генерального директора и коллегиального исполнительного органа). исключительная, большинство голосов.

Уставной капитал

- Увеличение уставного капитала путем увеличения номинальной стоимости размещенных акций; (если уставом общества решение этого вопроса не отнесено к компетенции совета директоров); альтернативная, большинство голосов;
- Определение количества, номинальной стоимости, категории (типа) объявленных акций; исключительная, $\frac{3}{4}$ голосов;
- Увеличение уставного капитала путем размещения дополнительных акций (если уставом общества решение этого вопроса не отнесено к компетенции совета директоров); альтернативная, большинство голосов;
- Уменьшение уставного капитала путем уменьшения номинальной стоимости размещенных акций; исключительная, большинство голосов;
- Уменьшение уставного капитала путем приобретения обществом части акций в целях сокращения их общего количества, а также путем погашения акций общества, находящихся в собственности общества (казначейские акции). исключительная, большинство голосов.

Ценные бумаги

- Дробление и консолидация акций; исключительная, большинство голосов;
- Приобретение обществом размещенных акций в случаях, предусмотренных законом об АО; исключительная, 3/4 голосов;
- Выпуск и размещение облигаций и иных ценных бумаг, конвертируемых в акции; альтернативная, большинство голосов;
- Выпуск и размещение акций и иных ценных бумаг, конвертируемых в акции, посредством закрытой подписки. исключительная, большинство голосов.

Одобрение сделок

- Одобрение крупных сделок; исключительная, большинство голосов;
- Одобрение сделок с заинтересованностью; исключительная, большинство голосов;
- Освобождение контролирующих акционеров от обязательства делать предложение о выкупе акций других акционеров в ходе осуществления сделок по приобретению контроля. исключительная, большинство голосов.

Вопросы участия в других юридических лицах

- Принятие решения об участии в финансово-промышленных группах, ассоциациях и иных объединениях коммерческих организаций исключительная, большинство голосов.

Виды общих собраний акционеров

- По периодичности:
- *Годовое собрание* проводится один раз в год в сроки, не ранее, чем через 2 месяца и не позднее, чем через 6 месяцев после окончания финансового года акционерного общества.
- *Внеочередное собрание* проводится помимо годового в течение данного года по инициативе акционеров или органов управления общества.
- По форме проведения:
- *Очная форма собрания акционеров* - общее собрание акционеров, организуемое на основе непосредственного присутствия акционеров или их представителей. (годовое и внеочередное)
- *Заочная форма собрания акционеров* - собрание, на котором голосование акционеров по вопросам повестки дня осуществляется заочно, без предоставления им возможности совместного присутствия
- Заочное голосование

Вопросы, обязательные для рассмотрения на годовом собрании

- утверждение годового отчета, годовой бухгалтерской отчетности, в том числе отчетов о прибылях и убытках общества;
- распределение прибыли, в том числе выплата (объявление) дивидендов, или объявление убытков акционерного общества по результатам финансового года;
- избрание (переизбрание) членов совета директоров.

Если истекают сроки полномочий выборных органов управления акционерным обществом

- избрание единоличного и коллегиальных органов управления, если уставом общества это отнесено в компетенцию общего собрания акционеров;
- определение количественного состава ревизионной комиссии и избрание ее членов;
- утверждение внешнего аудитора;
- избрание членов счетной комиссии.

Собрание в форме заочного голосования не может быть проведено, если повестка дня содержит один из следующих вопросов

- Об избрании СД;
- Об избрании ревизионной комиссии;
- Об утверждении аудитора;
- Об утверждении годовых отчетов, годовой бухгалтерской отчетности; о распределении прибыли, выплате дивидендов.

1. Подготовка и созыв ОСА

- 1.1. Инициация ОСА;
- 1.2. Принятие решения о проведении ОСА;
- 1.3. Предложение вопросов в повестку дня ОСА;
- 1.4. Выдвижение кандидатов в органы управления и контроля общества;
- 1.5. Определение круга лиц, имеющих право на участие в ОСА.

1.1.Инициация ОСА

- Совет директоров;
- Ревизионная комиссия (ревизор);
- Аудитор;
- Акционеры, владеющие в совокупности не менее 10% голосов на дату предъявления требования.

1.2.Решение о созыве общего собрания акционеров принимает совет директоров (в течение 5 дней)

- форму проведения общего собрания акционеров (очную или заочную);
- повестку дня общего собрания акционеров.
- дату, место и время проведения общего собрания акционеров и в случае заочного голосования дату окончания приема бюллетеней для голосования;
- дату составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров;
- порядок оповещения акционеров о проведении общего собрания;
- перечень материалов, предоставляемых акционерам при подготовке к проведению общего собрания;
- форму и текст бюллетеня для голосования в случае голосования бюллетенями.

Место проведения ОСА

- Собрание акционеров проводится в месте нахождения общества, если иное место его проведения не установлено уставом общества;
- При определении в уставе места проведения ОСА, отличного от места нахождения общества, рекомендуется учитывать интересы и возможности акционеров принять личное участие в собрании акционеров.

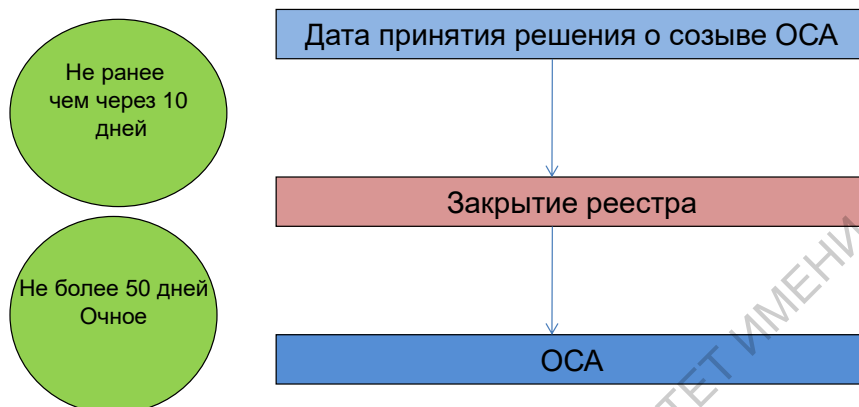
1.3. Предложение вопросов в повестку дня ОСА/

1.4. выдвижение кандидатов в совет директоров

- Акционеры или акционер, владеющий не менее чем 2% голосующих акций;
- Не позднее чем через 30 дней после окончания финансового года.
- **Выдвижение кандидатов:**
 - в совет директоров;
 - в коллегиальный исполнительный орган;
 - в ревизионную комиссию;
 - на должность единоличного исполнительного органа.

1.5. Определение круга лиц, имеющих право на участие в собрании (независимый регистратор)

- Реестр акционеров - список зарегистрированных лиц, на имя которых записаны именные акции по состоянию на любую дату, позволяющий идентифицировать их собственников, а также количество, номинальную стоимость и тип (катеорию) принадлежащих им акций.
- *Дата закрытия реестра акционеров*



Список лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров

- имя лица;
- данные, необходимые для его идентификации;
- данные о количестве и категории (типе) акций;
- почтовый адрес, по которому должны направляться сообщения о проведении общего собрания и бюллетени для голосования.

2. Уведомление о проведении собрания

- Если повестка дня содержит вопрос об избрании СД или реорганизации – не позднее 70 дней до проведения собрания;
- Во всех остальных случаях – не позднее 20 дней.
- Направление сообщения о проведении ОСА
 - Заказным письмом;
 - Вручение сообщения о проведении собрания под роспись;
 - Публикация сообщения в печатном издании;
 - Информирование через иные средства массовой информации (радио, телевидение). Является дополнительным способом.

3. Подготовка информации (материалов), предоставляемых акционерам по вопросам повестки дня

- В течение 20 дней до собрания (в случае реорганизации – в течение 30 дней);
- Годовой отчет общества;
- Годовая бухгалтерская отчетность (заключение аудитора, заключение ревизионной комиссии о достоверности данных);
- Рекомендации совета директоров по распределению прибыли, по размеру дивиденда по акциям и порядку его выплаты;
- Сведения о кандидатах в исполнительные органы, совет директоров, ревизионную комиссию, счетную комиссию);
- Проекты внутренних документов;
- Проект изменений и дополнений, вносимых в устав.

4. Проведение собрания акционеров

Этапы проведения ОСА:

- Регистрация участников собрания (счетная комиссия);
- Определение кворума (по результатам регистрации);
- Процедурные вопросы:
 - Избрание председателя и секретаря собрания;
 - Определение порядка проведения собрания;
 - Включение дополнительных вопросов в повестку дня.
- Голосование (если количество акционеров > 100, то голосование осуществляется только с помощью бюллетеней);
- Подведение итогов голосования (счетная комиссия);
- Оформление документов собрания:
 - Протокол об итогах заседания (счетная комиссия не позднее 3-х рабочих дней после ОСА);
 - Отчет об итогах (счетная комиссия);
 - Протокол общего собрания.

Правомочность общего собрания. Кворум.

- Кворум общего собрания акционеров - число голосов присутствующих на собрании, которое является достаточным для его проведения в соответствии с законом и уставом акционерного общества;
- обеспечивается присутствием лично или через полномочных представителей акционеров;
- более чем половиной голосов размещенных голосующих акций общества;
- по отдельным вопросам (разный состав голосующих) – отдельный кворум; Определяется не кворум ОСА, а кворум для принятия решения по каждому вопросу повестки дня ОСА;
- голоса, представленные бюллетенями, также учитываются при выявлении кворума (не позднее, чем за два дня до проведения ОСА) .

При отсутствии кворума

- объявляется новая дата проведения общего собрания акционеров,
- кворум нового собрания - 30% голосов размещенных голосующих акций общества;
- повторное проведение собрания дает шанс обладателям небольших пакетов акций сформировать свою команду управления.

Уведомление об итогах голосования

- С 01.07. 2014 изменился порядок уведомления об итогах голосования на ОСА.
- Решения могут оглашаться на ОСА, а также должны быть доведены до сведения в форме отчета об итогах голосования не позднее 4 рабочих дней после даты закрытия ОСА или даты окончания приема бюллетеней при проведении ОСА в форме заочного голосования.

Внеочередное собрание акционеров

- Инициатива (требование) проведения может исходить от:
 - совета директоров акционерного общества;
 - ревизионной комиссии;
 - аудитора акционерного общества;
 - акционеров, владеющих в совокупности не менее 10% голосов.

- Мотивированное решение об отказе направляется акционерам (акционеру), не позднее 3-х дней с даты принятия такого решения.

Сроки проведения ВСА

- В течение 50 дней с момента представления требования;
- В течение 95 дней с момента представления требования, если повестка дня содержит вопрос об избрании членов СД.

Причины проведения внеочередного собрания акционеров:

- изменения в структуре капитала общества;
- реорганизация, (смена лиц в органах управления обществом);
- появление достоверной информации о злоупотреблениях органов управления акционерным обществом.

Новации в проведении ОСА:

- Возможность дистанционного участия акционера в ОСА (Устав акционерного общества (как публичного, так и непубличного));
- Дата составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании;
- Расширение способов уведомления акционеров;
- Заблаговременная рассылка бюллетеней;
- В отношении порядка подведения итогов голосования по некоторым вопросам компетенции ОСА.

Дистанционное участие акционера в ОСА

- заполнения бюллетеня для голосования на некотором сайте в сети Интернет, адрес которого указан в решении о созыве собрания, не позднее двух дней до даты проведения собрания;
- регистрации акционера как участника собрания на некотором сайте в сети Интернет, адрес которого указан в решении о созыве собрания, голосования по вопросам повестки дня в ходе собрания при условии трансляции хода собрания на этом же сайте.

Дата составления списка лиц, имеющих право на участие в собрании

- С 1 июля 2016 года (п.1 ст. 52 в новой редакции ФЗ «Об акционерных обществах»);
- Дата не может быть установлена ранее чем через 10 дней с даты принятия решения о проведении ОСА и более чем за 25 дней до даты проведения ОСА.

Новые способы уведомления акционеров (вступают в силу с 01.07.2016 г)

- заказное почтовое отправление;
- уведомление под роспись;
- публикация в СМИ и на сайте;
- публикация только на сайте;
- направление электронного сообщения по адресу электронной почты соответствующего лица, указанному в реестре акционеров общества;
- направление СМС - сообщения, на номер контактного телефона, который указан в реестре акционеров общества.
- **Проблема с наличием данных!!!!**

Заблаговременная рассылка бюллетеней

- С 1 июля 2016 года заблаговременно подготавливать и рассылать бюллетени для голосования должны будут все компании, в которых количество акционеров превышает 50 (Сейчас 1000.);
- Направление бюллетеней:
 - заказным письмом,
 - в виде электронного сообщения по адресу электронной почты (устав общества). Проблема с наличием данных!!!

Новации в отношении порядка подведения итогов голосования по некото- рым вопросам компетенции ОСА

- Принятие решения об изменении статуса акционерного общества с **непубличного на публичное** требует принятия такого решения тремя четвертями голосов от общего числа акционеров, в том числе — владельцев привилегированных акций;
- Принятие решения об изменении статуса акционерного общества с **публичного на непубличное** требует принятия такого решения 95% голосов всех акционеров, с учетом голосов владельцев привилегированных акций;
- Если в акционерном обществе есть привилегированные акции, по которым ранее не было принято решение о выплате дивидендов, на последующем собрании владельцы таких акций не вправе голосовать «против» по вопросу о выплате дивидендов.

ЛЕКЦИЯ 9. СОВЕТ ДИРЕКТОРОВ

1. Совет директоров: состав и порядок формирования
2. Функции и компетенции совета директоров

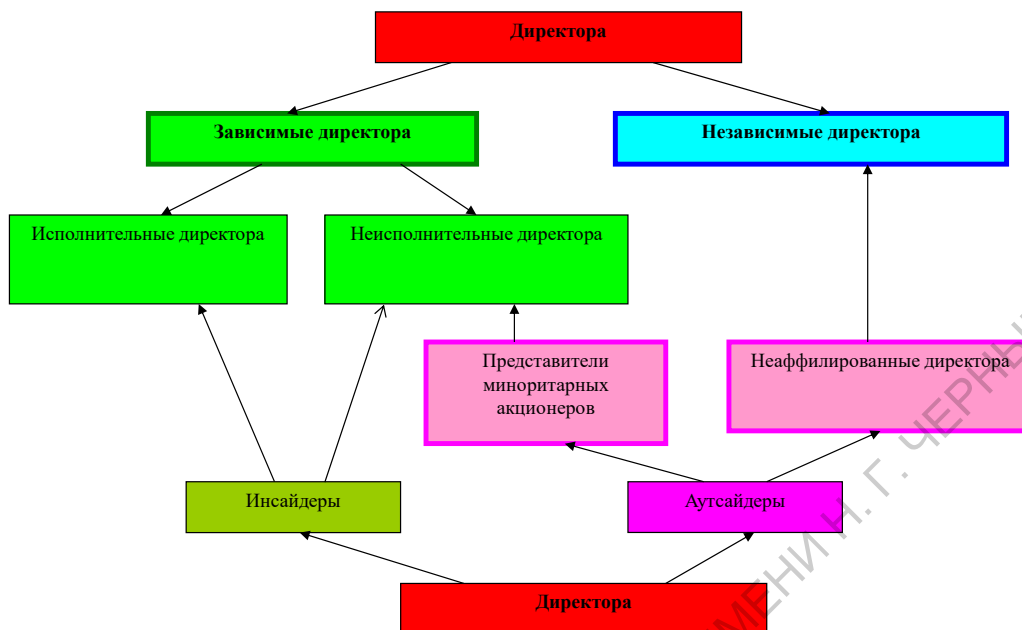
1. Совет директоров: состав и порядок формирования

- *Совет директоров (наблюдательный совет)* — это избираемый на определенный срок собранием акционеров коллегиальный орган управления, осуществляющий руководство деятельностью акционерного общества в период времени между ежегодными собраниями акционеров в соответствии с компетенцией, предоставляемой ему по закону и по уставу.
- Цель - повышение качества управления акционерного общества, повышение его устойчивости, увеличение прибыльности и рыночных цен его акций.
- создается в обязательном порядке во всех акционерных обществах, (исключение - число акционеров менее 50).
- членом совета директоров может быть только физическое лицо.

Количественный состав совета директоров в отечественных корпорациях (определяется уставом)

Численность акционеров - владельцев голосующих акций	Минимальное количество членов совета директоров
1000 и менее	5
Более 1000	7
Более 10000	9

Состав совета директоров



Зависимые директора

- *Исполнительные директора (внутренние)* – члены совета директоров, занимающие также определенную должность в обществе (генерального директора, члена правления, менеджера).
- не могут составлять более 25% состава совета директоров;
- генеральный директор не может быть одновременно председателем совета директоров.
- *Неисполнительные директора (внешние)* – члены совета директоров, которые **не совмещают** работу в совете директоров с работой на какой-либо иной должности в обществе (акционер, номинальный держатель акций) или другое лицо.

«За» и «Против» в составе совета исполнительных директоров

«Против»

- Исполнительные органы – «исполнять». Ветви власти не должны смыкаться.
- Совет директоров выполняет функцию внутреннего контроля (корпоративный контроль).
- Деформация свободного обсуждения острых вопросов.
- Обсуждение вознаграждения топ-менеджеров.

«За»

- Партнерские отношения между менеджерами и остальными членами совета директоров (собственниками). «Китайская стена» опасна!
- Генерального директора избирает большинство на ОСА или в СД.
- Нелепость: мажоритарий – генеральный директор.
- Генеральный директор – источник информации.
- ПАО – открытые компании.

Компромисс

- Права члена совета необходимо заслужить, а не получить автоматически – «в силу занимаемой должности». Членами совета не должны быть вновь избранные директора.
- Различные требования к директорам: «отраслевик», «стратег».
- Структура капитала (концентрация собственности). Чем распыленней собственность тем нужнее директор в совете.
- Стадия развития компании. (Стартап, «предбанкротное» состояние, рейдерский захват или гринмейл, репрофилирование, реструктуризация активов, подготовка сделок слияния и поглощения – близкое сотрудничество директоров в рамках СД).
- Джентельменские договоренности ключевых партнеров. Введение конкретной личности.
- Крайности, корпоративные традиции и штампы вредны!!!

Независимые директора

- не работали в данном обществе (как генеральный директор, член исполнительных органов, работник, менеджер не менее 3-х лет);
- не имеют родственников, работающих на этом предприятии;
- не являются аффилированными лицами общества;
- не являются аффилированными лицами крупного контрагента общества;
- не имеют акций данного предприятия;
- не являются представителями государства;
- Должны составлять не менее 1/4 состава совета директоров;
- Сведения о независимых директорах рекомендуется раскрывать в годовом отчете общества.

Независимые директора (ККУ 2014 г)

- 11 пунктов;
- 4) кандидат и (или) его близкие родственники не являются владельцами акций или выгодоприобретателями по акциям общества или существенного контрагента общества, составляющим более 5 % уставного капитала или общего количества голосующих акций (долей);
- независимые директора составляли не менее 1/3 состава совета директоров;

Инсайдеры и аутсайдеры

- **Инсайдеры** - лица, **тесно связанные** в финансовом отношении с компанией или ее контролирующим акционером (сотрудники, родственники, сотрудники организаций, которые оказывают компании коммерческие услуги).
- **Аутсайдеры** - это директора, **не имеющие прямых связей** с компанией или с ее контролирующими акционерами.
- представители миноритарных акционеров:
 - неконтролирующих стратегических инвесторов - владение 5%,
 - портфельных инвесторов - владение <5%;
- неаффилированные директора - это лица, которые, насколько можно судить на основе публичной информации, не имеют никаких финансовых или личных связей с компанией, ее акционерами или другими аффилированными лицами:
 - бывшие работники отрасли на пенсии,
 - профессионалы в области финансов и бизнеса на пенсии,
 - менеджеры крупных компаний,
 - представители объединений акционеров,
 - представители научного сообщества,
 - бывшие государственные служащие.

Качества членов совета директоров

- компетентность;
- образование;
- опыт работы;
- добросовестность;
- наличие достаточного времени;
- честность;
- ответственность.
- финансы (отчетность, финансовые рынки, налогообложение);
- знание бизнеса, отрасли;
- корпоративного законодательства;
- управленческие навыки;
- антикризисное управление.

Выборы совета директоров

- Члены совета директоров избираются годовым общим собранием акционеров на год;
- Если годовое общее собрание акционеров не было проведено полномочия совета директоров прекращаются, за исключением полномочий по подготовке, созыву и проведению годового общего собрания акционеров;
- Лица, избранные в состав совета директоров общества, могут переизбираться неограниченное число раз;
- Выборы членов совета директоров в отечественных акционерных корпорациях осуществляются кумулятивным голосованием;
- Избранными считаются кандидаты, набравшие наибольшее количество голосов;
- Минимальное количество голосов для избрания члена совета директоров при кумулятивном голосовании:

$$K = \frac{D * S}{D + 1} + 1;$$

Кумулятивное голосование

- Обратно пропорциональная зависимость: между количеством избираемых членов органа общества и количеством голосов, необходимых для избрания одного члена;
- Чем больше количественный состав органа, тем меньше голосов необходимо для избрания одного члена.

Пример 1: Число избранных членов совета директоров меньше, чем его количественный состав, определенный в уставе

- Уставом общества количественный состав совета директоров определен в пять членов.
- В бюллетень для голосования включено шесть кандидатов. Они получили следующее количество голосов:
- Кандидат «А» -20 голосов;
- Кандидат «Б» -19 голосов;
- Кандидат «В» -18 голосов;
- Кандидат «Г» -10 голосов;
- Кандидат «Д» -10 голосов;
- Кандидат «Е» -10 голосов;

Пример1: Число избранных членов совета директоров меньше, чем его количественный состав, определенный в уставе

- Решения принятые общим собранием акционеров:
- Избрать в совет директоров общества кандидата «А»;
- Избрать в совет директоров общества кандидата «Б»;
- Избрать в совет директоров общества кандидата «В»;
- Кворум составляет не менее половины от количественного состава, предусмотренного уставом общества (пять членов).
- Совет директоров в составе трех членов может принимать решения по вопросам своей компетенции.

Пример 2: В совет директоров избран один кандидат.

- Совет директоров сформирован;
- Его компетенция ограничивается обязанностью принятия решения только по одному вопросу: «Обязан принять решение о проведении внеочередного ОСА для избрания нового совета директоров»;
- «В случае, когда количество членов совета директоров становится менее количества, составляющего кворум, совет директоров общества обязан принять решение о проведении внеочередного ОСА для избрания нового состава совета директоров».

Пример 3: Где подвести черту?

- $S=10$; $D=6$.
- Акционер А - 7 акций;
- Акционер Б - 2 акции;
- Акционер В - 1 акция;
- А выдвинул пять кандидатов;
- Б предложил одного кандидата.
- А 35 голосов делит между пятью поровну. Каждый получает по 7.
- Б 10 голосов отдает одному своему кандидату.
- В на собрание не приходит.
- Избран кандидат от Б !!!.

Пример 4: Учись договариваться друг с другом!

- $S=100$; $D=5$.
- Акционер А – 60 акций; 300 голосов;
- Акционер Б – 20 акций; 100 голосов;
- Акционер В – 11 акций; 55 голосов;
- Остальные у прочих миноритариев.
- 7 кандидатов;
- А – 5 кандидатов;
- Б – 1 кандидат;
- В – 1 кандидат;
- На собрание пришли акционеры А, Б, В.
- $K=5 \cdot 91/6 + 1 = 76$ голосов – порог гарантированного избрания члена совета директоров.
- Если Б и В договорятся и Б отдает голоса В, то кандидат от В становится членом, а А избирает только 3-х кандидатов.
- Если нет, то у А – 4 члена и у Б-1. У В – 0.

Председатель совета директоров

- Избирается членами совета директоров из их числа большинством голосов неограниченное число раз;
- Совет директоров вправе в любое время переизбрать своего председателя большинством голосов членов совета директоров;
- ККУ 2014 Председатель – независимый директор;
- Основными обязанностями председателя совета директор являются:
 - организация работы совета директоров;
 - созыв заседаний совета директоров и председательство на них;
 - организация ведения протоколов заседаний совета директоров;
 - председательство на общем собрании акционеров, если иное не предусмотрено уставом акционерного общества.

Внеочередные заседания совета директоров

- по инициативе:
 - председателя совета;
 - члена совета директоров;
 - члена ревизионной комиссии (ревизора) общества;
 - аудитора общества;
 - исполнительного органа общества.

Кворум для проведения заседания совета директоров

- не должен быть менее половины от числа избранных членов совета директоров общества;
- в противном случае - проведение внеочередного общего собрания акционеров для довыборов или своего переизбрания;
- каждый член совета директоров обладает одним голосом;
- передача права голоса членом совета директоров общества иному лицу, не допускается;
- уставом общества может быть предусмотрено право решающего голоса председателя совета директоров в случае равенства голосов членов совета директоров при решении того или иного вопроса повестки дня.

Ответственность членов совета директоров

- несут имущественную ответственность в случае, если от их действия или бездействия общество понесло убытки.
- не могут нести ответственность за убытки, если они:
 - голосовали против решения совета директоров, которое повлекло причинение обществу убытков;
 - не принимали участия в заседании совета директоров, в котором было принято такое решение.

Функции в принципах корпоративного управления ОЭСР

- пересматривать и направлять корпоративную стратегию, основные планы действий, политику управления рисками, годовые бюджеты и бизнес - планы;
- планировать цели деятельности;
- контролировать выполнение планов и деятельность компании.

Функции совета директоров

- Chief Executive Officer



2. Функции и компетенции совета директоров

- Определение стратегии развития акционерного общества, общего руководства общества;
- Организация эффективного управления уставным, акционерным капиталом;
- Контроль за раскрытием информации акционерного общества;
- Обеспечение реализации прав и законных интересов акционеров.

1. Определение стратегии развития акционерного общества, общего руководства общества

- определяет приоритетные направления деятельности общества;
- определяет структуру и членов комитетов совета директоров;
- проводит внутреннюю и внешнюю экспертизу стратегии общества;
- утверждает крупные сделки;
- утверждает сделки с заинтересованностью;
- разрешает корпоративные конфликты;
- назначает корпоративного секретаря и прекращает его полномочия;
- утверждает внутренние документы общества;
- создает филиалы и открывает представительства.

2. Организация эффективного управления уставным, акционерным капиталом

- принимает решения об увеличении уставного капитала;
- принимает решения о выпуске и размещении конвертируемых и неконвертируемых облигаций;
- определяет рыночную стоимость имущества, цену размещения и выкупа акций и иных ценных бумаг;
- принимает решение о приобретении размещенных обществом акций;
- утверждает регистратора общества;
- принимает решение об использовании резервного и иных фондов общества.

3. Организация эффективной деятельности исполнительных органов общества

- образует исполнительные органы АО;
- досрочно прекращает полномочия исполнительных органов общества;
- назначает генерального директора;
- приостанавливает полномочия генерального директора, избранного общим собранием и назначает лицо, временно исполняющее обязанности генерального директора;
- назначает временный коллегиальный исполнительный орган;
- определяет размер вознаграждения, выплачиваемого членам исполнительных органов;
- осуществляет контроль за деятельностью исполнительных органов и запрашивает протоколы их заседаний;
- разрешает менеджерам занимать должности в органах управления других юридических лиц;
- наделяет других лиц, помимо председателя совета директоров, полномочиями на подписание договоров.

4. Контроль за раскрытием информации акционерного общества

- обращается к ревизионной комиссии с просьбой о проведении внеочередной проверки;
- рекомендует общему собранию акционеров размер вознаграждения, выплачиваемого членам ревизионной комиссии;
- рекомендует общему собранию акционеров размер вознаграждения аудитора;
- в предварительном порядке утверждает годовой отчет общества;
- определяет перечень дополнительных документов, которые должно хранить общество;
- создает механизмы управления рисками.

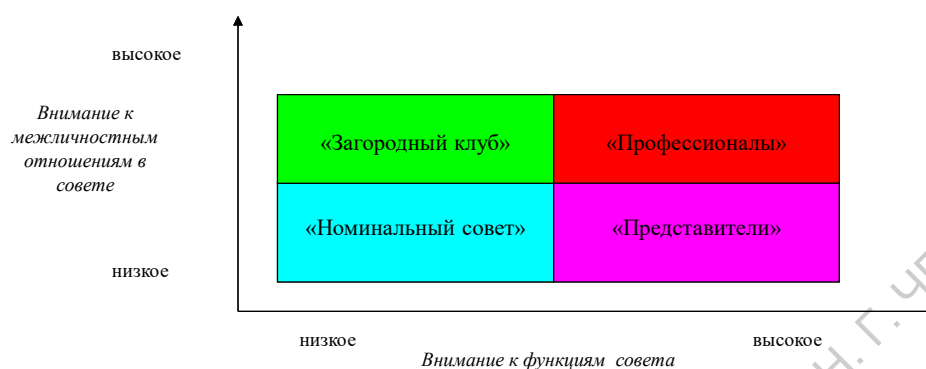
Обеспечение реализации прав и законных интересов акционеров

- созывает общие собрания акционеров;
- определяет даты составления списка лиц, имеющих право на участие в общем собрании акционеров;
- рассматривает поступившие предложения по внесению вопросов в повестку дня;
- представляет свои предложения по вопросам повестки дня;
- утверждает повестку дня общего собрания акционеров;
- созывает внеочередные собрания;
- рекомендует общему собранию акционеров размер дивидендов и порядок их выплаты.

Деятельность по выработке стандартов делового поведения и этических норм

- кодексе корпоративного поведения;
- конфликт интересов в деятельности различных должностных лиц,
- честность,
- конфиденциальность.

Типы советов директоров



«Номинальный совет»

- формально выполняет свои функции;
- не оказывает влияния на деятельность компании;
- заседания носят номинальный характер, чаще всего проводятся только на бумаге;
- присущ небольшим компаниям с высокой концентрацией собственности;
- компаниям, в которых принятие общекорпоративных решений возложено на высший менеджмент.

«Загородный клуб»

- состоит из членов, которые основное внимание уделяют отношениям внутри совета;
- встречаются чаще всего в стабильных компаниях, имеющих длительную историю своего существования;
- заседания являются особым ритуалом, проводятся в специально оборудованных дорогих помещениях и следуют сложившимся традициям.

«Представители»

- основное внимание уделяет своим функциям;
- его членами являются крупнейшие, акционеры и лица, заинтересованные в данном бизнесе;
- является парламентом компании, который представляет интересы различных сторон;
- характерны для различных управляющих органов некоммерческих, благотворительных, образовательных и культурных организаций.

«Профессионалы»

- уделяют большое внимание интересам бизнеса и взаимоотношениям внутри совета;
- членами данного совета являются профессионалы, имеющие опыт работы в бизнесе;
- возглавляет председатель с ярко выраженными лидерскими качествами;
- члены совета директоров, как правило, образуют единую команду и определяют политику компании;
- на заседаниях внимательно обсуждаются общекорпоративные вопросы;
- отношения между членами совета основываются на взаимном уважении и взаимопонимании.

Комитеты совета директоров

- Комитет по стратегическому планированию;
- Комитет по кадрам и вознаграждениям;
- Комитет по урегулированию корпоративных конфликтов;
- Комитет по аудиту;
- Комитет по этике;

Комитет по стратегическому планированию

- определяет стратегию и цели, миссию общества, а также показатели деятельности;
- разрабатывает приоритетные направления его деятельности;
- вырабатывает рекомендации по дивидендной политике общества;

Комитет по кадрам и вознаграждениям **(независимые директора)**

- вырабатывает политику общества в области вознаграждения членам совета директоров, генеральному директору, членам правления, руководителям основных структурных подразделений общества;
- определяет качества, необходимые членам совета директоров и исполнительным органам, условия договоров с данными лицами;
- проводит предварительную оценку кандидатур генерального директора и членов коллегиального исполнительного органа;
- проводит регулярную оценку деятельности генерального директора и членов правления;
- определяет выплаты в пользу указанных лиц за счет общества (в том числе страхование жизни, здоровья; негосударственное пенсионное обеспечение);
- готовит для совета директоров предложения по возможности повторного назначения генерального директора и членов коллегиального исполнительного органа;
- рассматривает кадровую политику общества, вопросы заработной платы.

Комитет по урегулированию корпоративных конфликтов (независимые директора)

- обеспечивает надлежащее отражение прав акционеров в уставе и внутренних документах, а также в кодексе корпоративного управления общества и разрабатывает политику и правила защиты прав акционеров;
- разрешает конфликты, возникающие внутри общества, между обществом и акционерами;

Комитет по аудиту (независимые директора)

- вырабатывает рекомендации совету директоров по выбору независимой (внешней) аудиторской организации;
- осуществляет взаимодействие с ревизионной комиссией общества и аудитором общества;
- осуществляет контроль за финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- контролирует исполнение финансово-хозяйственного плана общества;
- разрабатывает процедуры внутреннего контроля и процедуры управления корпоративными рисками.

Комитет по этике

- способствует соблюдению обществом этических норм и построению доверительных отношений в обществе;
- выявляет и предотвращает нарушения обществом законодательных актов и этических норм;
- разрабатывает внутренний кодекс корпоративного поведения.

Принципы при создании комитетов совета директоров

- комитеты создаются по наиболее значимым для бизнеса направлениям;
- в состав комитета должны входить лица, обладающие глубокими профессиональными знаниями и опытом в сферах, за которые отвечает комитет;
- к работе комитетов могут привлекаться эксперты, специалисты, но право голоса имеют лишь члены комитета.

Наличие в составе совета директоров независимых директоров

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
В состав совета директоров входит хотя бы один независимый директор, в том числе:	75%	74%	70%	80%	84%	83%
Независимые директора составляют одну треть состава совета директоров и более*	27%	35%	38%	33%	42%	53%
Независимые директора составляют менее одной трети состава совета директоров	48%	39%	32%	47%	42%	30%
В составе совета директоров нет независимых директоров	25%	26%	30%	20%	16%	17%

Председатель совета директоров 2014 г

	В целом по выборке	Компании, имеющие листинг
Совет директоров возглавляет независимый директор	8%	7%
Из числа избранных независимых директоров определяется старший независимый директор, который одновременно является советником председателя совета директоров	4%	5%
Совет директоров возглавляет неисполнительный директор	84%	83%
Совет директоров возглавляет исполнительный директор	8%	8%

Регулярность проведения заседаний совета директоров

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
Заседания проходят чаще, чем один раз в квартал, в том числе:	97%	100%	97%	98%	100%	98%
Заседания совета директоров проходят один раз в шесть недель и чаще	81%	81%	64%	81%	86%	68%
Заседания проходят реже, чем один раз в шесть недель, но чаще, чем один раз в квартал	16%	19%	33%	17%	14%	30%
Заседания проходят раз в квартал и реже	3%	0%	3%	0%	0%	2%

Форма проведения заседаний совета директоров

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
25% и более заседаний совета директоров проводятся в очной форме	31%	27%	30%	32%	23%	34%

Наличие комитетов в составе совета директоров

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
В составе совета директоров создан комитет по аудиту	83%	82%	69%	92%	100%	95%
В составе совета директоров создан комитет по кадрам и вознаграждениям	74%	73%	55%	80%	82%	75%

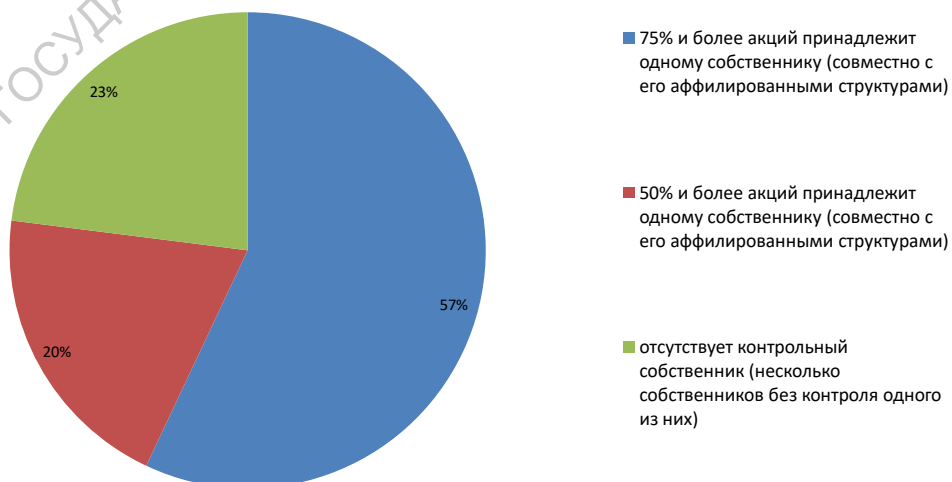
Состав комитета по кадрам и вознаграждениям

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
В состав комитета входят только независимые либо неисполнительные и независимые директора	51%	36%	40%	58%	47%	52%

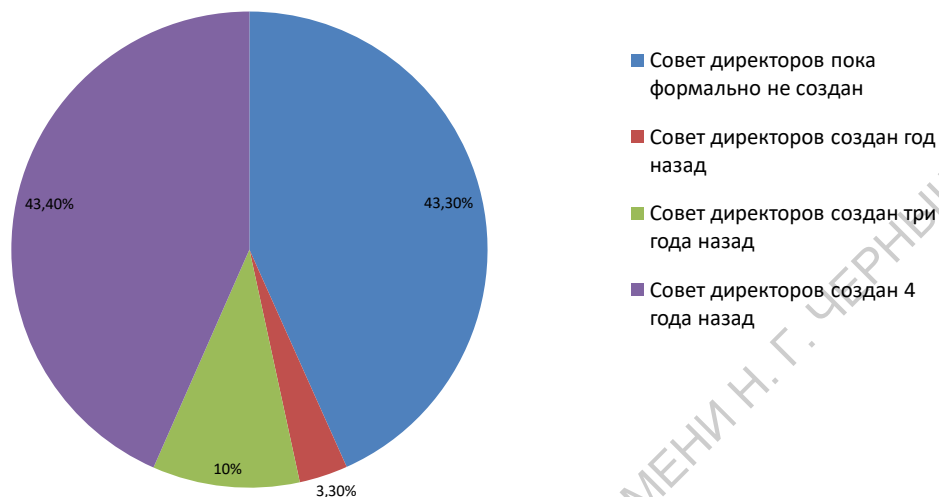
Состав комитета по аудиту

	В целом по выборке			Компании, имеющие листинг		
	2014	2011	2008	2014	2011	2008
В состав комитета входят только независимые либо неисполнительные и независимые директора	52%	45%	46%	60%	56%	52%

Непубличные компании



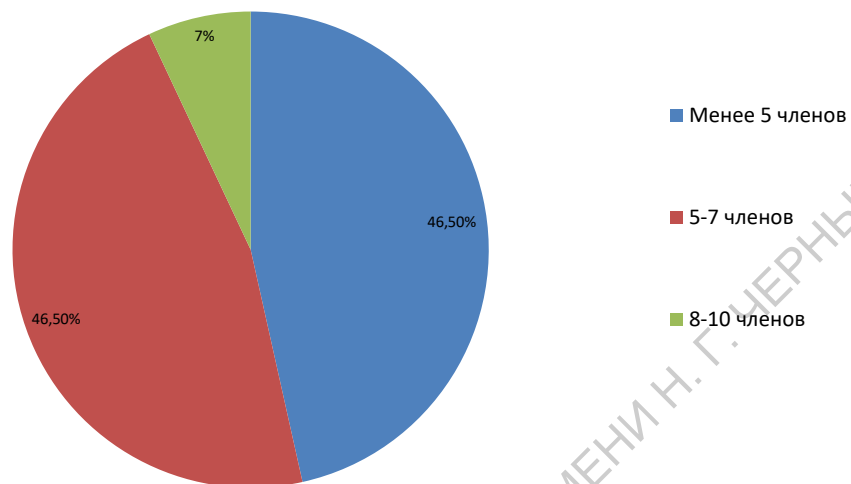
Срок работы совета директоров



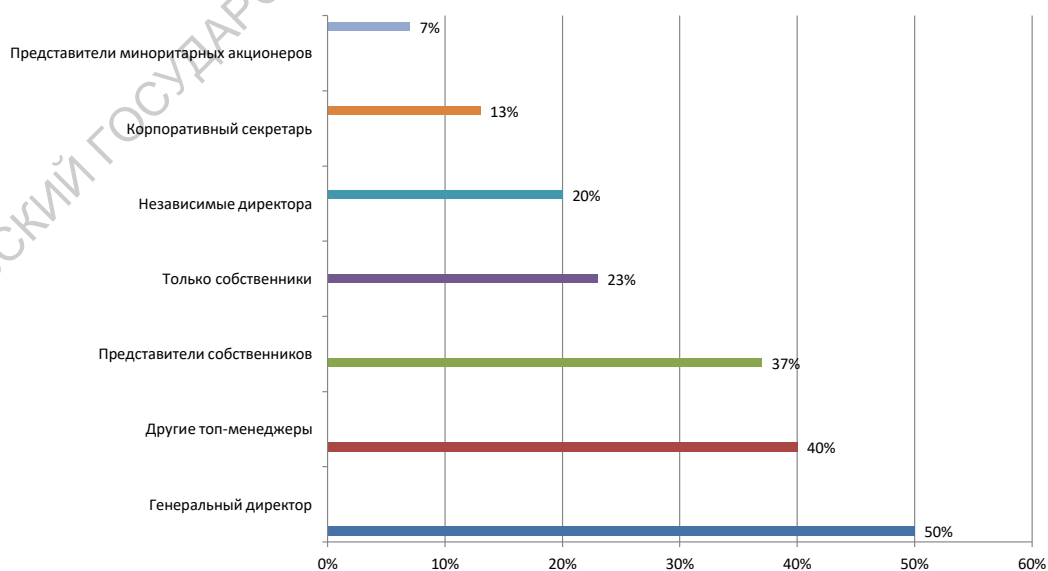
Причины создания совета директоров



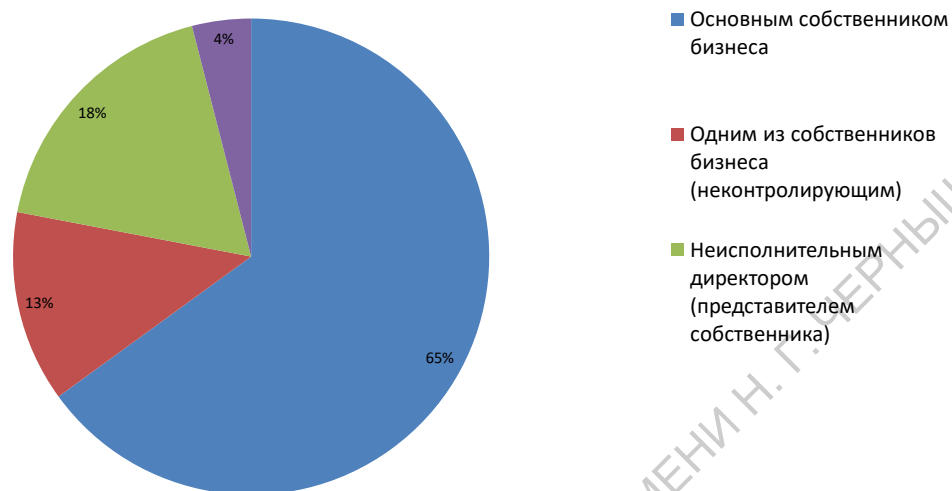
Численный состав совета директоров



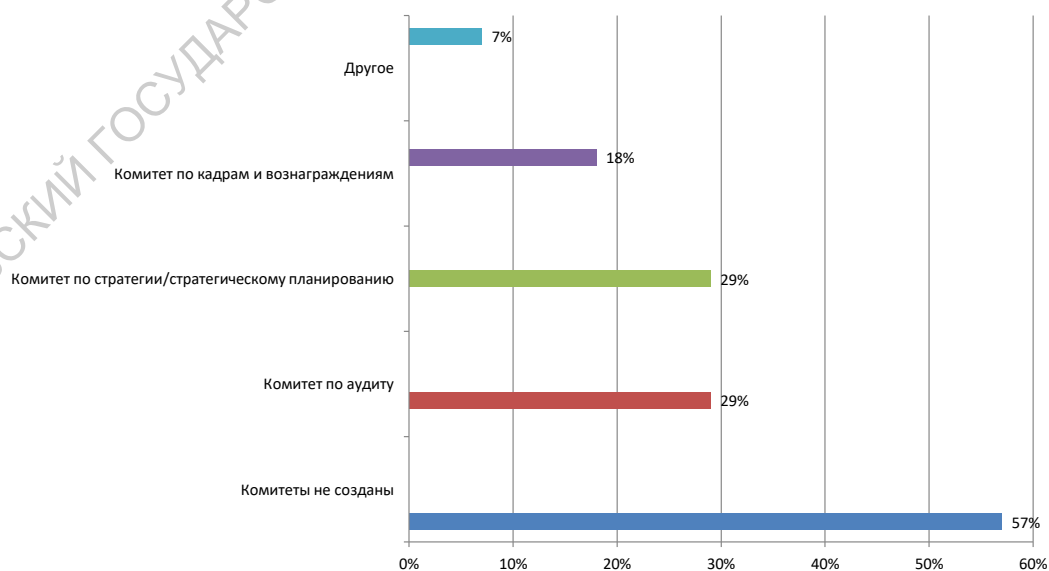
Состав совета директоров



Председатель совета директоров



Комитеты совета директоров



Рейтинг ответов на вопрос: «Какими ключевыми компетенциями должен обладать независимый директор?»

Компетенция	Рейтинг
Отраслевой опыт	1
Опыт стратегического планирования	2
Знания в области управления рисками, внутреннего контроля и внутреннего аудита	3
Знания и опыт в области корпоративного управления, организации работы совета директоров	4
Знания и опыт в области финансов и аудита	5
Знания и опыт в области управления персоналом	6
Опыт антикризисного управления	7
Опыт работы в международных компаниях	8
Знания и опыт в области маркетинга	9
Знания и опыт в области новых технологий	10

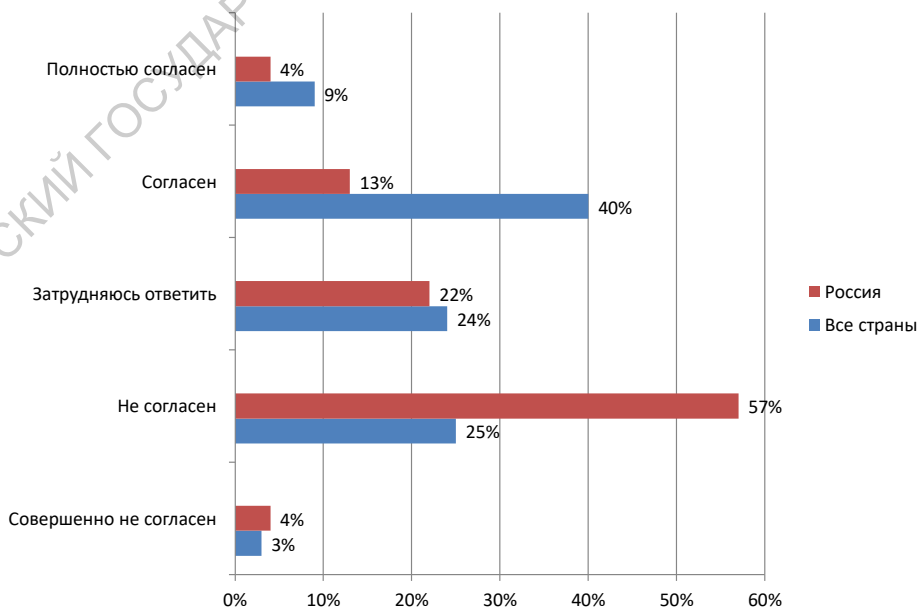
ЛЕКЦИЯ 10. ОЦЕНКА И ВОЗНАГРАЖДЕНИЕ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ

1. Оценка деятельности совета директоров компании
2. Система вознаграждения членов совета директоров компании

Причины возросшего интереса к процедурам оценки совета директоров

- Нормативное требование к ежегодному процессу оценки эффективности работы совета директоров (становится все в большем числе стран);
- Запрос и пристальное внимание со стороны акционеров;
- Проект «Директор 360°» (Международная сеть компаний «Делойт» провела опрос 317 председателей и членов совета директоров в 15 странах мира).

«Процедуры оценки деятельности совета директоров являются достаточно эффективными»



Необходимость оценки деятельности совета директоров

- Укрепление доверия акционеров к совету директоров;
- Повышение инвестиционной привлекательности акционерного общества;
- Коррективы планов и методов работы совета директоров и каждого его члена;
- Учет результатов оценки при избрании нового состава совета;
- Разработка системы вознаграждения членов совета директоров.
- Проблема самооценки и самовознаграждения!!!

История

- 1994 г. Национальная ассоциация корпоративных директоров США;
- Сначала оценка деятельности совета директоров в целом;
- 1996 г., опрос директоров из списка Fortune 1000, проведенный компанией Korn/Ferry International:
 - почти 70% крупнейших американских компаний ввели формальную процедуру оценки генеральных директоров,
 - четверть из них оценивает работу своих директоров;
 - процедуры индивидуальной оценки членов совета директоров редки и противоречивы и проводятся всего в 16% опрошенных компаний.

Процент компаний из списка Fortune 1000, проводящих процедуру оценки

генерального директора	69%
всего совета директоров	25%
отдельных членов совета	16%
генерального директора и всего совета директоров	23%
генерального директора и отдельных его членов	14%
генерального директора, всего совета и отдельных его членов	10%

Россия

- Ежегодные исследования Российского института директоров: в 2011 году лишь 13% из числа 150 включенных в исследование компаний раскрыли в своих отчетах факт проведения оценки работы совета директоров.

Оценка совета директоров

Что оценивать?

- Область деятельности совета

Как оценивать?

- Инструментарий оценки

Направления оценки работы совета директоров



Предмет оценки совета директоров

1. Способность совета определять свои сферы ответственности и устанавливать, исходя из них, ежегодные цели;
2. Результаты совета директоров в достижении этих целей, предварительно выбрав критерии оценки этих результатов;
3. Ресурсы и навыки, которые нужны совету для выполнения своей работы.
4. Как совет директоров использовал время заседаний.

Основные аспекты оценки совета директоров



Фидуциарные

- Параметры статуса совета директоров зафиксированные в уставе и реализуемые на практике: обязанность, право и возможность
 - реально определять стратегию компании;
 - оценивать риски;
 - назначать, мотивировать, контролировать и оценивать деятельность менеджмента;
- Качество выполнения советом директоров возложенных функций
 - определять политику управленческой преемственности в компании, возможность реально влиять на дивидендную политику и др.

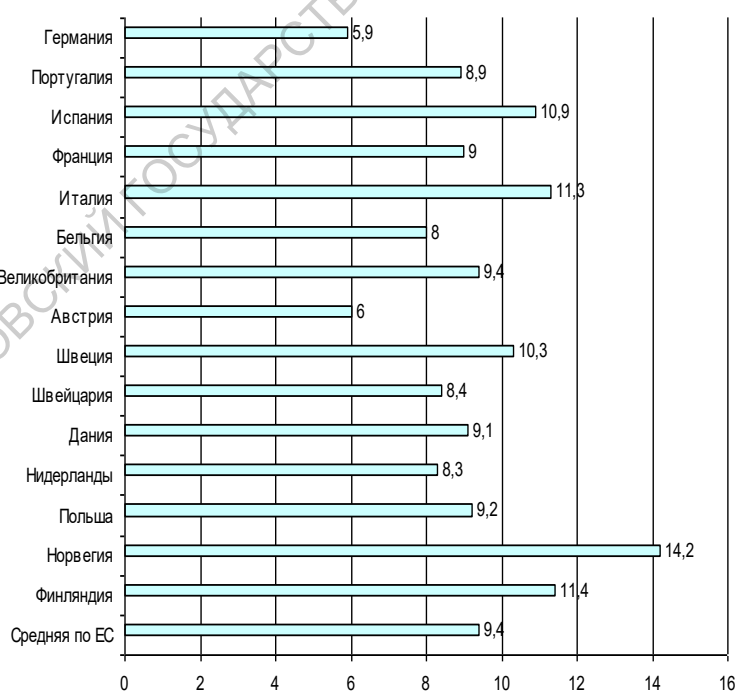
Структурные

- Параметры состава совета
- Параметры структуры совета директоров
 - Коэффициент представительства – отношение доли данного акционера (или данной группы акционеров) в совете директоров к их доле в акционерном капитале. Если коэффициент представительства меньше 1, то данная группа акционеров хуже представлена в совете директоров, чем могла бы рассчитывать, исходя из доли в капитале.
- размер - количественный состав совета;
- соответствие численности совета стоящим перед ним задачам;
- разграничение роли председателя совета директоров и генерального директора;
- наличие комитетов совета и др.;
- сроки пребывания директоров в составе совета директоров;
- участие членов совета директоров в органах корпоративного управления других компаний (overboarding);
- размер и строение ведущих комитетов (по аудиту, по назначениям и вознаграждениям);
- квалификация членов совета;
- численность и доля независимых директоров;
- гендерная диверсификация;
- квалификационный уровень совета;
- соотношение инсайдеров и аутсайдеров в совете;
- представительство крупнейшего владельца и менеджмента;
- представительская структура совета по типам акционеров и по коэффициенту представительства.

Процедурные

- Планирование работы совета директоров.
 - Практика проведения заседаний.
 - Информационное обеспечение работы директоров.
- частота заседаний и их продолжительность;
 - участие членов совета директоров в заседаниях;
 - участие в заседаниях комитетов;
 - роль председателя;
 - требования к кворуму и принятию решений;
 - распределение на очные и заочные заседания;
 - наличие плана работы совета;
 - возможность дискуссий;
 - деятельность комитетов в области подготовки к заседаниям совета;
 - информационное обеспечение членов совета;
 - наличие корпоративного секретаря.

Периодичность очных заседаний совета директоров в европейских компаниях, 2011 г



Средний показатель по странам ЕС на 2011 год в исследовании Heidrick & Struggles - 9,4 очных заседания в год.

В 2012 г., в 25,6% компаний (20,5% публичных) очные заседания проводятся два или менее одного раза в год,

11% (5,1 %) не проводят очные заседания.

(опрос корпоративных секретарей, проведенным «Делойт» и Национальным объединением корпоративных секретарей)

Инфраструктурные

- вознаграждение членов совета директоров;
- регулирование конфликта интересов;
- страхование ответственности директоров.

Инструменты и методы оценки

- самооценка директором (объективность ?????).
- внешние консультанты на основе внутренних документов и специального вопросника; (объективность !!!);
- для разработки критериев могут привлекаться внешние эксперты;
- анкеты, заполняемые каждым членом совета директоров;
- директор заполняет анкеты на всех членов совета, за исключением самого себя;
- председатель комитета по вознаграждениям проводит интервью с каждым директором лично или по телефону, используя открытые вопросы;
- вопросник, касающийся выполнения функций комитетов.
- Великобритания, «Инициатива дипломированных директоров» - строгая процедура письменной и устной проверки знаний.

Метод компании Motorola

- Членов совета просят указать степень согласия или несогласия с 27 конкретными утверждениями;
- Семь открытых вопросов типа: «Сочетает ли совет контрольную и одобряющую функции? Если нет, то, что следует изменить?»»

Совет директоров:	Абсолютно согласен	Согласен	Ни согласен, ни не согласен	Не согласен	Абсолютно не согласен
В достаточной степени участвует в определении приемника генерального директора	1	2	3	4	5
Имеет необходимые процедуры для оценки генерального директора	1	2	3	4	5
Получает достаточно информации для оценки генерального директора	1	2	3	4	5
Тратит достаточно времени на обсуждение долгосрочных планов компании	1	2	3	4	5
Предлагает изменения стратегического курса компании	1	2	3	4	5

Российский институт директоров (РИД)

- Оптимум:
 - субъективная самооценка на основании заполненных анкет и проведенных интервью;
 - объективная оценка: анализ внутренних документов компании:
 - планов и протоколов заседаний работы совета директоров и комитетов,
 - положений о совете директоров и комитетах,
 - материалы, предоставленные их членам за отчетный период для подготовки к заседаниям,
 - справки о посещаемости заседаний членами совета директоров и комитетов и форме их участия в заседаниях,
 - сравнение плана работы и реально рассмотренных на заседании вопросов.

Российский институт директоров (РИД)

- открытые вопросы;
- вопросы с готовыми вариантами ответов в баллах, которые остаются неизменными из года в год, (сравнительный анализ);
- побуждение к детальному самоанализу с точки зрения содействия успешному развитию бизнеса;
- выявление факторов, которые снижали эффективность;
- предложение путей ее повышения.

Отчет

- комитет по вознаграждениям;
- удаление фамилий из вопросника;
- выделение областей, в которых совет достиг своих целей, и областей, в которых имеются недоработки;
- обсуждение на заседании совета директоров;
- выявление факторов, снижающих эффективность работы;
- предложение путей повышения эффективности деятельности;
- заключение о необходимых изменениях в работе совета по результатам оценки.

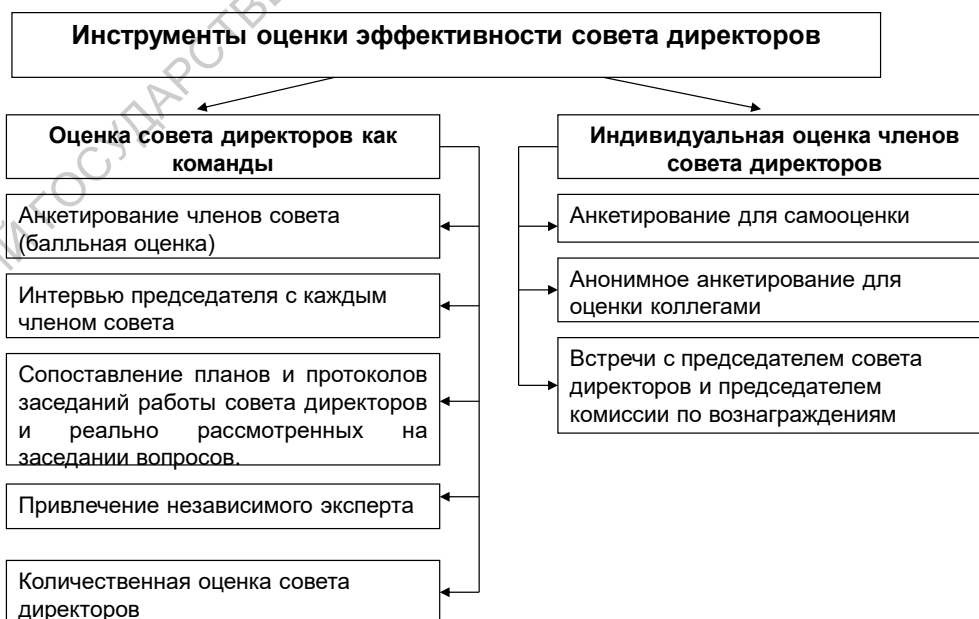
Индивидуальная оценка членов совета директоров (анкета для самооценки корпорации Motorola)

- директора должны указать степень их согласия (по пятибалльной шкале) с 20 утверждениями относительно их индивидуальной работы в качестве директоров:
 - «Я хорошо знаю отрасль и рынки компании»;
 - «Я отлично подготовлен к заседаниям совета»;
- опыт, знания, активность, добросовестность членов совета, личные качества;
- Анкета предназначена исключительно для частного использования каждым членом совета и не передается какому – либо комитету или другому члену совета;
- Играет роль личной организующей формы.

Рекомендации –сбалансированный подход

- Анонимная оценка друг друга;
- Индивидуальная самооценка;
- Оценка со стороны председателя совета директоров;
- Оценка со стороны главы комитета по вознаграждениям.

Система инструментов оценки эффективности совета директоров



Раскрытие информации об оценке совета директоров (международная практика)

- виды оценки,
- процедура,
- использовавшиеся инструменты,
- факты обсуждения результатов оценки на заседании совета директоров.
- Результаты (отчет консультанта и анкеты) – могут квалифицироваться советом как конфиденциальная информация и не подлежат разглашению.

Связь результатов оценки совета директоров и работы комитета по вознаграждениям



Оценка Совета директоров АО «Самрук – Энерго»

- Решение о проведении Оценки принимает Совет директоров (сроки, график методы, ресурсы)
- Обоснование привлечения Консультанта (необходимость критической оценки деятельности Совета директоров, отсутствие эффективных результатов предыдущей Оценки, формирование нового состава Совета директоров, преобразования в Обществе).
- Оценка проводится по итогам работы за отчетный год, до 1 июня, (оценка всех или отдельных ее видов может проводиться два и более раз в год).
- Процесс проведения Оценки координируется Председателем Совета директоров.
- Итоги Оценки резюмируются Председателем Совета директоров. Выводится перечень сфер (направлений):
 - требующих значительного улучшения (балл 1);
 - рекомендуемых к улучшению (балл 2);
 - находящихся в отличном состоянии (балл 3).
- Результаты оценки обсуждаются на закрытом заседании Совета директоров, на котором присутствуют только члены Совета директоров.



- На заседании Директоры должны концептуально обсудить работу каждого члена Совета директоров/Совета директоров и его Комитетов, выявить факторы, снижающие эффективность их работы, и предложить пути повышения эффективности.
- В целом процесс Оценки должен стимулировать обсуждение:
 - роли и функций Совета директоров и его Комитетов;
 - обязанностей Директоров;
 - приоритетов работы Совета директоров и его Комитетов;
 - наличия знаний, умений, опыта и личных качеств которыми должны обладать в целом члены Совета директоров, Комитетов;
 - действующих процедур работы Совета директоров, включая практику подготовки и проведения заседаний Совета директоров, их регулярности, вопросы информационного обеспечения деятельности Совета директоров;
 - роли Комитетов;
- Оценка должна носить сравнительный характер с результатами оценки за предыдущий период.
- Оценка работы Председателя Совета директоров проводится под руководством одного из Независимых директоров.
- При обсуждении результатов оценки Председателя Совета директоров, Председатель Совета директоров не присутствует при обсуждении.
- Ни один Директор не должен быть вовлечен в процесс оценки своей деятельности.

- По результатам Оценки Совет директоров может предпринять следующие меры:
 - выделить несколько направлений, на которых следует сосредоточиться Совету директоров, Комитетам;
 - внести коррективы в планы и методы работы Совета директоров, Комитетов, Директоров;
 - создать эффективную систему обучения членов Совета директоров;
 - определить необходимый и достаточный размер вознаграждения Директоров;
 - учесть результаты оценки при подготовке рекомендаций акционерам в отношении состава самого Совета директоров, отдельных Директоров, формировании его структуры (комитеты, соотношение независимых директоров и т.д.)
- Раскрытие информации об Оценке. Совет директоров в своем годовом отчете, предоставляемом общему собранию акционеров, указывает, в том числе, процесс проведения оценки деятельности Совета директоров, Комитетов, отдельных Директоров.
- Раскрываемая информация об оценке может включать в себя сообщение:
 - о проведении такой Оценки;
 - о видах Оценки, процедуре;
 - об использовавшихся инструментах;
 - о факте обсуждения результатов Оценки на заседании Совета директоров;
 - о принятых мерах.
- Информация о конкретных результатах по каждому виду Оценки может быть квалифицирована как конфиденциальная и не подлежащая разглашению. Отчет консультанта о результатах Оценки, а также заполненные каждым Директором анкеты классифицируются как конфиденциальная информация и хранятся в режиме, соответствующем хранению таких документов.
- Председатель Совета директоров и каждый Директор заполняют анкеты.

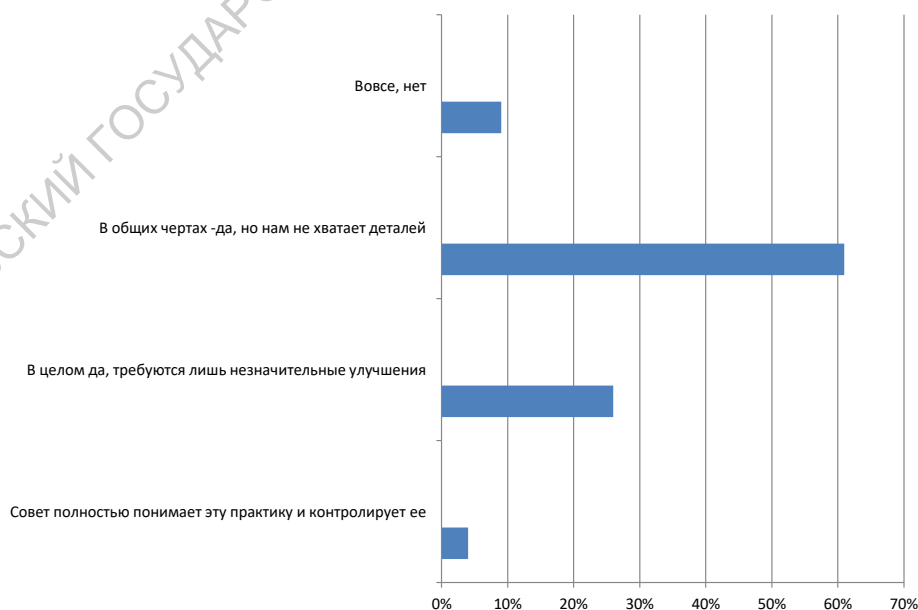
Критерии проведения оценки Совета директоров

- документационное обеспечение работы Совета директоров;
- состав и структура Совета директоров;
- роль и задачи Совета директоров, председателя Совета директоров;
- процедуры работы Совета директоров, информационное обеспечение его деятельности;
- работа Комитетов Совета директоров;
- взаимодействие Совета директоров с Правлением;
- деятельность Корпоративного секретаря ;
- политика вознаграждения Директоров.

Факторы, учитывающиеся при индивидуальной оценке членов СД

- компетентность;
- знание отрасли;
- посещение заседаний Совета директоров и его Комитетов;
- степень участия в обсуждении на заседаниях Комитета;
- активность на заседаниях Совета директоров и характер голосования в процессе принятия решений;
- соблюдение сроков рассмотрения материалов, выносимых на заседания Совета директоров;
- конструктивизм и нацеленность на поиск решений;
- личные характеристики Директора и их влияние на эффективность его работы.

Обладает ли совет директоров достаточным пониманием практики вознаграждения исполнительного руководства?



Основные задачи системы вознаграждения членов совета директоров (ККУ)

- обеспечение возможности привлекать и удерживать в составе совета высококвалифицированных директоров;
- сближение финансовых интересов директоров с долгосрочными финансовыми интересами акционеров;
- обеспечение полной прозрачности всех материальных выгод, предоставляемых членам совета директоров.

Основные аспекты

- Вопрос оплаты членов совета один из самых сложных;
- Вознаграждение + компенсация расходов, связанных с исполнением их функций;
- Размер вознаграждения и компенсаций устанавливается решением общего собрания акционеров;
- В годовом отчете: результаты оценки, общая сумма вознаграждения и компенсации членам совета;
- Все члены совета (исполнительные, неисполнительные, независимые директора) должны иметь равное вознаграждение;
- Критерии (внутренний документ) - комитет по вознаграждениям;
- Размеры и формы вознаграждений следует ежегодно анализировать и при необходимости вносить в них корректировки.

Основные формы вознаграждения директоров в практике бизнеса

- общее вознаграждение за членство в совете директоров, привязано к результатам работы компании (прибыль или капитализация) и может выплачиваться в денежной форме и в форме опциона (НЕВЕРНО!!!!!!!!!!);
- выплаты за участие в заседании совета директоров (нежелательна ККУ);
- вознаграждение за участие в работе комитетов совета;
- вознаграждение председателю совета директоров и председателям комитетов;
- компенсация затрат, связанная с выполнением функций члена советов директоров.

Российская практика (вознаграждение независимым директорам)

- 2012/2013, «Эрнст&Янг»: 82% компаний выплачивают независимым директорам базовое вознаграждение в фиксированном размере.
- Размер вознаграждения в крупных и средних российских компаниях : от 20 тыс. евро до 250 тыс. евро.
- Иногда используется схема выплат членам совета директоров за каждое заседание:
 - Компания СУЭК:
 - 400 000 за участие в каждом очном заседании,
 - 70 000 за участие в заседании по телефону,
 - 30 000 за заочное заседание.

Формы вознаграждения членов совета директоров в российских корпорациях

Форма вознаграждения	Положительные ответы, %
Компенсация расходов, связанных с выполнением обязанностей члена совета директоров	44,1%
Фиксированное вознаграждение	50,7%
Премии (бонусы)	8,5%
Участие в прибыли	8,5%
Опционы на приобретение акций	1,8%

Европейские компании

- система фиксированных вознаграждений: акцент на компетенцию и престиж: если кандидат был выбран, то он в принципе достоин вознаграждения;
- эффективность его деятельности будет обеспечиваться за счет внутренней мотивации;
- переменный компонент: доля составляет не более 15% совокупного дохода.

Тенденции в корпоративном управлении российских компаний

- 1) Растет число компаний, публикующих информацию о вознаграждении независимых директоров (АФК «Система», Газпром, ЛУКОЙЛ, Сбербанк, Сургутнефтегаз);
- 2) Расчет выплаты вознаграждения за членство в совете директоров за год происходит после оценки деятельности совета директоров:
 - как процент от чистой прибыли (применяется предприятиями транспортной отрасли, электроэнергетики и металлургической отрасли);
 - как процент от показателя EBITDA (например, в ОАО «Газпром нефть»).

Вознаграждение директоров должно состоять из трех частей:

- компенсации расходов по выполнению полномочий члена совета директоров (оплата транспортных расходов, проживания и т.д.);
- фиксированной части вознаграждения, состоящей из 2–х частей: за осуществление полномочий члена совета директоров и за исполнение дополнительных обязанностей;
- стимулирующей долгосрочной части.

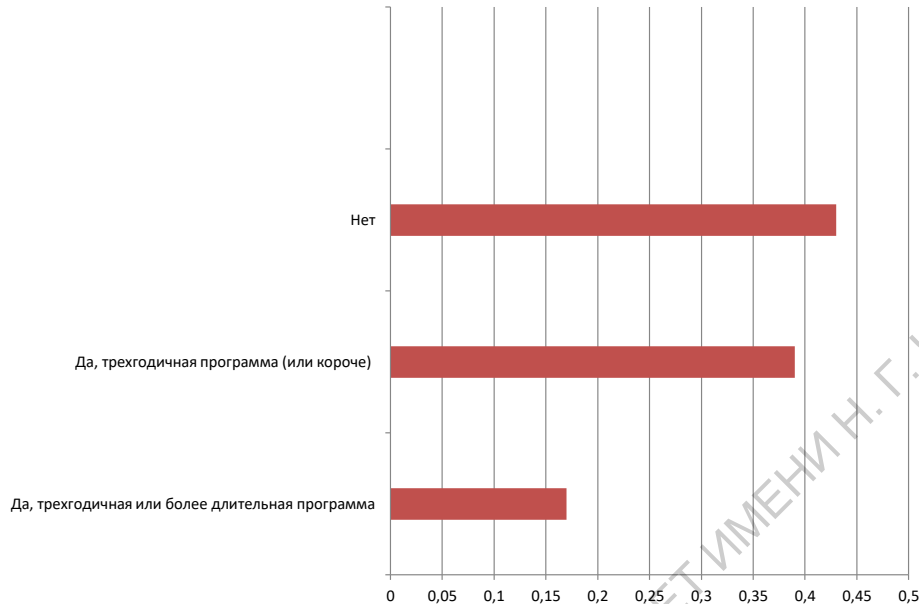
Рекомендации (Минэкономразвития, профессионалы корпоративного управления)

- Фиксированную часть следует разделить на относительно невысокие квартальные выплаты и существенную одноразовую выплату в конце года, осуществляемую после оценки деятельности как совета директоров в целом, так и индивидуальной работы директора;
- Фиксированное вознаграждение директора должно быть связано только с результативностью выполнения его функций и не связано с финансовыми показателями корпорации;
- Базовое вознаграждение необходимо корректировать в сторону уменьшения в случаях, если член совета директоров не участвовал в заседаниях совета директоров, а также в случае его работы в течение срока, составляющего менее 12 месяцев;
- Не следует доплачивать директорам за личное присутствие на очных заседаниях!!!!!!!!!!!!!!.

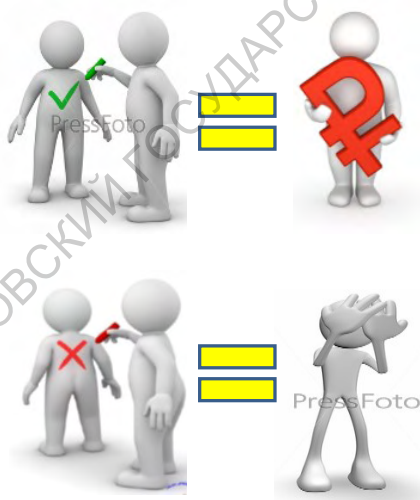
Рекомендации (Минэкономразвития, профессионалы корпоративного управления)

- Вознаграждение за исполнение дополнительных обязанностей: за председательство в совете директоров (до 30% базовой части), председательство в специализированном комитете (до 20%), за членство в специализированном комитете (до 10%);
- Для публичных корпораций можно выплачивать стимулирующую часть вознаграждения в форме опционов на акции.

17% российских директоров ответили, что в их компаниях применяется трехлетний план долгосрочной мотивации



$$Вчсд = \frac{Вбаза \times \left(0,7 \times \left(\frac{j}{m} \right) + 0,3 \times \left(\frac{n}{k} \right) \right) * T}{12}$$



Вчсд - размер вознаграждения
Вбаза - базовая часть вознаграждения
j - кол-во заседаний Совета директоров, в которых принимал участие член Совета директоров
m - общее кол-во заседаний Совета директоров за период с предыдущего годового собрания акционеров до даты годового собрания акционеров на котором был избран новый состав Совета директоров
n - кол-во заседаний в форме совместного присутствия
k - общее кол-во заседаний в форме совместного присутствия
T - кол-во полных календарных месяцев исполнения полномочий Совета директоров с момента избрания и до даты прекращения полномочий

! 2.6. Вознаграждение не выплачивается, если член Совета директоров не принимал участие более чем в 50% состоявшихся (с момента его избрания до момента прекращения полномочий) заседаний (заочных и в форме совместного присутствия).

- Размер базовой части вознаграждения составляет 3000000 рублей.
- Размер вознаграждения увеличивается:
 - Председателю совета директоров –на 30%;
 - Председателям комитетов –на 15%;
 - Членам СД за участие в работе комитетов Совета на 10% - за участие в работе каждого комитета, членом которого он является.

ОАО АНК «Башнефть»

- базовое вознаграждение;
- вознаграждение за исполнение дополнительных обязанностей;
- премия по итогам работы за год;
- система компенсаций.

1. Базовое вознаграждение

- в течение корпоративного года ежеквартально равными долями;
- размер базового вознаграждения составляет 100 000 долларов США за корпоративный год;
- при досрочном прекращении полномочий члена Совета директоров, вознаграждение выплачивается в размере, пропорциональном фактическому сроку полномочий члена Совета директоров в течение корпоративного года.

Вознаграждение за исполнение дополнительных обязанностей

- За исполнение обязанностей Председателя Комитета Совета директоров Общества - 10 000 долларов США за корпоративный год;
- За участие в заседаниях Комитетов Совета директоров - 500 долларов США за каждое заседание, но не более чем 2 000 долларов США за календарный квартал;
- Вознаграждение за исполнение дополнительных обязанностей выплачивается Обществом ежеквартально.

Премия по итогам работы за год

- $S = БВ/12 * М * 100 \% / СРС1 * СРС2$, где:
- БВ – базовое вознаграждение;
- М – период работы директора в составе Совета директоров Общества в течение корпоративного года (определяется как число полных календарных месяцев между датой избрания члена СД и датой следующего очередного ГОСА);
- СРС1 – справедливая рыночная стоимость одной обыкновенной акции Общества по результатам независимой оценки по состоянию на начало корпоративного года;
- СРС2 – справедливая рыночная стоимость одной обыкновенной акции Общества по результатам независимой оценки по состоянию на конец корпоративного года.;
- При досрочном прекращении полномочий Директора в течение корпоративного года премия по итогам работы за год не выплачивается.

Система компенсаций

- фактически произведенные и документально подтвержденные целевые расходы на проезд до места назначения и обратно, расходы по найму жилого помещения, а также иные документально подтвержденные расходы, связанные выполнением функций члена Совета директоров;
- 2) прочие расходы (оплата услуг связи, представительские расходы) в сумме, составляющей эквивалент до 5 000 (пять тысяч) долларов США в год;
- 3) судебные и иные расходы или убытки в объеме, определяемом соотношением двух процентов балансовой стоимости активов.



*Система вознаграждений совета
директоров*



«НОВАТЭК»

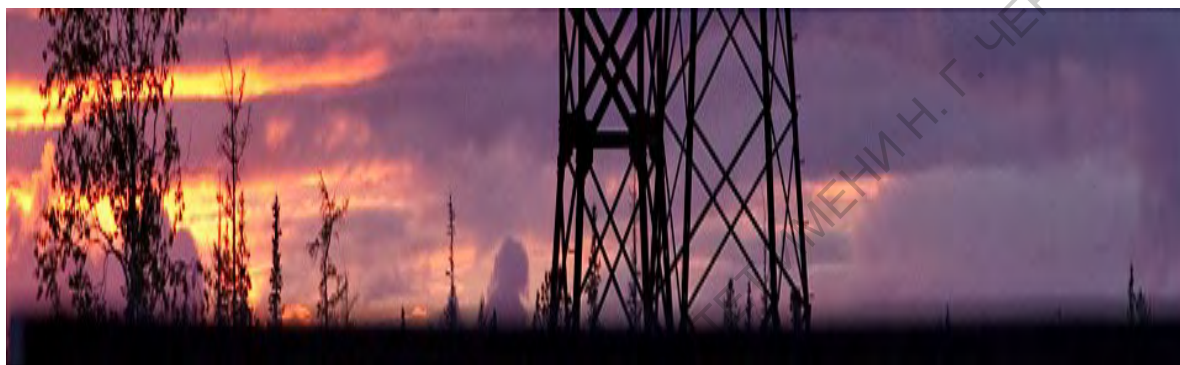
*Постоянная
часть*

*Участие в
заседаниях
Совета
директоров*

*Участие в
заседаниях
комитета*

Постоянная часть

- *Размер вознаграждения члена Совета директоров за Расчетный период составляет 12 000 000 рублей*



Вознаграждения за участие в заседаниях Совета директоров

- 2 000 000 рублей

$$\square VЗ = \frac{В \times З}{КЗ}$$

VЗ – размер вознаграждения за участие в заседаниях;

В – предельный размер вознаграждения;

З – количество заседаний, в которых принял участие член СД;

КЗ – количество заседаний Совета директоров, проведенный за Расчетный период.

Вознаграждение за участие в заседаниях комитетов Совета директоров

□ 2 000 000 рублей

□ $VЗК = \frac{VЗк \times З}{КЗк}$

VЗК – размер вознаграждения;

VЗк – предельный размер вознаграждения;

З – количество заседаний, в которых принял участие член СД;

КЗк – количество заседаний комитетов за год, в в состав которых был избран член Совета директоров

ОАО «РусГидро»

$$S = \text{Вбаза} \times \frac{100}{130} \times \frac{n}{m}$$

S – размер вознаграждения за участие в Совете директоров;

Вбаза – базовая часть вознаграждения;

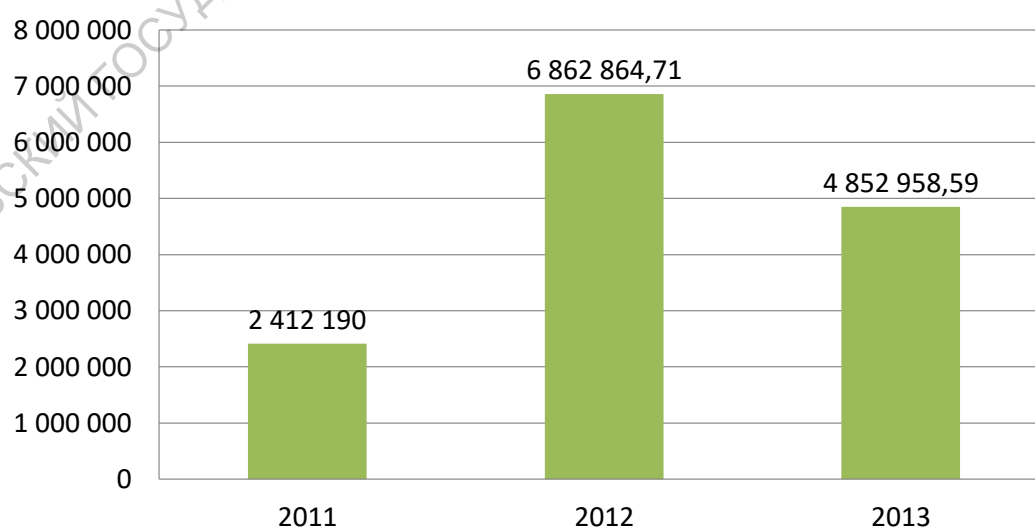
n – количество заседаний Совета директоров (независимо от формы их проведения), в которых принимал участие член Совета директоров в период между годовыми общими собраниями акционеров;

m – общее количество заседаний Совета директоров (независимо от формы их проведения) в период между годовыми общими собраниями акционеров.

**Дополнительно к вознаграждению устанавливаются
следующие надбавки:**

- 30% — Председателю Совета директоров;
- 20% — Председателю Комитета Совета директоров;
- 10% — за членство в Комитете Совета директоров.

**Общая сумма вознаграждений, выплаченная членам
Совета директоров**



ОАО «РусГидро»

- С учетом надбавок общий размер вознаграждения члену Совета директоров не может превышать 1 млн рублей;
- Выплата компенсаций (оплата транспортных расходов, проживания и т.п.), связанных с осуществлением полномочий членом Совета директоров, не производится;
- Действие Положения о выплате членам Совета директоров вознаграждений не распространяется на членов Совета директоров, являющихся (в течение полного или частичного срока полномочий) одновременно Председателем Правления или членами Правления, а также на членов Совета директоров, в отношении которых федеральным законом предусмотрено ограничение или запрет на получение каких-либо выплат от коммерческих организаций.

Директора «РусГидро» «прогуляли» больше половины от всех заседаний.

- Общая сумма вознаграждений в 2011 году составила 2 412 190 рублей;
- Из 13-ти членов Совета директоров исключаются пятеро государственных служащих;
- На каждого члена исполнительного органа ОАО «РусГидро» в 2011 году пришлось 301 524 руб;
- За 2011 год Совет директоров провел 25 заседаний;
- Число заседаний на которых присутствовали директора:
 $301\,524 = 900\,000 * 100/130 * K/25$.
- Усредненный член исполнительного органа ОАО «РусГидро» посетил 11 заседаний (10,9) или пропустил 14 из 25 заседаний Совета директоров.
- Для 8-ми членов совета директоров «РусГидро», 700 тысяч рублей – «не деньги», чтобы ради них присутствовать на заседаниях.

ЛЕКЦИЯ 11. ИСПОЛНИТЕЛЬНЫЕ ОРГАНЫ

1. Состав, формирование и функции исполнительных органов
2. Оценка исполнительных органов
3. Методы предотвращения «окапывания» менеджеров

Исполнительный орган управления акционерным обществом (менеджмент компании)

- является ключевым звеном структуры корпоративного управления;
- текущее руководство деятельностью общества;
- орган непосредственного управления, создаваемый по решению общего собрания и (или) совета директоров, функции которого установлены по закону и по уставу;
- высший менеджмент должен действовать в интересах акционерного общества и его собственников (получение акционерами дивидендов, развитие самого общества);
- отчитывается перед советом директоров (ежемесячно) и общим собранием акционеров;
- исполнительные органы управления акционерным обществом несут ответственность перед обществом за убытки, причиненные ему в результате их действий или бездействия за реализацию целей, задач, стратегии и политики общества;

Кодекс корпоративного управления 2014

- должны разумно и добросовестно действовать в интересах общества и его акционеров; ... должны проявлять при осуществлении своих прав и исполнении обязанностей, определенных в уставе, заботливость и осмотрительность;
- должны учитывать в принятии решений, как финансовые, так и социальные и экологические аспекты деятельности общества.

Единоличный исполнительный орган управления директор, генеральный директор.

- может быть избран общим собранием акционеров или советом директоров (сроки разные);
- выдвигают кандидатов акционеры, владеющие не менее чем 2% голосующих акций;
- одна заявка может содержать не более одного кандидата;
- совет директоров рассматривает поступившие заявки и принимает решение о включении предложенных кандидатов в список кандидатур для голосования;
- акционеры отдают свои голоса только за одного кандидата или голосуют против всех;
- избранным считается тот кандидат, который получил, во-первых, большинство голосов акционеров, участвующих в собрании, во-вторых, большее относительно других соискателей число голосов.

Коллегиальный исполнительный орган управления — правление, дирекция.

- решение совета директоров, принятое простым большинством голосов;
- избирается сроком на один год;
- лица, занимающие ключевые посты в акционерном обществе: финансовый директор, главный экономист, главный инженер и др.
- требования к членам правления и генеральному директору устанавливаются внутренними документами общества;
- совмещение должностей в органах управления других организаций допускается только с согласия совета директоров.

Компетенции (остаточные компетенции)

- обеспечивает выполнение решений общего собрания и совета директоров;
- оперативно руководит деятельностью общества;
- осуществляет текущее планирование;
- составляет и утверждает штатное расписание;
- принимает на работу и увольняет сотрудников;
- издает приказы и распоряжения;
- заключает договора, соглашения, контракты, открывает счета, выдает доверенности, производит материально-финансовые операции в объеме, не превышающем 25% стоимости активов акционерного общества;
- предъявляет претензии и иски от имени общества.

Кодекс корпоративного поведения (2014)

- Содержит рекомендации о включении в договор с генеральным директором подробного перечня прав и обязанностей;
- Рекомендуется закрепить:
 - основания прекращения договора;
 - обязанность заблаговременно уведомлять общество об увольнении по собственному желанию;
 - процедуру передачи дел вновь назначаемому генеральному директору;
 - обязанность не разглашать конфиденциальную информацию.

Компетенции коллегиального исполнительного органа (Кодекс 2014)

- решение наиболее сложных вопросов руководства текущей деятельностью общества;
- решение вопросов, выходящих за рамки обычной хозяйственной деятельности общества,
- решение вопросов, которые хотя и находятся в рамках обычной хозяйственной деятельности общества, но оказывают значительное влияние на общество либо требуют коллегиального одобрения.

Компетенции коллегиального исполнительного органа

- организация разработки важнейших документов общества - приоритетных направлений деятельности и финансово-хозяйственного плана общества, утверждаемых советом директоров общества;
- утверждение внутренних документов общества, регулирующих деятельность его структурных подразделений, по вопросам, отнесенным к компетенции исполнительных органов;
- одобрение тех существенных сделок общества и подконтрольных ему юридических лиц, одобрение которых не относится к компетенции общего собрания акционеров или совета директоров общества;
- принятие решений о назначении руководителей филиалов и представительств общества;
- рассмотрение тех существенных аспектов деятельности подконтрольных обществу юридических лиц, которые не отнесены к компетенции совета директоров общества;
- утверждение правил внутреннего трудового распорядка, должностных инструкций для всех категорий работников общества;
- утверждение внутреннего документа, регламентирующего наложение взысканий и предоставление поощрений;
- согласование условий материального вознаграждения и основных условий трудовых договоров с руководителями структурных подразделений общества;
- рассмотрение и принятие решений о заключении коллективных договоров и соглашений.

Заседания коллегиального исполнительного органа управления

- внутренний документ (положение, регламент), в котором установлены сроки и порядок созыва и проведения заседаний, а также порядок принятия решений;
- плановые заседания правления в среднем один раз в неделю;
- чем чаще проводятся заседания правления, тем выше рентабельность компаний;
- кворум заседания коллегиального исполнительного органа должен составлять не менее половины избранных членов правления.
- обществу необходимо обеспечить такие условия, чтобы все члены правления заблаговременно получали уведомление о предстоящем заседании правления.
- срок до назначенного заседания должен быть достаточным, чтобы позволить членам правления подготовиться к нему по всем вопросам повестки дня.
- протокол заседания правления следует предоставлять членам правления, членам совета директоров, ревизионной комиссии (ревизору) и аудиторской организации (аудитору) общества по их требованию.

Ответственность правления (кодекс)

- члены правления считаются действующими разумно и добросовестно, если они лично не заинтересованы в принятии конкретного решения и внимательно изучили всю информацию, необходимую для принятия решения;
- обществу рекомендуется принимать меры к прекращению полномочий ответственных за причинение убытков членов совета директоров, генерального директора, членов правления и привлечению их к ответственности за нарушения своих обязательств перед обществом;
- для установления реального механизма ответственности членов совета директоров и правления в обществе рекомендуется вести и хранить, наряду с протоколами, стенограммы заседаний совета директоров (правления), отражающие результаты голосования каждого члена совета директоров (правления) по вопросам повестки дня.

Оценка исполнительных органов

- 90% компаний, акции которых котируются на фондовых биржах, проводят оценку членов высшего уровня управления: совета директоров, исполнительного органа и главного администратора;
- оценка является основой для определения размера и форм **вознаграждения** генерального директора и членов исполнительного органа компании.

Этапы процедуры оценки :

- разработка и утверждение критериев оценки;
- разработка инструментария оценки (вопросники по каждому из критериев);
- сбор необходимой информации;
- обработка информации и подготовка заключения комитетом по вознаграждениям;
- рассмотрение результатов на совете директоров.

Критерии оценки в канадских компаниях:

- Понимание бизнеса и стратегическая направленность при принятии решений;
- Наличие лидерских качеств;
- Эффективное руководство операциями компании и максимизация прибыльности бизнеса;
- Учет интересов всех участников корпоративного управления (совета директоров, акционеров, экспертов);
- Знание бизнеса и умение развивать и поддерживать эффективные отношения с клиентами компании (поставщиками и заказчиками).

Критерии оценки деятельности менеджеров американской компании Citigroup.

<p><i>Организационное развитие</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Отсутствие претензий со стороны регуляторов <input type="checkbox"/> Улучшение жизни сотрудников <input type="checkbox"/> Развитие персонала и подготовка кадрового резерва
<p><i>Финансовое развитие</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Увеличение совокупных доходов за счет роста на 5-9% <input type="checkbox"/> Опережающий рост чистого дохода в сравнении с ростом совокупных доходов <input type="checkbox"/> Доход на акцию (ROE) в диапазоне 15-20% <input type="checkbox"/> Совокупные доходы акционеров не должны уступать доходам собственников сопоставимых банков
<p><i>Стратегическое развитие</i></p>	<ul style="list-style-type: none"> <input type="checkbox"/> Достижение целей стратегического плана развития банка <input type="checkbox"/> Реализация стратегических инвестиционных инициатив, включая вознаграждение персонала, доход на акцию и др.

Основные аспекты оценки топ - менеджеров

- основную роль в процессе оценки должен играть комитет по кадрам и вознаграждениям;
- оценка должна проводиться в соответствии с заранее разработанной и утвержденной советом процедурой;
- критерии оценки: объем продаж, доля рынка, доход на одну акцию, стратегия, управление рисками, инновации и др.
- оценка должна проводиться ежегодно.

В России

- условна;
- сводится к общей дискуссии о результатах деятельности компании;
- общее одобрение работы генерального директора или правления.

Кодекс корпоративного управления 2014

- Акционеры могут получить отчет о деятельности исполнительных органов общества, как правило, только на годовом общем собрании, что недостаточно для эффективного контроля за их деятельностью;
- Основную роль в оценке деятельности исполнительных органов общества призван играть совет директоров;
- Необходимо оценку работы исполнительных органов общества осуществлять на регулярной основе не реже одного раза в год;
- Проводить в контексте ключевых показателей эффективности деятельности общества;
- Рекомендуются, чтобы оценку работы исполнительных органов общества проводил комитет по вознаграждениям;
- Результат оценки, включая рекомендации в отношении выплачиваемого вознаграждения, действий дисциплинарного характера, исключения из состава исполнительных органов и расторжения трудового договора, утверждал совет директоров.

Формы стимулирования топ - менеджеров компании

«Кнута»

- это угроза смещения менеджера со своего поста либо по решению собственного совета директоров фирмы, либо в результате недружественного поглощения компании иной фирмой.



- окапывание менеджеров

«Пряника»

- Вознаграждение менеджеров

Меры для предотвращения охвата менеджеров

- *Запрет гринмейла* (адресного выкупа акций - выкупа пакета акций компании менеджерами у захватчика);
- *Отсутствие «отравленных пилюль» для захватчика в уставе компании.* (у акционеров целевых фирм есть право приобрести определенное количество акций своих компаний по очень низкой цене в случае, если сторонняя фирма приобретает определенный процент акций компании);
- *Усиление совета директоров (независимые директора, система оценки и вознаграждения).*

ЛЕКЦИЯ 12. РИСК И ДОХОДНОСТЬ СТОИМОСТЬ КОРПОРАТИВНОГО КАПИТАЛА

1. Соотношение риска и доходности активов
2. Стоимость заемных средств корпорации
3. Стоимость обыкновенных и привилегированных акций
4. Стоимость корпоративного капитала

Риск

- опасность, подверженность потере или ущербу;
- вероятность того, что произойдет некое неблагоприятное событие (неполучение дохода от вложений в определенный актив).

Виды риска

- Автономны риск;
- Риск актива в портфеле;
- *Диверсифицируемый риск;*
- *Релевантный риск отдельных акций в портфеле.*

Измерение риска

- Ожидаемая средняя доходность актива:

$$\hat{k} = \sum_{i=1}^n k_i * P_i$$

- k_i – доходность акций в момент времени i ;
- P_i – вероятность получения доходности k_i .
- Чем более «сжато» распределение вероятности, тем ниже риск акции;
- Мерой «сжатости» распределения вероятности является среднеквадратическое стандартное отклонение σ :

$$\sigma_k^2 = \sum_{i=1}^n (k_i - \hat{k})^2 * P_i$$

Измерение риска

- Эмпирическое :
$$\sigma = \sqrt{\frac{\sum_{i=1}^n (k_i - \bar{k}_{AVG})^2}{n-1}}$$

- Мера риска – коэффициент вариации:

$$CV = \frac{\sigma_k}{\hat{k}}$$

Портфель

- Средняя (ожидаемая) доходность портфеля ценных бумаг :

$$\hat{k}_P = \sum_{i=1}^n \hat{k}_i * w_i$$

- – ожидаемая доходность отдельных активов;
- w_i – доля этих активов в портфеле из n акций.
- Степень снижения риска портфеля будет зависеть от характера корреляции доходностей активов;
- В случае совершенной отрицательной корреляции риск портфеля = 0;
- Чем ниже коэффициент корреляции, тем ниже будет риск диверсифицированного портфеля.

Диверсифицированный и рыночный риски

- | | |
|---|---|
| <ul style="list-style-type: none">• Диверсифицированный риск:• судебные иски к компаниям, забастовки, успешные и провальные маркетинговые программы, заключение или разрыв важных контрактов. | <ul style="list-style-type: none">• Рыночный риск :• войны, инфляция, экономический спад и высокие процентные ставки. |
|---|---|

Бета - коэффициент - мера релевантного риска отдельных акций ;

- определяется согласно модели CAPM (Capital Asset Pricing Model), как количество риска, которое акции приносят в портфель:

$$b_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_M} * r_{iM}$$

- σ_i – среднее квадратическое отклонение доходности акции;
- σ_M – среднее квадратическое отклонение доходности рынка;
- r_{iM} - корреляция между доходностью i –й акции и доходностью рынка в целом.
- Если $b < 1$, то акции менее рискованны по сравнению с рынком в целом;
- Если $b = 1$, то акции имеют средний риск, равный рыночному риску;
- Если $b > 1$, то акции более рискованны, чем в среднем на рынке.

Практическое нахождение бета - коэффициента

- модель парной регрессии - зависимость между доходностью акции и доходностью рыночного портфеля:

$$k_i = a + b_i * k_M + \epsilon.$$

Бета – коэффициент портфеля

- является средневзвешенным значением бета – коэффициентов акций, входящих в его состав:

$$b_P = \sum_{i=1}^n b_i * w_i$$

- b_P – это бета – коэффициент портфеля из n акций;
- w_i - доля стоимости портфеля, приходящегося на i – ю акцию;
- b_i – бета – коэффициент i – акции.

Премии за риск:

- премия за риск рыночного портфеля (премия за риск средней акции):

$$RP_M = \hat{k}_M - k_{RF}$$

- премия за риск i – й акции:

$$RP_i = (\hat{k}_M - k_{RF}) * b_i$$

Линия рынка ценных бумаг (Security Market Line, SML)

- соотношение между требуемой доходностью актива и риском:

$$k_i = k_{RF} + (\hat{k}_M - k_{RF}) * b_i$$

- Требуемая доходность акции i = Безрисковая ставка + Премия за риск акции i

Стоимость заемных средств корпорации

- $k_d = k^* + IP + DRP + LP + MRP$;
- k_d – номинальная (рыночная) доходность ценной бумаги;
- k^* - реальная безрисковая процентная ставка;
- IP – (inflation premium) премия за инфляцию;
- DRP – (default premium) премия за риск неуплаты;
- LP - (liquidity premium) премия за ликвидность;
- MRP - (maturity risk premium) премия за срок до погашения;
- $k_{RF} = k^* + IP$ - номинальная безрисковая процентная ставка.

Рейтинги облигаций агентства Standard&Poor's (рейтинги качества корпораций)

- Инвестиционные облигации: AAA, AA, A, BBB;
- Спекулятивные облигации BB, B, CCC, D;
- Более высокие рейтинги облигаций у компаний:
- с более низкими коэффициентами задолженности,
- более высоким отношением свободных потоков денежных средств к задолженности,
- более высокими доходами на инвестированный капитал,
- более высокими коэффициентами рентабельности.

Процентные расходы на обслуживание единицы суммы долга

- Стоимость долгового финансирования для компании оказывается ниже, чем величина доходности, которую получают владельцы ее долговых обязательств;
- *Процентная ставка по долгу - Налоговый щит*
= *Процентная ставка по долгу – Ставка налога на прибыль * Процентная ставка по долгу*

$$k_d (1 - t)$$

Стоимость обыкновенных и привилегированных акций

- Общая ожидаемая доходность акции: $\hat{k}_S = \frac{D_1}{P_0} + \frac{\hat{P}_1 - P_0}{P_0}$
- Стоимость акции на сегодняшний день: $\hat{P}_0 = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{D_t}{(1 + k_S)^t}$
- Модель постоянного роста Гордона (Майрон Дж. Гордон):
$$\hat{P}_0 = \frac{D_0(1+g)}{k_S - g} = \frac{D_1}{k_S - g}$$
- Ожидаемая доходность акций с постоянным темпом роста:
$$\hat{k}_S = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Методы оценки стоимости акционерного капитала

- *Модель ценообразования на капитальные активы (Capital Asset Pricing Model, CAPM):*
$$k_S = k_{RF} + RP_M * b_i$$
- *Метод дисконтирования денежных потоков (Discounted Cash Flows, DCF);*
- *Метод сложения доходности облигаций и премии за риск.*

Стоимость привилегированного собственного капитала

$$k_{ps} = \frac{D_{ps}}{P}$$

Применение стоимости корпоративного капитала

- *капитальное бюджетирование проекта;*
- оценка стоимости бизнеса фирмы;
- для целей слияния и поглощения;
- для расчета вознаграждения менеджеров;
- для принятия решений, связанных с привлечением заемных средств или новой эмиссией собственного капитала;
- для регулирования деятельности естественных монополий: (ограничение тарифов таким образом, чтобы компания – монополист добивалась разумного уровня рентабельности капитала и не получала бы сверхприбылей).

Стоимость корпоративного капитала

- *Составляющие капитала* : обыкновенные и привилегированные акции, заемные средства;
- *Стоимость составляющей капитала (cost of component)* - требуемая доходность каждой составляющей капитала фирмы.

Средневзвешенное значение стоимости капитала (Weighted Average Cost of Capital, WACC).

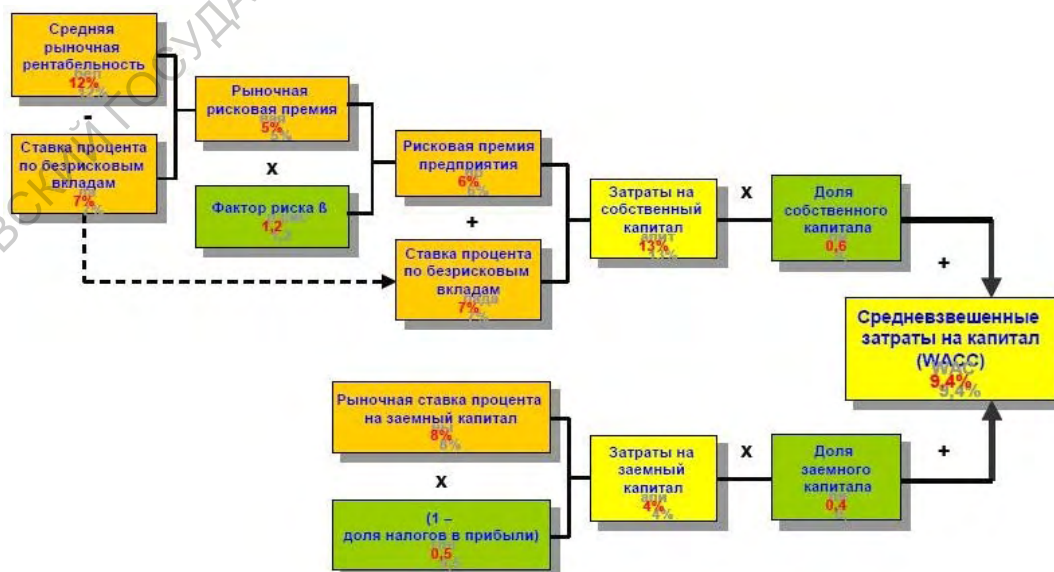
$$WACC = w_d * k_d(1-t) + w_{PS} * k_{PS} + w_S * k_S$$

- w_d, w_{PS}, w_S - доли заемных средств, привилегированных акций и обыкновенных акций в структуре капитала фирмы;
- k_d, k_{PS}, k_S - доходности данных составляющих капитала.

Определение средневзвешенной стоимости капитала (WACC) в российской экономике

- брать в качестве стоимости собственного капитала - доходность, которую можно получить по годовым депозитам юридических лиц в Сбербанке РФ;
- брать в качестве стоимости собственного капитала - средний уровень рентабельности всего капитала по той отрасли, в которой работает данная фирма (Экспертный институт Российского союза промышленников и предпринимателей).
Рассчитывается по группе основных производителей данной отрасли, производящих суммарно не менее 60-80% всего объема реализации данной отрасли.

Расчёт средневзвешенных затрат на капитал



ЛЕКЦИЯ 13.
УПРАВЛЕНИЕ КОРПОРАТИВНЫМИ ФИНАНСАМИ

1. Концепции управления корпоративными финансами
2. Модель управления стоимостью корпорацией (VBM)
3. Обработка данных финансовой отчетности с целью принятия управленческих решений. Экономическая добавленная стоимость.
4. Финансовая устойчивость компании. Абсолютные и относительные коэффициенты устойчивости.
 5. Анализ деловой активности компании
 6. Связь коэффициентов: методика Du-Pont

**Концепция приоритета экономических интересов
собственников**

- Герберт Саймон.
- Необходимость приоритетного удовлетворения интересов собственников («максимизация рыночной стоимости предприятия»).

Современная портфельная теория

- Гарри Марковиц, 1952 г., «Выбор портфеля»;
- Оптимизация соотношения уровня риска и доходности рискованных инструментов финансового инвестирования при формировании инвестиционного портфеля по критерию максимизации благосостояния собственников;
- Джеймс Тобин и Уильям Шарп.

Концепция стоимости капитала

- 1938, Джон Уильямс, «Теория инвестиционной стоимости»;
- 1958 г., Франко Модильяни и Мертон Миллер «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций»;
- Затраты предприятия по привлечению и обслуживанию капитала существенно различаются в разрезе отдельных источников;
- Минимизация средневзвешенной стоимости капитала при прочих равных условиях обеспечивает максимизацию благосостояния собственников.

Концепция структуры капитала

- 1958 г., Франко Модильяни и Мертон Миллер, «Стоимость капитала, корпоративные финансы и теория инвестиций»;
- Механизм влияния избранного предприятием соотношения собственного и заемного капитала на показатель его рыночной стоимости.

Теория дивидендной политики

- 1956 г., Джон Линтнер, «Распределение корпоративного дохода между дивидендами, капитализацией и налогами»;
- 1961 г., Мертон Миллер и Франко Модильяни «Дивидендная политика, возрастание стоимости акций»;
- Механизм влияния дивидендной политики на рыночную стоимость компании и цену ее акций.

Концепция стоимости денег во времени

- 1930 г., Ирвин Фишер, «Теория процента: как определить реальный доход в процессе инвестиционных решений»;
- 1958 г. Джон Хиршлейфер, «Теория оптимального инвестиционного решения»;
- Настоящая стоимость денег всегда выше их будущей стоимости в связи с альтернативой возможного их инвестирования, а также влияния факторов инфляции и риска;
- Модели дисконтирования денежных потоков.

Концепция взаимосвязи уровня риска и доходности

- 1921 г., Фрэнк Найт, «Риск, неопределенность и прибыль»;
- Между уровнем ожидаемого дохода и уровнем сопутствующего ему риска существует прямо пропорциональная зависимость;
- Модели оценки финансовых активов.

Модели оценки акций и облигаций на основе их доходности

- 1938 г., Джон Уильямсон, «Теория инвестиционной стоимости»;
- 1962 г., Майрон Гордон, «Инвестирование, финансирование и оценка стоимости корпорации»;
- 1969 г., Скотт Бауман «Инвестиционный доход и настоящая стоимость»;
- Дисконтированная стоимость ожидаемой доходности финансовых инструментов при соответствующем уровне их риска.

Модель оценки финансовых активов с учетом систематического риска

- Уильям Шарп, «Цены финансовых активов»;
- Уровень доходности отдельных финансовых инструментов инвестирования формируется с учетом уровня их систематического риска (График линии доходности ценных бумаг);
- 1965 г., Джон Линтнер.
- 1966 г., Яном Моссин.

Гипотеза эффективности рынка

- 1970 г., Юджин Фама, «Эффективные рынки капитала: обзор теоретических и практических исследований»;
- Зависимость ценовой эффективности фондового рынка от уровня информационного обеспечения его участников;
- Процесс формирования цены предполагает, что ожидаемая доходность ценных бумаг является случайной величиной, отражающей соответствующий уровень информированности участников рынка;
- Слабая, средняя и сильная ценовая эффективность фондового рынка.

Концепция агентских отношений

- 1976 г., Майкл Дженсен и Уильям Меклинг, "Теория фирмы: управленческое поведение, агентские затраты и структура собственников»;
- Между собственниками и менеджерами может существовать конфликт интересов в обеспечении максимизации благосостояния собственников;
- Деятельность менеджеров тогда будет направлена на реализацию главной цели управления финансами, если она будет дополнительно стимулироваться их участием в прибыли и контролироваться собственниками.

Концепция асимметрической информации

- 1984 г, Стюарт Майерс и Николас Майджлаф, «Корпоративное финансирование и инвестиционные решения в условиях, когда фирмы владеют информацией, которой не располагают инвесторы»;
- Потенциальные инвесторы располагают о ее деятельности меньшим объемом информации, чем ее менеджеры;
- В периоды, когда стоимость ценных бумаг компании «переоценена рынком», менеджеры инициируют дополнительную эмиссию, в результате чего прогнозируемая доходность ценных бумаг искусственно завышается;
- Потери у инвесторов.

Положения

- любой актив, включая акции, имеет стоимость только в той степени, в которой он создает для владельца потоки денежных средств;
- имеет значение распределение денежных потоков во времени: чем быстрее получаются денежные средства, тем лучше;
- инвесторы обычно не склонны к риску.

Финансовый анализ - процесс исследования финансового состояния и основных результатов финансовой деятельности корпорации с целью выявления резервов повышения его рыночной стоимости и обеспечения эффективного развития

- **Непосредственно заинтересованные в деятельности компании пользователи**
- существующие и потенциальные собственники;
- существующие и потенциальные кредиторы;
- поставщики и покупатели;
- государство, прежде всего в лице налоговых органов;
- служащие компании.
- **Опосредованно заинтересованные в деятельности компании**
- аудиторские службы;
- биржи ценных бумаг;
- законодательные органы;
- специалисты организаций по оказанию юридических услуг;
- средства массовой информации и информационные агентства.

Основные методы аналитической работы с финансовыми отчетами

- Горизонтальный (трендовый) анализ;
- Вертикальный (структурный) анализ (активов; капитала, денежных потоков);
- Сравнительный анализ (со среднеотраслевыми финансовыми показателями, с финансовыми показателями конкурентов, внутренних структурных подразделений, отчетных и плановых (нормативных) финансовых показателей);
- Анализ финансовых коэффициентов. (R-анализ) (финансовой устойчивости, платежеспособности, оборачиваемости активов, оборачиваемости капитала, рентабельности);
- V.Интегральный анализ (Дюпоновская система).

Компания Micro – Drive Inc.

I. Баланс на 31 декабря 2000 и 2001 годов, млн. долл.

Активы	2001	2000
Денежные средства и их эквиваленты	10	15
Дебиторская задолженность	375	315
Материально – производственные запасы	615	415
Ликвидные ценные бумаги и прочие краткосрочные активы	0	65
Всего оборотных активов	1000	810
Чистая стоимость зданий и оборудования	1000	870
Активов, всего	2000	1680
Обязательства и собственный капитал		
Задолженность перед поставщиками	60	30
Векселя к оплате (кредиты банкам)	110	60
Задолженность перед персоналом	140	130
Краткосрочные обязательства, всего	310	220
Долгосрочные облигации	754	580
Обязательства, всего	1064	800
Привилегированные акции (400 тыс., акций)	40	40
Обыкновенные акции (50 млн. акций)	130	130
Нераспределенная прибыль	766	710
Обыкновенный собственный капитал, всего	896	840
Всего пассивов	2000	1680

II. Отчет о прибылях и убытках за 2000 и 2001 годы, млн.

ДОЛЛ.	2001	2000
Выручка	3000	2850
Операционные затраты, за исключением амортизации	2616,2	2497
Прибыль до выплаты процентов, уплаты налогов и амортизации (ЕБИТДА)	383,8	353
Амортизация материальных и нематериальных активов	100	90
Операционные затраты, всего	2716,2	2587,0
Прибыль до выплаты процентов и уплаты налогов (ЕБИТ, операционный доход)	283,8	263
Проценты к уплате	88	60
Прибыль до уплаты налогов	195,8	203
Налоги (40%)	78,3	81,2
Чистая прибыль до выплаты дивидендов по привилегированным акциям	117,5	121,8
Дивиденды по привилегированным акциям	4	4
Чистая прибыль	113,5	117,8
Дивиденды по обыкновенным акциям	57,5	53
Прирост нераспределенной прибыли	56	64,8
Показатели на одну обыкновенную акцию (50 млн. акций):		
Цена обыкновенной акции	23	26
Прибыль на одну акцию	2,27	2,36
Дивиденды на одну акцию	1,15	1,06
Балансовая стоимость одной акции		
Денежный поток на одну акцию		

**III. Отчет о нераспределенной прибыли
на 31 декабря 2001 г.**

Баланс нераспределенной прибыли на 31.12.2000	710
Чистая прибыль, 2001	113,5
Дивиденды владельцам обыкновенных акций	(57,5)
Баланс нераспределенной прибыли на 31.12.2001	766

**IV. Отчет о денежном потоке за 2001 г.,
млн. долл.**

Операционная деятельность	
Чистая прибыль	117,5
Корректировки:	
Неденежные статьи: амортизация	100
Корректировки, вызванные изменениями в оборотных средствах:	
Увеличение дебиторской задолженности	(60)
Увеличение материально – производственных запасов	(200)
Увеличение задолженности перед поставщиками	30
Увеличение задолженности перед персоналом	10
Чистый операционный денежный поток	(2,5)
Инвестиционная деятельность	
Чистый инвестиционный денежный поток – расходы на приобретение основных средств	(230)

**IV. Отчет о денежном потоке за 2001 г.,
млн. долл.**

Финансовая деятельность	
Продажа краткосрочных финансовых активов	65
Увеличение векселей к оплате	50
Прирост суммы выпущенных облигаций	174
Выплата дивидендов	(61,5)
Чистые денежный поток от финансовой деятельности	227,5
Итого	
Чистое изменение в запасе денежных средств	(5)
Запас денежных средств в кассе и банке на конец года	10
Запас денежных средств в кассе и в банке на начало года	15

Система финансовых показателей

- **Чистый денежный поток** = Чистая прибыль – Неденежные доходы + Неденежные затраты.
 $ЧДП2001 = 113,5 + 100 = 213,5$
- **Чистый операционный оборотный капитал** = Операционные оборотные активы – Операционные краткосрочные обязательства = (Денежные средства + Дебиторская задолженность + Запасы) – (Задолженность перед поставщиками, персоналом и налоговыми органами).
 $ЧООК2001 = 10 + 375 + 615 - (60 + 140) = 800$
- **Общий операционный капитал** = Чистый оборотный капитал + Операционный долгосрочный актив.
 $ООК2001 = 800 + 1000 = 1800$
- **Чистые инвестиции в операционные активы** = Общий операционный капитал t - Общий операционный капитал t-1.
 $Чистые инвестиции 2001 = 1800 - 1455 = 345$
- **Чистая операционная прибыль после налогообложения NOPAT** - количество прибыли, которую компания получила бы, если бы она не имела задолженности, и не было бы финансовых активов.
 $NOPAT = EBIT * (1 - \text{Ставка налога})$. $NOPAT2001 = 283,8(1 - 0,4) = 170,3$

Система финансовых показателей

- **Операционный денежный поток** = NOPAT + Амортизация.
 $ОДП_{2001} = 170,3 + 100 = 270,3$
- **Свободный денежный поток *FREE CASH FLOW (FCF)*** – поток денег, действительно доступный для распределения между инвесторами – после того, как компания осуществила все инвестиции в основные средства и оборотный капитал, необходимые для поддержания ее операций.
- $FCF = \text{Операционный денежный поток} - \text{Валовые инвестиции} = \text{NOPAT} - \text{Чистые инвестиции}$.
 $FCF_{2001} = 170,3 - 345 = -174,7$

Использование свободного денежного потока

- Выплата процентов кредиторам;
- Погашение долга, то есть выплата части основной его суммы;
- Выплата акционерам дивидендов;
- Выкуп акций у акционеров;
- Вложение средств в ликвидные ценные бумаги или другие неоперационные активы.

Система финансовых показателей

- **Рентабельность инвестиционного капитала ROIC** – это мера эффективности, показывающая, сколько чистой прибыли от операций создает каждый доллар общего операционного капитала.

$$ROIC = \frac{NOPAT}{\text{Общий-операционный-капитал}} * 100\%$$

$$ROIC_{2001} = 170,3 / 1800 * 100\% = 9,46\%$$

Рыночная добавленная стоимость MVA

- мера эффективности деятельности менеджеров с самого основания компании;
- **MVA** = Рыночная стоимость акций – Балансовая стоимость собственного капитала = Количество акций * Цена акций - Балансовая стоимость собственного капитала.
- $MVA_{2001} = 23 * 50 - 896 = 254$;
- $MVA_{2000} = 26 * 50 - 840 = 460$.

Экономическая добавленная стоимость EVA

- мера эффективности действий менеджеров за истекший год;
- **EVA** = NOPAT – Затраты на обслуживание операционного капитала = NOPAT – Операционный капитал* WASS = Операционный капитал* (ROIC - WASS);
- $EVA_{2001} = 170,3 - 0,11 * 1800 = -27,7$ (WASS=11%).

Финансовая устойчивость

- состояние финансовых ресурсов, при котором предприятие, свободно маневрируя денежными средствами, способно путем эффективного их использования обеспечить бесперебойный процесс производства и реализации продукции, а также осуществлять инвестиционную деятельность;
- динамическая адекватность параметров, отражающая образование, распределение и использование финансовых ресурсов, состоянию меняющейся внешней и внутренней среды, обеспечивающую высокую платежеспособность, ликвидность, кредитоспособность, инвестиционную привлекательность, рентабельность собственного капитала и активов, повышение рыночной стоимости (капитализацию) компании.

Направления анализа финансовой устойчивости компании

- Анализ ликвидности компании;
- Определение типа финансовой устойчивости компании с точки зрения возможности формирования запасов и затрат за счет нормальных источников финансирования;
- Анализ структуры капитала, выявление рациональности соотношения собственных и заемных средств и их размещения в активе баланса.

Направления анализа ликвидности

- Группировка активов по степени их ликвидности;
- Расчет совокупности базовых оценочных показателей и интерпретации их динамики;
- Оценка удовлетворенности структуры баланса.

Группировка активов по степени их ликвидности

Наименование показателя	Агрегат	На конец года t	% к валюте
Текущие (A1+A2+A3)			
Активы абсолютной ликвидности	A1		
Денежные средства (строка 260)			
Краткосрочные финансовые вложения (строка 250)			
Активы высокой ликвидности (быстро-реализуемые активы)	A2		
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются в течение 12 месяцев (строка 240)			
Активы низкой ликвидности (медленно-реализуемые активы)	A3		
Производственные запасы и затраты (строка 210)			
НДС по приобретенным ценностям (строка 220)			
Дебиторская задолженность, платежи по которой ожидаются более чем через 12 месяцев (строка 230)			
Прочие оборотные активы (строка 270)			
Долгосрочные финансовые вложения (строка 140)			
Трудно - реализуемые активы	A4		
Внеоборотные активы за минусом долгосрочных финансовых вложений (строка 190 – строка 140)			
Итого активов:			
Заемные средства (П1+П2+П3)			
Наиболее срочные обязательства	П1		
Кредиторская задолженность (строка 620)			
Краткосрочные пассивы	П2		
Краткосрочные кредиты, заемные средства (строка 610)			
Прочие краткосрочные пассивы (строка 660)			
Долгосрочные пассивы	П3		
Долгосрочные кредиты и займы (строка 590)			
Постоянные пассивы	П4		
Капитал и резервы (строка 490)			
Доходы будущих периодов (строка 260)			
Задолженность перед участниками (учредителями) по выплате доходов. (строка 630)			
Резервы предстоящих расходов (строка 650)			

Ликвидность баланса

- это степень покрытия обязательств предприятия его активами, срок превращения которых соответствует сроку погашения обязательств;
- Баланс считается ликвидным при условии следующих соотношений групп активов и обязательств:

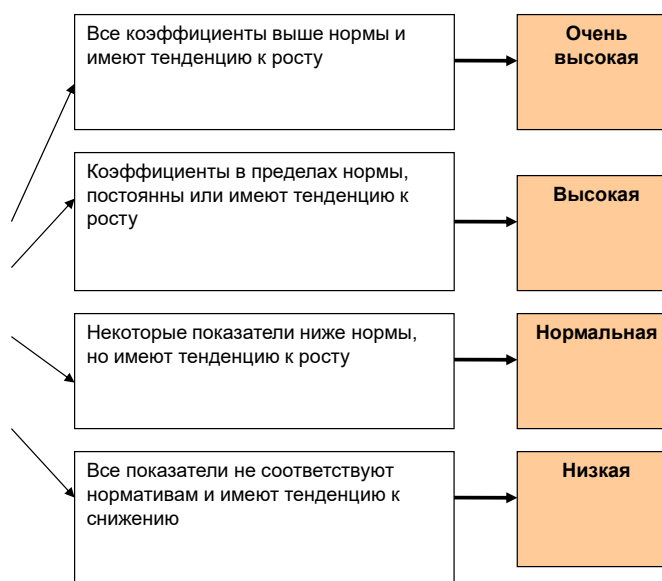
$$A1 \geq П1 \quad A2 \geq П2 \quad A3 \geq П3 \quad A4 \leq П4$$

Абсолютные и относительные показатели ликвидности

Наименование показателя	Формула	Нормальное, допустимое значение
Текущая ликвидность..	$TЛ = (A1+A2) - (П1+П2)$	>0
Перспективная ликвидность	$ПЛ=A3-П3$	>0
Чистый оборотный капитал NWC (net working capital)	$NWC = (A1+A2+A3)-(П1+П2)$	>0
Коэффициент абсолютной ликвидности	$Кал=A1/(П1+П2)$	0,2-0,5
Коэффициент срочной ликвидности.	$Кср=(A1+A2)/(П1+П2)$	0,8-1
Коэффициент текущей ликвидности.	$K_{т.л.} = \frac{(A1+A2+A3)}{(П1+П2)}$	1,5-2
Коэффициент обеспеченности собственными оборотными средствами	$Кобеспечен. соб. оборот. средств. = \frac{(П4-A4)}{(A1+A2+A3)}$	
Коэффициент маневренности	$Кманевр. = \frac{(П4-A4)}{П4}$	

Качественная оценка ликвидности

Качественные показатели ликвидности по шкале «высокий – норма – низкий»



Тип финансовой устойчивости

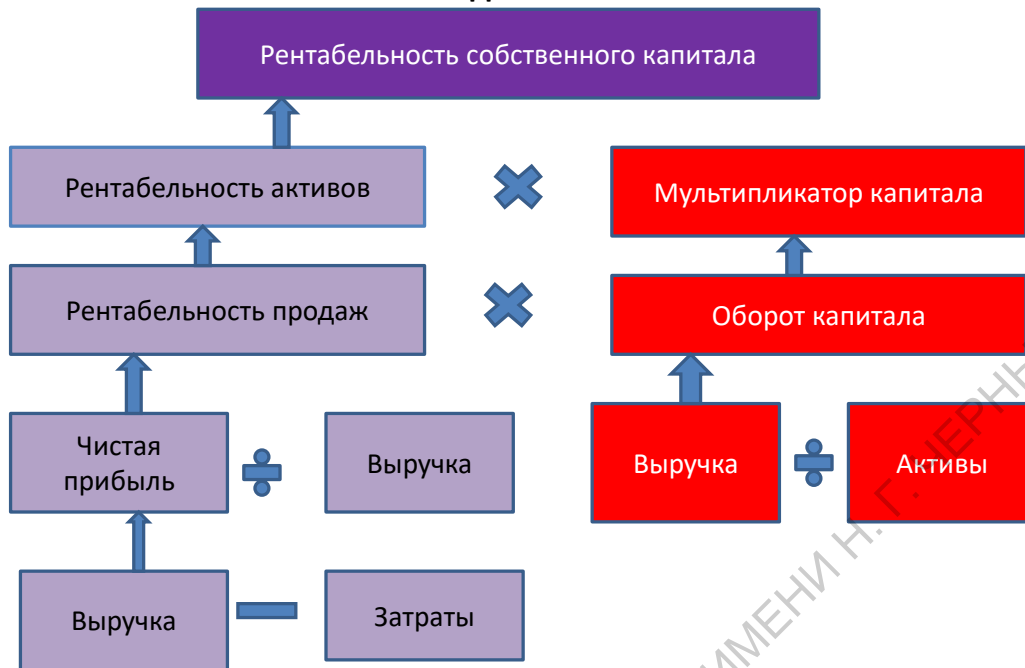
- $S = (S(e_d), S(e_m), S(e_s))$;
- $S = (1, 1, 1)$. Абсолютная устойчивость финансового состояния. Запасы и затраты полностью покрываются собственными оборотными средствами;
- $S = (0, 1, 1)$. Нормальная устойчивость финансового состояния. Предприятие оптимально использует собственные и кредитные ресурсы. Текущие активы превышают кредиторскую задолженность;
- $S = (0, 0, 1)$. Неустойчивое финансовое состояние. Нарушение платежеспособности, предприятие вынуждено привлекать дополнительные источники покрытия запасов и затрат, наблюдается снижение доходности производства. Но еще имеются возможности для улучшения ситуации;
- $S = (0, 0, 0)$. Критическое финансовое состояние – это грань банкротства: наличие просроченных кредиторской и дебиторской задолженностей и неспособность погасить их в срок.

$$S(x) = \begin{cases} 1, & \text{если } x \geq 0 \\ 0, & \text{если } x < 0 \end{cases}$$

Анализ деловой активности компании

- Коэффициенты рентабельности;
- Показатели эффективности использования ресурсов;
- Коэффициенты рыночной стоимости.

Методика Du-Pont



ЛЕКЦИЯ 14.

ОЦЕНКА КОРПОРАЦИИ И ЦЕННОСТНО-ОРИЕНТИРОВАННЫЙ МЕНЕДЖМЕНТ

1. Оценка стоимости компании

2. Понятие ценностно - ориентированного менеджмента

Корпоративные активы

- **Операционные активы.**
 - Действующие;
 - *Опционы роста -возможности расширения и преобразования бизнеса, которые возникают из текущих представлений фирмы о ее деятельности, ее опыта и других ресурсов;*
 - должны обеспечивать возможности получать потоки денежных средств и наращивать их с течением времени.
- **Неоперационные активы**
 - вложения в ценные бумаги;
 - в дочерние структуры.

Стоимость фирмы

- Стоимость операций + стоимость неоперационных активов.

Стоимость операций (терминальное значение или значение горизонта планирования)

- принятие стратегических решений менеджментом должно основываться на дисконтированных денежных потоках, создаваемых активами компании;
- *Стоимость операций компании:*

$$\text{Стоимость_операций_Vop} = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCF_t}{(1+WACC)^t}$$

- FCF_t - свободный денежный поток = $NOPAT_t - I_t$,

$$\text{Стоимость_операций_Vop} = \frac{FSF_0(1+g)}{WACC-g} = \frac{FCF_1}{WACC-g}$$

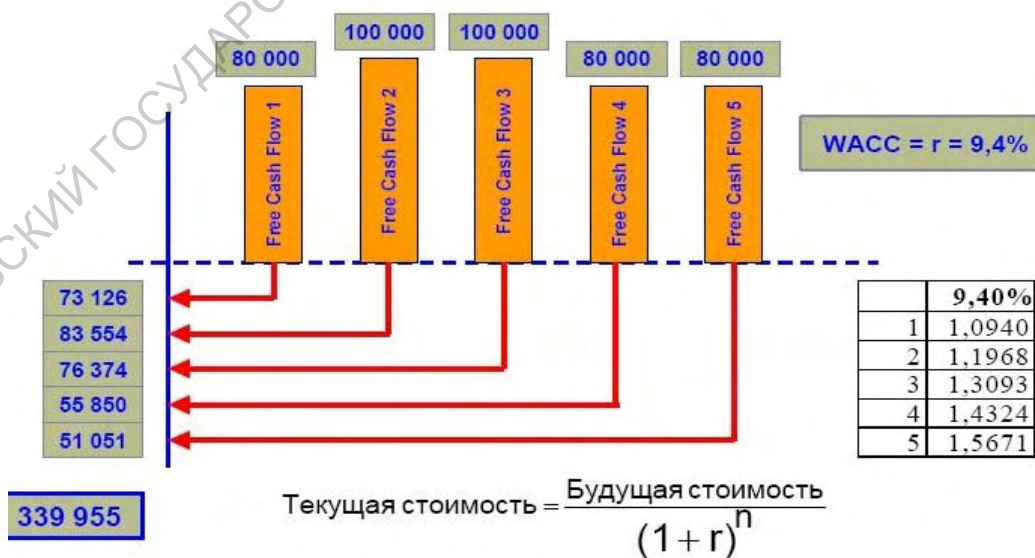
Рыночная стоимость обыкновенного собственного капитала

- Стоимость компании – Долговые обязательства - Стоимость привилегированных акций;
- Балансовая стоимость обыкновенного собственного капитала + Рыночная добавленная стоимость (MVA).

Анализ стоимость компании



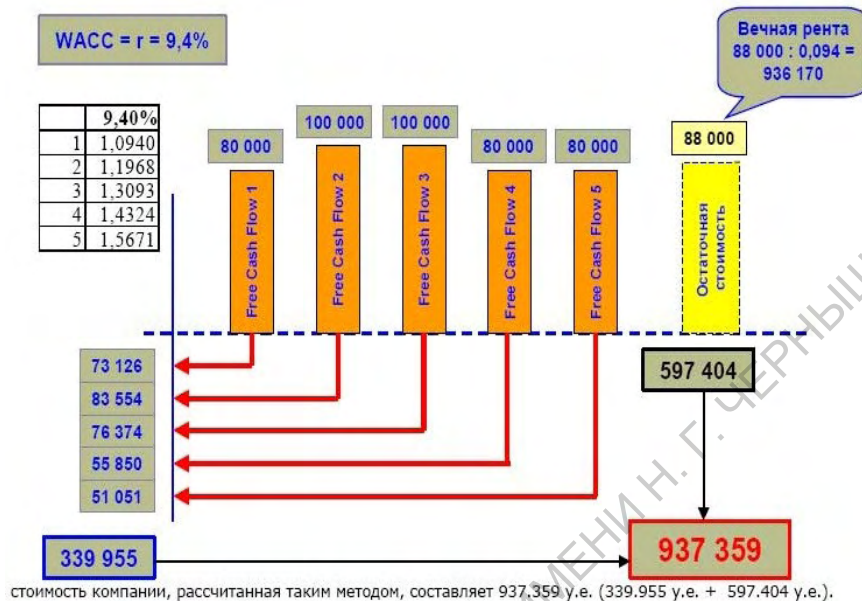
Расчёт стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков



Расчёт стоимости компании методом дисконтирования денежных потоков с использованием «вечной ренты»

Прогнозируемый и непрогнозируемый периоды.

«Вечная рента» - среднегодовая величина свободного денежного потока.



Модели целевой функции фирмы

- модель максимизации прибыли;
- модель минимизации операционных и транзакционных издержек;
- модель максимизации объемов продаж – роста;
- модель максимизации темпов роста предприятия;
- модель обеспечения конкурентных преимуществ;
- модель максимизации добавленной стоимости.

Исторические аспекты целей фирмы

- 60-70 г.г. - экстенсивное развитие бизнеса путём усиления присутствия компании на рынке (через увеличение её рыночной доли);
- 80-е - максимизация прибыли, улучшение показателей прибыльности за счёт сдерживания и сокращения затрат;
- 80–90х гг. XX в. целевой функции фирмы декларируется рост стоимости компании;
- А. Раппопорт, Т. Коупленд и Б. Стюарт;
- Термин «Value Based Management» впервые упоминается в 1994 году в книге Д.Мактаггарта «Императив стоимости».

Принципы современного корпоративного управления в западных странах

- Принцип управления стоимостью компании (value based management, VBM).

Модель VBM

- Система новых принципов финансового анализа, нацеленная на выявление изменений в инвестиционной стоимости компании путем оценки созданной за год экономической прибыли;
- Оценка созданных прибылей, рассчитанных традиционным бухгалтерским способом, через призму рисков, а также сопоставление с требуемой за риск доходностью или затратами на капитал.

Достоинства модели VBM

- синтез предыдущих моделей;
- позволяет гармонизировать экономические интересы основных субъектов, связанных с деятельностью фирмы;
- интегрирует цели и задачи различных подразделений корпораций;
- показатель рыночной стоимости обладает более глубоким потенциалом роста, нежели максимизация прибыли и минимизация издержек (имидж, бренд, особенная организационная культура, слияния и поглощения);
- посредством процессов дисконтирования приводит в соответствие текущие и перспективные цели развития компании.

Каждая стратегия должна быть «пропитана» анализом стоимости

- инвестиционная;
- инновационная;
- маркетинговая;
- слияний и поглощений;
- дивидендная.

Ценностно-ориентированный менеджмент

- процесс принятия таких решений и стратегий развития компании, которые будут приводить к повышению ее стоимости и росту благосостояния акционеров;
- основывающийся на анализе и прогнозировании финансовой отчетности, а также потребности в финансировании предпринимаемых управленческих решений;
- долгосрочный прогноз денежных потоков и непрерывный мониторинг финансовых индикаторов;
- главная отличительная черта корпоративного управления — нацеленность в будущее.

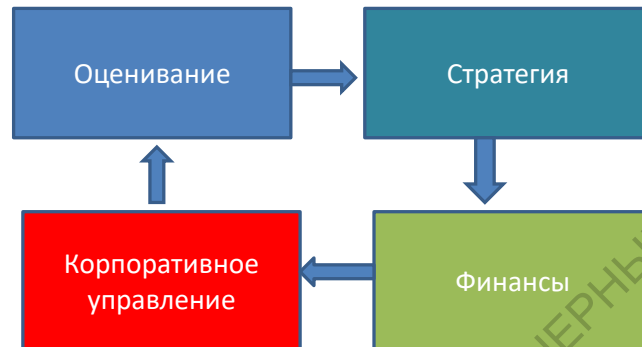
Ценностно-ориентированный менеджмент

- Стоимость бизнеса определяется тем, как рынок оценивает его способность генерировать денежные потоки, достаточные для удовлетворения ожиданий инвесторов от вложений с аналогичным риском;
- Фундаментальная связь между стоимостью компании и стратегическими решениями состоит в том, что стоимость изменяется в момент принятия (или непринятия) стратегических решений в условиях изменения динамики внешней и внутренней среды компании, так как в этот момент меняется будущая траектория развития компании.



Система ценностно-ориентированного управления

Оценивание – выбор процедур определения ценности компании для ее собственников



Основные показатели, лежащие в основе изменения стоимости компании

- Темп роста выручки g ;

- Рентабельность продаж: $OP = \frac{NOPAT}{\text{Выручка}}$

- Удельная потребность в капитале:

$$CR = \frac{\text{Операционный капитал}}{\text{Выручка}}$$

- Средневзвешенная стоимость капитала: WACC.

Стоимость фирмы

$$V_{op,N} = \text{Капитал}_N + \left[\frac{\text{Выручка}_N * (1 + g)}{WACC - g} \right] * \left[OP - WACC * \frac{CR}{1 + g} \right]$$

$$V_{op,N} = \text{Капитал}_N + \left[\frac{\text{Капитал}_N * (EROIC - WACC)}{WACC - g} \right]$$

$$EROIC_t = \frac{NOPAT_{t+1}}{\text{Капитал}_t}$$

ЛЕКЦИЯ 15.

СИСТЕМА ВОЗНАГРАЖДЕНИЯ ТОП – МЕНЕДЖЕРОВ КОРПОРАЦИИ

1. Элементы системы мотивации и вознаграждения топ – менеджеров и принципы ее построения
2. Краткосрочные программы вознаграждения топ – менеджеров
3. Долгосрочные программы вознаграждения топ – менеджеров

Особенность управленческого труда

- Трудность в измерении административного и управленческого труда;
- Сложность прямого переноса существующих систем мотивации.

Подходы к мотивации персонала

Рядовые работники

- Работников много;
- Типовая система мотивации;
- Период оценки колеблется от месяца до квартала;
- Решение локальных внутренних задач

Топ-менеджеры

- Индивидуальная особенность каждого руководителя;
- Топы – «штучный товар»;
- Индивидуальная система мотивации руководителя;
- Долгосрочный период оценивания;
- Достижение целей, поставленных собственниками;
- Позитивная мотивация - Мотивация «К»; (достижение целей); 10-20%; позиция стремления;
- .Негативная мотивация – Мотивация «ОТ» (избегание неудач); позиция избегания.

Типы мотивации

Позитивисты (нацеленные на результат)

- Цель;
- Перспективы;
- Возможности;
- Трудности – вершины.
- «Пряник» - денежные вознаграждения;
- Возможность повышения по карьерной лестнице;
- Сама новая работа – мотивирующий фактор.
- «Перспективы», «возможности», «ты сможешь»;
- Возможности соревнования между подразделениями.

Негативисты

- Не встречались сложные препятствия;
- Не упасть с достигнутого уровня;
- Гарантия безопасности;
- «Кнут» - демонстрация того, что случится если работа не будет выполнена;
- Наказания и штрафы.

Тип референции (какое мнение является более важным):

Внутренняя референция

- собственное мнение;
- независимы;
- высокая самооценка;
- готовы отстаивать собственную позицию, возможность влиять на ситуацию, принимать самостоятельные решения;
- «Я считаю», «я сам доволен», «я-то знаю»;
- Процесс управления – мотивирующий фактор.

Внешняя референция

- мнение других людей;
- обоснованные заслуженные похвалы;
- публичное признание достижений;
- портрет на доске почета;
- грамота;
- описание побед во внутрикорпоративной газете.

Индивидуальный подход к мотивации топ - менеджеров

«Старшие» топ -менеджеры

- Признание необходимости в компании;
- Возможность поделиться накопленными знаниями и опытом;
- Стабильность, охрана здоровья;
- Индивидуальные схемы пенсионного страхования;
- Автомобиль с водителем.

Молодые топ - менеджеры

- Возможность самореализации;
- Формальная власть и карьерный рост;
- Участие в жизни коллектива;
- Служебный автомобиль без водителя.

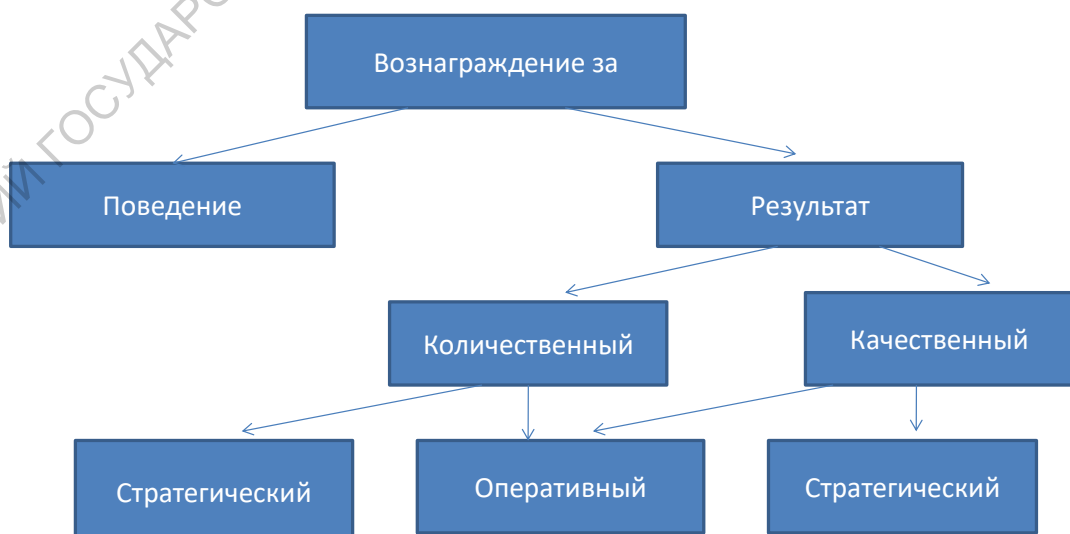
Системы стимулирования руководителей

Компоненты денежного вознаграждения	Подходы		
	<i>традиционный</i>	<i>С ориентацией на производительность или результат</i>	<i>С ориентацией на стоимость бизнеса</i>
Оклад	Постоянный оклад	Оклад, ориентированный на систему	
Изменяемая часть вознаграждения	Возможное вознаграждение	Бонусы или премии, ориентированные на производительность и результат	Бонусы, ориентированные на прибавление в стоимости
Изменяемая часть вознаграждения (месяц)			Долгосрочная мотивация исходя из стратегии развития
Дополнительная часть	Различные дополнительные привилегии, не объединенные в систему		Привилегии, объединенные в «систему кафетерия»

Традиционный подход:

- Оклад: квалификация, опыт работы на соответствующей должности, ответственность за подчиненных, сфера компетентности;
- Привилегии: пользование служебным автотранспортом, служебным мобильным телефоном, социальной инфраструктурой предприятия.

Подход с ориентацией на производительность или результат



Пример: мотивация директора по производству

- Увеличение объема производства на 10% за счет улучшения процессов при неизменной машинной мощности;
- Уменьшение доли брака с 10% до 8%;
- Введение новой системы вознаграждения работников производственного сектора;
- Проектирование новой производственной линии.

Подходы к измерению результата



Многоуровневое измерение результата

- Взвешенное измерение результата: наделение каждого процента выполнения плана процентом премии или вознаграждения;
- Балльное измерение: наделяет каждый этап выполнения плана определенным баллом, в соответствии с которым выплачивается премия;
- Измерение по Вайцману: В соответствии с отклонением от планового значения выплачивается премия:
 - если результат $>$ плана, то премия $= a * \text{результат} + n * (\text{результат} - \text{план})$;
 - если результат $<$ плана, то премия $= a * \text{результат} - m * (\text{результат} - \text{план})$;
 - a – коэффициент вознаграждения;
 - n – коэффициент дополнительного вознаграждения;
 - m – коэффициент штрафования.

Пример: Мотивация директора по производству

- Показатель: увеличение объема производства на 10% с 400 штук до 440 штук.
- Одноуровневое измерение:
 - Увеличение объема производства на 8%
 - Премия = 0.
- Взвешенное измерение:
 - Каждый процент увеличения объема оценивается в 1000 рублей.
 - Премия 8000 рублей.

Пример: Мотивация директора по производству

- Балльное измерение
- Увеличение производства:
 - от 1 до 5% оценивается в 2 балла;
 - от 5,1% до 8% - в 5 баллов;
 - от 8,1% до 9,9% - в 8 баллов;
 - Выше 10% - в 10 баллов (плюс 1 балл за каждый дополнительный процент);
- Сумма балла – 1000 рублей.
- Премия 5000 рублей.

Пример: Мотивация директора по производству

- Вайцмана измерение:
 - 2 % - коэффициент вознаграждения;
 - 20% - коэффициент штрафования;
 - 5% - коэффициент дополнительного стимулирования.
- Факт – 432 < 440.
- Премия = $432 * 2\% - 20\% * (440 - 432) = 7040$ рублей.

Цели системы вознаграждения топ – менеджеров:

- максимально сблизить интересы топ – менеджеров с интересами собственников компании (**ориентация на результат**);
- привлечь и удержать в компании нужных руководителей (**долгосрочное вознаграждение**).

Кодекс корпоративного управления 2014 г.

- совет директоров при поддержке комитета по вознаграждениям;
- уровень вознаграждения должен быть достаточным , но не превышать необходимый уровень;
- пропорциональное соотношение составных частей системы вознаграждения, обеспечивающих баланс между краткосрочными (не более 3-х лет) и долгосрочными (не менее 5 лет) результатами деятельности.

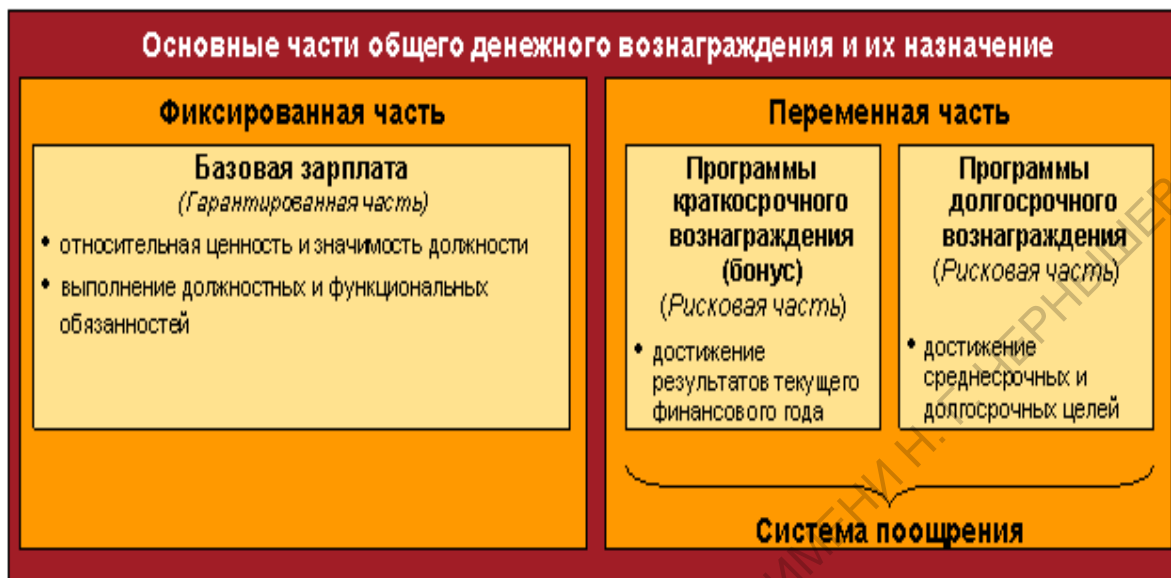
**Система вознаграждения топ – менеджеров,
(Американская ассоциация специалистов по оплате труда
(«World at Work»))**

- Постоянная заработная плата;
- Переменная часть или бонусы;
- Социальный пакет - материальное немонетарное стимулирование (служебный транспорт, сотовый телефон, медицинская страховка);
- Нематериальное стимулирование (адресная и безадресная) (поздравление сотрудника с днем рождения, словесное поощрение работника за качественно выполненную работу, создание оптимальных условий труда, проведении мероприятий – корпоративных праздников).

Кодекс корпоративного поведения 2014

- политика должна регламентировать все формы вознаграждения и прочих материальных выгод, включая компенсации расходов, льготы, пенсионные отчисления, страховые премии и прочие выплаты, предоставляемые членам исполнительных органов и иным ключевым руководящим работникам общества, а также членам их семей.

Основные части общего денежного вознаграждения



Кодекс корпоративного поведения 2014

- Если переменные элементы представляют собой значительную часть системы вознаграждения ключевых руководителей, рекомендуется, чтобы не менее половины целевого размера переменной составляющей вознаграждения приходилось на долгосрочную программу мотивации;
- ...общество может также предусмотреть отложенную выплату бонуса по итогам года, например, равными частями в течение последующих трех лет.

Кодекс корпоративного поведения 2014 Фиксированное вознаграждение

- рекомендуется взвешенно подходить к позиционированию целевого уровня вознаграждения;
- стремление к установлению вознаграждения выше, чем в сопоставимых компаниях, не всегда оправдано и может способствовать витку роста вознаграждения в отрасли.

Базовые подходы к расчету переменной части дохода топ – менеджеров

- *Стандартный подход* (отработка определенного календарного периода) премия;
- *Производительный подход* (КПД (KPI, key performance indicator) -процент увеличения прибыли, темп открытий региональных филиалов, рыночная доля) бонус;
- *Стоимостной подход* (показатели роста стоимости компании, капитализации).

Принципы построения системы вознаграждения топ – менеджеров корпорации

- Система вознаграждения должна быть инструментом стратегии компании;
- Доля фиксированных выплат должна быть минимальна;
- Вознаграждение выплачивается за достижение целей и результатов, (общий результат и индивидуальный вклад);
- Оптимальное соотношение постоянной и переменной частей;
- Стимулирование достижения как краткосрочных, так и долгосрочных целей.
- Топ – менеджеры должны лично принимать участие в разработке системы вознаграждения.

Кодекс корпоративного управления 2014

- Политика вознаграждения также должна включать критерии оценки деятельности (ключевые показатели эффективности) членов исполнительных органов и иных ключевых руководящих работников общества, объективные механизмы определения размера условного вознаграждения в контексте достижения коллективных и индивидуальных показателей.

Краткосрочные программы вознаграждения топ – менеджеров (Кодекс 2014)

- Не рекомендуется проводить оценку результатов общества и индивидуальной работы исполнительных органов по итогам периода длительностью менее одного года;
- Комитету по вознаграждениям с независимыми консультантами необходимо разработать индивидуализированные ключевые показатели, на основе которых строится система краткосрочной мотивации;
- Комитет выносит ключевые составляющие программы краткосрочной мотивации на утверждение совета директоров общества, и впоследствии обеспечивает надзор за внедрением и исполнением программы.

Краткосрочные программы вознаграждения топ - менеджеров

Фиксированные бонусы

- Условие выплаты - отработка топ - менеджером определенного периода времени.

Нефиксированные бонусы

- Основаны на производительном подходе.

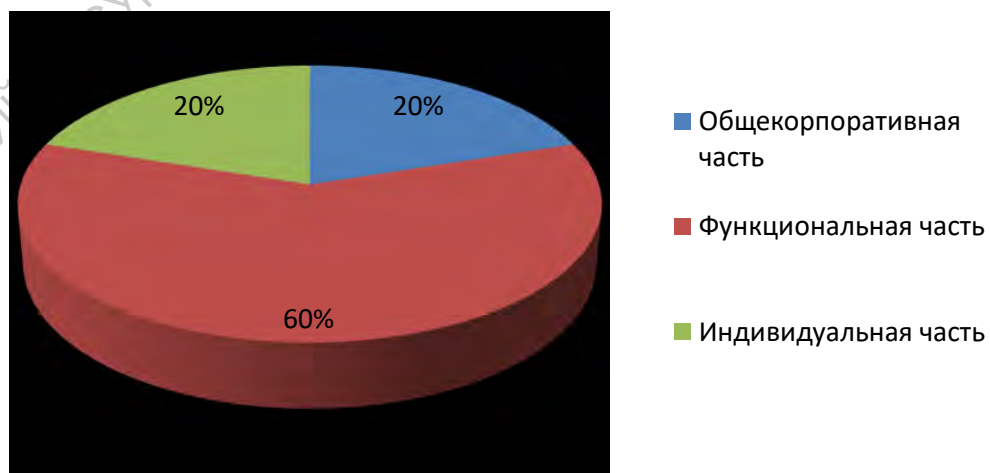
Этапы расчета нефиксированных бонусов

Этап I. Определение целей, которые должны быть достигнуты руководящими работниками в течение заданного финансового года

- Общекорпоративные;
- функциональные;
- индивидуальные.

Структура бонуса

Части годового бонуса руководителя



Этапы расчета нефиксированных бонусов

- *Этап II. Формирование ключевых показателей для каждой цели - КПД*
 - финансовые показатели;
 - взаимоотношения с клиентами;
 - совершенствование внутренних бизнес – процессов;
 - обучение персонала.

Фондообразующие КПД

- Доход на средний задействованный капитал (ROACE);
- Рост доходности (Net Income Growth);
- EBITDA или EBIT;
- Операционный денежный поток (Operation Cash Flow).
- Бизнес – этика и социальная ответственность;
- Охрана здоровья и безопасность;
- Охрана окружающей среды.

2005 г. Наиболее часто используемые показатели для формирования бонусного фонда в российских компаниях	Высшие управленческие должности		Руководители высшего звена	
	Колич.	%	Колич.	%
Выручка, продажи	6	46%	7	54%
Показатели прибыли (чистая прибыль, прибыль от операций, EBITDA)	10	77%	10	77%
Показатели денежного потока (денежный поток от операций, FCF)	7	54%	6	46%
Показатели рентабельности (ROACE, рентабельность собственного капитала)	5	38%	6	46%
Производственные показатели (объемы производства, производительность труда)	9	69%	9	69%
Показатели качества	3	23%	4	31%
Показатели удовлетворенности клиентов	1	8%	1	8%
Другое (EVA, NPV)	1	8%	1	8%

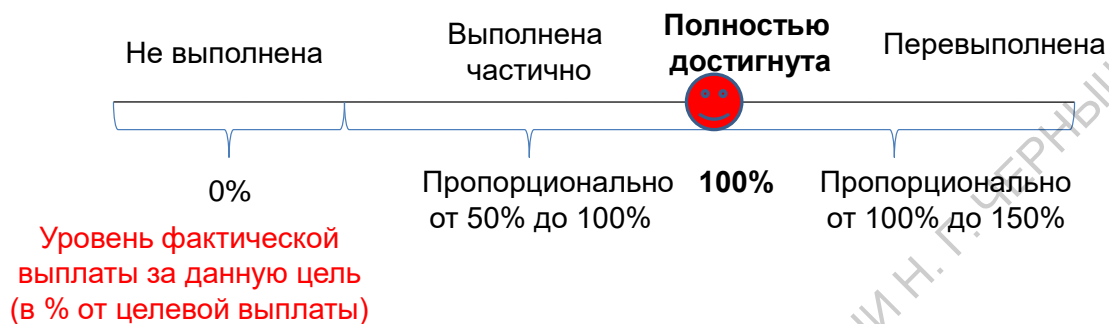
Этапы расчета нефиксированных бонусов

- *Этап III. Установление весов КПД (чем сложнее достичь тем больший вес).*
- *Этап IV. Определение размера целевого бонусного фонда (сумма бонусов, выплачиваемых при 100%-ном достижении всех целей и показателей).*
- *Этап V. Установление порогового, целевого и максимального уровней КПД .*
 - показатель < ниже порогового – бонус не выплачивается;
 - показатель = пороговому – бонус выплачивается в 80 %-ном размере;
 - показатель = максимальному – бонус составляет 150% от целевого.

*Фактический _бонус = Бонус_по_КПД * Вес_КПД_в_целевом_бонусном_фонде*

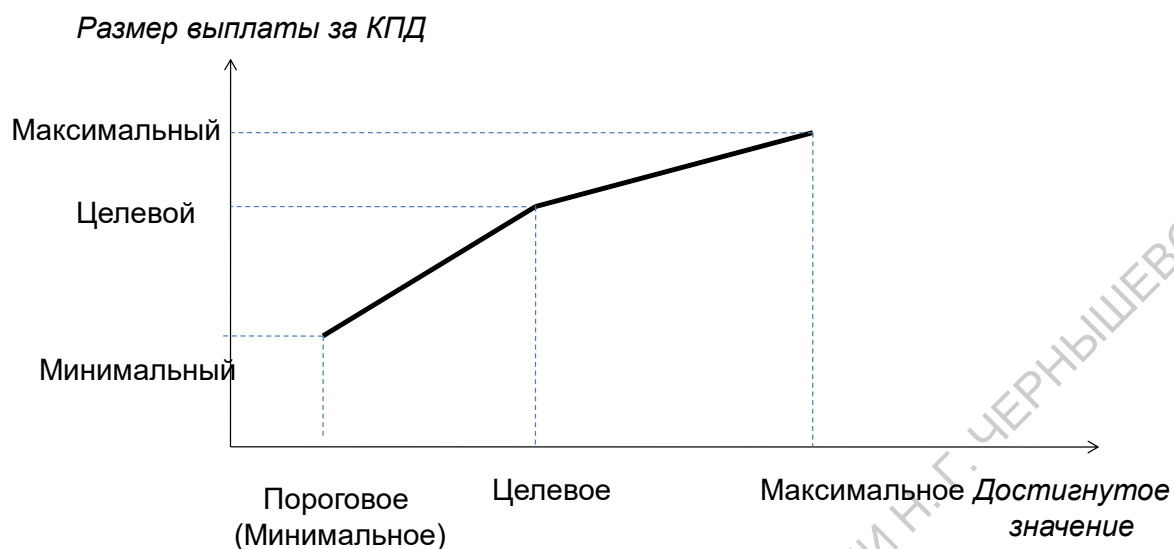
Оценка достижения целей с применением качественной шкалы

Степень достижения цели



Этапы расчета нефиксированных бонусов

- *Этап VI. Определение уровня достижения поставленных перед каждым участником целей и КПД.*



Performance contract – способ информирования в международной практике

- соглашение, в котором приводится детальное описание параметров и механизма бонусного плана:
 - КПД и цели;
 - пороговые, целевые и максимальные значения результативности;
 - шкала выплат.
 - составляется с каждым руководителем ежегодно;
 - не является юридическим документом (приложением к трудовому договору);
 - служит для согласования общего понимания ожиданий от руководителя со стороны совета директоров.

Долгосрочные программы вознаграждения топ – менеджеров (Кодекс 2014)

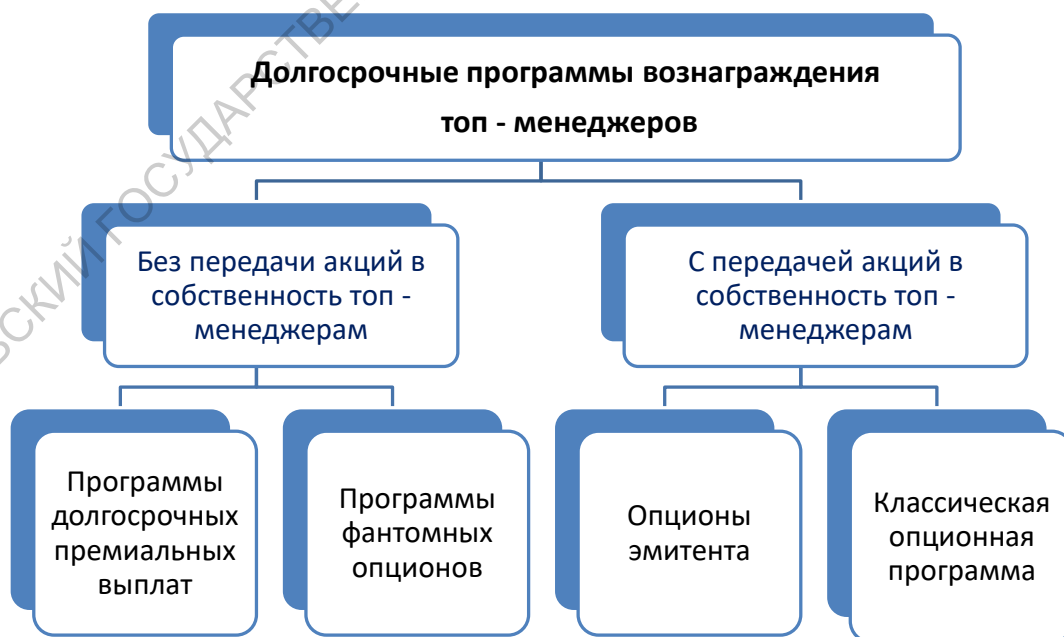
- Комитет по вознаграждениям должен рассмотреть целесообразность внедрения в обществе программы долгосрочной мотивации;
- При наличии у общества акций в свободном обращении, обществу рекомендуется внедрить программу долгосрочной мотивации с использованием акций общества или производных инструментов.

Программы долгосрочного вознаграждения

- Объединяют интересы акционеров и менеджеров;
- Вознаграждают получение устойчивых результатов в течение трех-пяти лет;
- Увеличивают «горизонт планирования» руководителей и способствуют принятию решений, выгодных акционерам в долгосрочной перспективе;
- Являются противовесом желанию максимизировать прибыль в текущем году в ущерб развитию;
- Служат надежным инструментом для удержания работников.

Долгосрочные программы вознаграждения топ – менеджеров (Кодекс 2014)

- Рекомендуется предусмотреть, чтобы право реализации акций или исполнения опциона наступало не ранее чем через три года с момента предоставления акции или инструмента;
- Рекомендуется, чтобы право реализации или исполнения, по истечении соответствующего периода, было обусловлено достижением определенных показателей общества, в том числе и нефинансовых, если такие показатели применимы.



Программа долгосрочных премиальных выплат

- премиальные выплаты зависят от изменения стоимости расчетных единиц, которые зависят от фундаментальных показателей бизнеса;
- работник наделяется условными единицами результативности (ЕР);
- определяется начальная цена одной ЕР;
- ЕР привязывается к определенной группе показателей деятельности компании;
- для данных показателей устанавливаются пороговые, целевые и максимальные значения;
- при значении показателей ниже порогового стоимость ЕР будет равна 0.
- при целевом значении стоимость ЕР равна целевой;
- при максимальном значении показателей стоимость ЕР будет максимальной;
- по окончании срока программы ЕР переводят в денежные средства.

Опцион

- - это финансовый инструмент, относящийся к группе деривативов;

Деривативы – ценные бумаги, стоимость которых меняется в соответствии с изменениями цены некоторого базового актива, для приобретения которого необходимы лишь небольшие первоначальные вложения и расчеты по которым осуществляются в будущем.

- - это право топ - менеджера выкупить определенное количество акций своей компании по фиксированной цене;
- -это договор между компанией и наемным менеджером, в соответствии с которым компания обязуется продать свои акции через заранее определенный срок по заранее зафиксированной цене.

Программа фантомных опционов

- топ - менеджеры получают доход в зависимости от роста цены акций компании за определенный период;
- топ – менеджер наделяется виртуальными (фантомными) акциями;
- их стоимость равна рыночной стоимости настоящих акций на момент внедрения программы;
- в конце срока программы определяется рыночная стоимость акций, которая сравнивается с первоначальной;
- если разница между стоимостью акции на конец и начало программы является положительной, топ-менеджер получает премию.

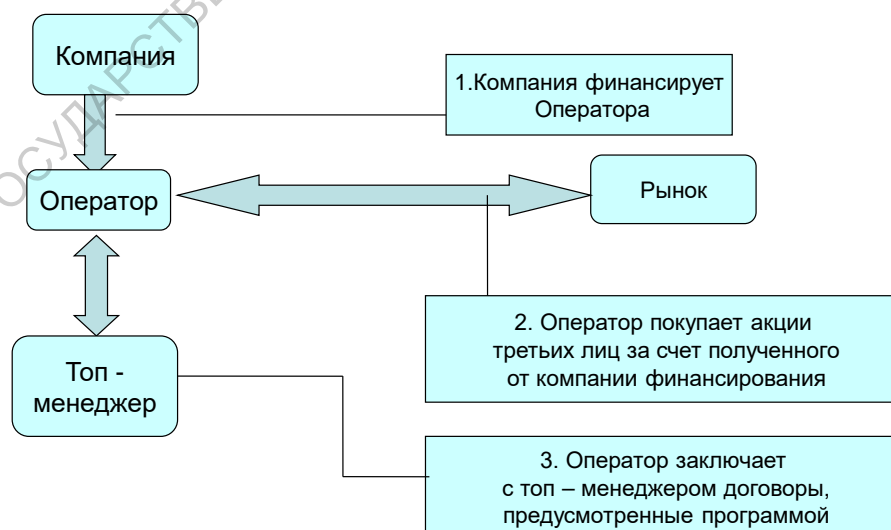
Опционы эмитента

- Компания размещает среди топ – менеджеров (в бездокументарной форме) именные эмиссионные ценные бумаги – опционы эмитента;
- В них указывается срок и предусматриваются обстоятельства, при возникновении которых топ-менеджер может приобрести определенное количество акций компании;
- Руководитель получает право конвертировать их в будущем в акции компании и стать их собственником.

Классическая опционная программа (совокупность гражданско-правовых договоров)

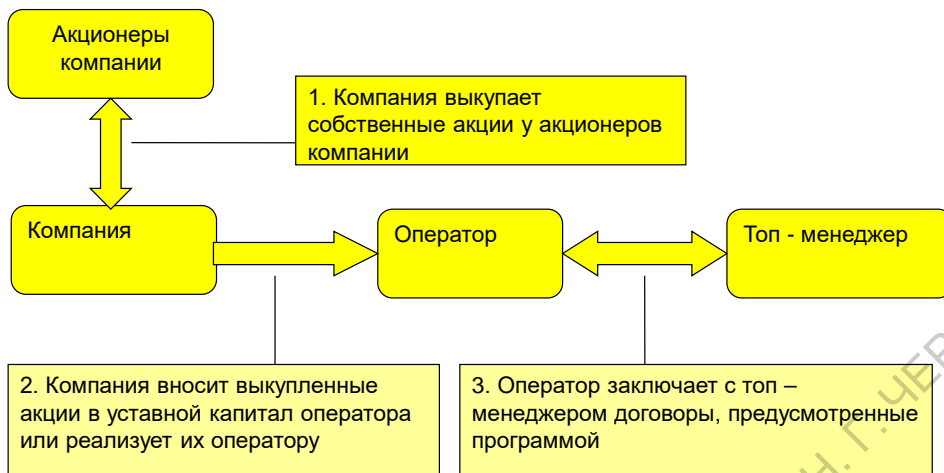
- Предварительный этап.
- совет директоров принимает решение о запуске в компании программы акционирования;
- в годовой бюджет компании должны быть заложены средства, необходимые для приобретения нужного количества акций;
- акции приобретаются;
- оператор программы.

Финансирование Оператора для последующей покупки акций



Оператор самостоятельно приобретает акции на открытом рынке

Внесение акций в уставный капитал Оператора или реализация акций Оператору



Компания самостоятельно выкупает собственные акции для последующей их реализации Оператору или внесения в его уставный капитал.

Классическая опционная программа

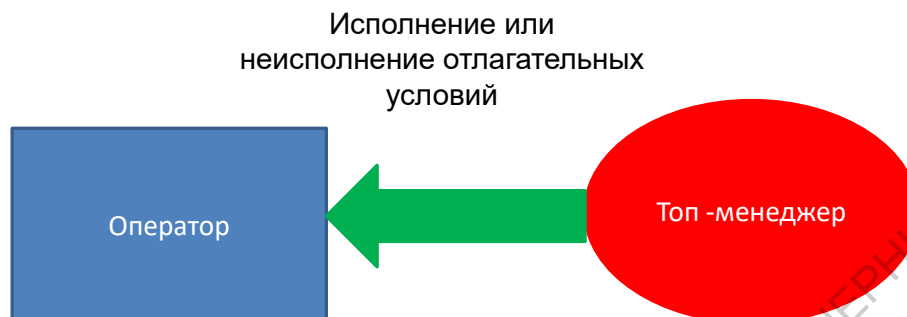
- Этап I: Наделение топ - менеджеров правами на приобретение акций

Заключение договора купли-продажи акций под отлагательными условиями



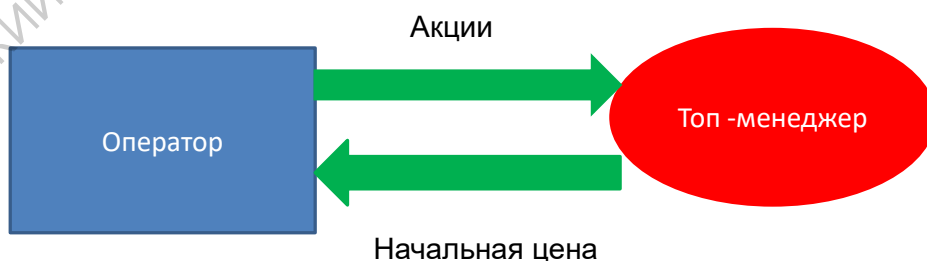
Классическая опционная программа

- Промежуточный период



Классическая опционная программа

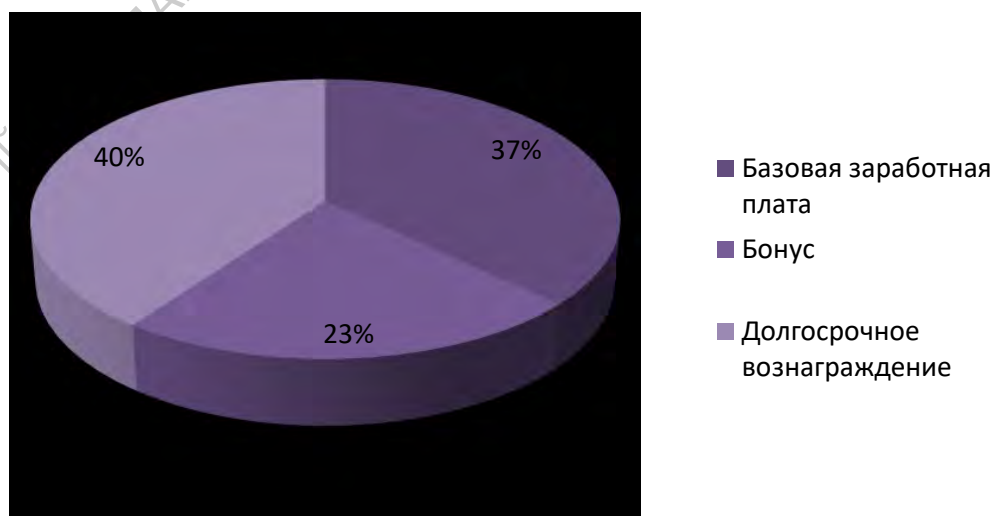
- Этап 3. Использование или неиспользование топ - менеджером своего права на выкуп акций



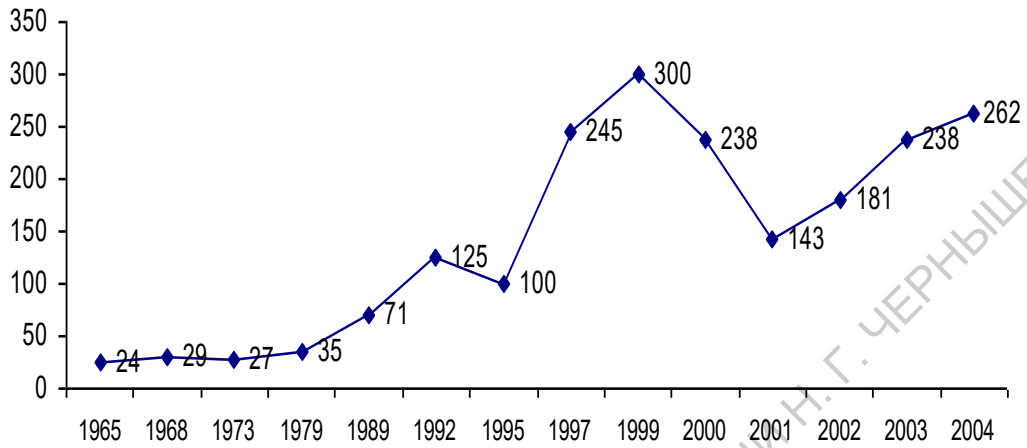
Внедрение опционов за рубежом:

- Применение с конца 1970-х гг;
- 1990 – е - активное внедрение опционов в практику американских компаний (в 1980 -30% CEO, в 1994-70% CEO);
- Средний размер выплат на одного руководителя вырос в 6 раз – до 1,2 \$ млн., тогда как базовая зарплата выросла вдвое;
- На опционы приходится 16% всех обращающихся на рынке акций крупных компаний;
- Пик опционов – 2001 г. Среднее вознаграждение американского менеджера составило 10,5 \$ млн., 58% этой суммы пришлось на опционы;
- 2000 г. 70% акционерных компаний США применяли опционные схемы.

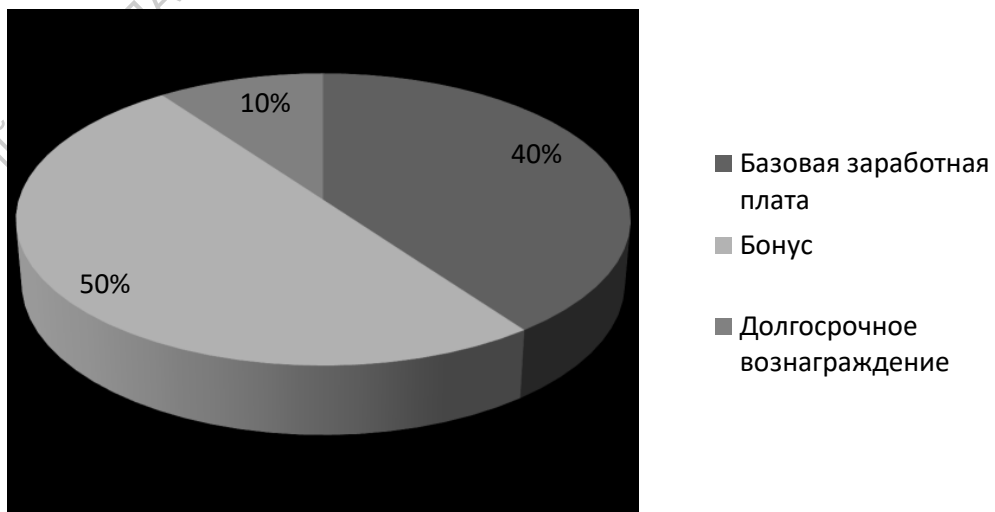
Структура вознаграждения топ -менеджеров: международная практика в 2005 г.



**Динамика вознаграждения менеджмента в США
(Превышение вознаграждения менеджмента над средним
в стране)**



Структура вознаграждения: Россия



В кризисные годы тенденция роста не прекратилась:

- 2007 г. рост средних доходов CEO компаний с индексом S&P 500 составил 22% по сравнению с 2006 г.;
- 2008 г. рост продолжается, но меньшими темпами;
- В странах ЕС в период 2004-2007 г. – рост 14% (Великобритания, Франция, Германия, Швейцария);
- Выплата «золотых парашютов» руководителям, не выполнившим поставленных задач либо уличенным в манипуляциях данными финансовой отчетности;
- «Золотые парашюты» выплачиваются в закамouflированном виде;
- Рискованные инвестиции, манипулирование отчетностью, коррупционные действия.

Среди крупнейших международных нефтяных компаний среднее количество акций, распределенных в рамках программ долгосрочного вознаграждения на конец 2005 г., совокупно по всем программам составило 3,2% от общего числа обыкновенных акций

Наименование компании	%
Chevron	2,1%
Royal Dutch Shell	2,5%
Conoco Phillips	4,2%
EL Paso	4,2%

Последствия опционного бума

- Опционы не рассматривались как издержки компании, но на их сумму уменьшался налог на прибыль;
- Искажение бухгалтерской отчетности;
- Завышение чистой прибыли путем финансовых махинаций и трактовки опционных выплат как бесплатных для компаний;
- Неверная информация для инвесторов;
- Увеличение числа акций для опционов снижало стоимость обычных акций компании;
- 2000 г. Крах компании Enron: выплата 1,4 \$млрд. в виде опционов – одна из операций, которые привели к недостоверности финансовой отчетности.
- Рост рыночной стоимости может отражать не увеличение внутренней стоимости компании, а являться результатом биржевых махинаций, искажения отчетности и дезинформации на рынке.

Последствия опционного бума

- В Merrill Lynch подсчитали, что если бы опционы включались в балансовые расходы компаний, акции компаний, входивших в Индекс S&P 500, в 2001 г. дали бы на 21% меньше прибыли акционерам, а акции высокотехнологичных компаний – на 39%;
- Замена опционных программ «виртуальными акциями» и системами мотивации, привязанными к внутренним показателям эффективности компании, рассчитываемым за более длительный период;
- Ужесточение государственного регулирования информации, поступающей на рынок от компаний, использующих опционы.

Специальные законы

- Германия, 2009 г., закон: менеджеры должны подписывать опционные соглашения на 4 года, а не на 2.;
- США, закон: обязательная процедура голосования по вопросам вознаграждения высшего менеджмента;
- Размер вознаграждения ограничен: не может превышать сумму, в 100 раз большую, чем средняя заработная плата в компании (в случае, если более 60% акционеров не проголосуют за увеличение этого размера);
- Bosh сократила вознаграждение высшего менеджмента с 18 млн. евро в 2007 г. до 13 млн. евро.

Применение в России

- 1998 г. пионер – «ЮКОС» (опцион для 300 менеджеров);
- сырьевые, энергетические компании (РАО «Газпром», ОАО «ОМЗ», РАО «ЕЭС России»);
- публичные компании (2001 г. «Вымпелком» и «IBS»);

Факторы применения опционов В России

- Не публичность компаний;
- Слабая законодательная база (собственник может отказаться от продажи – сделка -пари);
- Объявления об опционах негативно сказываются на курсе акций;
- Изъятие из свободного обращения даже 1% акций может критически сказаться на ликвидности рынка;
- Большинство менеджеров настороженно относится к акциям. Денежная форма предпочтительней!
- Частое применение фантомных опционов.
- Преживание на Западе – 15 лет после начала внедрения!

Бонус - системы, основанные на внутренних показателях, характеризующих стоимость компании

- Дисконтированный денежный поток (DCF) (компании торговли, массовой продажи);
- Экономическая добавленная стоимость (EVA);
- Прибыль на акцию;
- Взвешенная оценка стоимости компании;
- Система сбалансированных показателей (Balanced Scorecard).

Пример:

- По окончании 2001 года с Генеральным директором «ХХХ» был заключен контракт, на основании которого в начале 2003 г. Ему будет выплачена премия в размере 10000 рублей за увеличение стоимости компании на 1 %.

Дисконтированный денежный поток

	2002	2001
Операционная прибыль до уплаты налогов	45000	32600
Налог на прибыль (24%)	(10800)	(7824)
Проценты к уплате	21000	84000
Амортизация	20000	20000
Сальдо общего денежного потока (ТСФ)	75200	53176

Дисконтированный денежный поток

- $WACC = \text{процент по кредитам} * \text{доля заемного капитала} + \text{рентабельность активов} * \text{доля собственного капитала};$
- $WACC(2001) = 21\% * 20\% + 3,8\% * 80\% = 7,3\%;$
- $WACC(2002) = 21\% * 30\% + 4,6\% * 70\% = 9,5\%;$
- $\text{Стоимость компании на конец 2001 г} = 53176 / 0,073 = 728 \text{ млн. руб.}$
- $\text{Стоимость компании на конец 2002 г} = 75200 / 0,095 = 791 \text{ млн.руб.}$
- $\text{Процентное увеличение стоимости составило } (791 - 728) / 728 = 0,0867 \text{ (8,67\%)}$
- $\text{Премия Генерального директора} = 10000 * 8 = 80000.$

Оценка по добавленной стоимости

- $EVA = \text{прибыль (за исключением внереализационных доходов и расходов)} - WACC * \text{активы предприятия.}$
- $EVA(2001) = 24776 - 0,073 * 585888 = -18 \text{ млн. руб.}$
- $EVA(2002) = 34200 - 0,095 * 674640 = -29890 \text{ млн. руб.}$
- $\text{Премия Генерального директора} = 0.$

Оценка по взвешенной стоимости компании

- Стоимость компании определяется на 90% методом чистых активов и на 10% методом DCF.
- Чистые активы компании = Активы – Займы и кредиты (610)- кредиторская задолженность (620).
- ЧА (2001)=466496.
- ЧА (2002)=471160.
- Стоимость компании (2001)= $466*0,9+728*0,1=492,2$ млн. руб.
- Стоимость компании (2002)= $471*0,9+791*0,1=503$ млн. руб.
- Увеличение стоимости компании=2,2%
- Премия Генерального директора = 20000.

Оценка по отношению прибыли к одной акции

- С Генеральным директором был заключен контракт, на основании которого ему будет выплачена премия в размере 1000 рублей при каждом увеличении прибыли на одну акцию на 1 руб.
- Прибыль на одну акцию (2001)= $22496/100000=225$ руб.
- Прибыль на одну акцию (2002)= $31160/100000=312$ руб.
- Премия Генерального директора= $1000*87=87000$.

На основе сбалансированных показателей

- Контракт: в начале 2003 г. Генеральному директору будет выплачена премия за каждое увеличение показателя в Balanced Scorecard в соответствии с планом:
- 20000 рублей за сферу «Финансы»;
- 10000 за сферу «Производство»;
- 25000 за сферу «Клиент»;
- 5000 за сферу «Обучение».

Показатели, входящие в BSC

Финансы	План	Факт	Производство	План	Факт
Стоимость по DFCF	+20%	+8%	Выручка от одного работающего	+30%	+34%
Чистые активы	+1%	+1%	Время изготовления изделия	-10%	-10%
Клиент			Обучение		
Степень удовлетворения потребителя	-15%	-4%	Затраты на обучение работников	+5%	+16%
Ассортимент производимой продукции	-15%	-50%			

Премия генерального директора

- $20000+2*10000+25000+5000=70000$ рублей.

Привилегии «системы кафетерия»

- Страхование жизни;
- Страхование здоровья (медицинское страхование);
- Служебный автотранспорт;
- Служебные средства связи;
- Пользование социальной инфраструктурой компании (питание, отдых и т. д.).

Выходные пособия (Кодекс 2014)

- Размер выходного пособия в случае досрочного прекращения полномочий («золотых парашютов»), не должен превышать двукратного размера годового фиксированного вознаграждения;
- Для осуществления более высоких выплат следует представить веские обоснования таких выплат, утвердить соответствующее решение на заседании совета директоров и раскрыть общественности информацию о причинах столь высоких выплат.

Раскрытие информации о политике вознаграждений.

- Обществу рекомендуется раскрывать информацию о принятой в обществе политике вознаграждения!!!

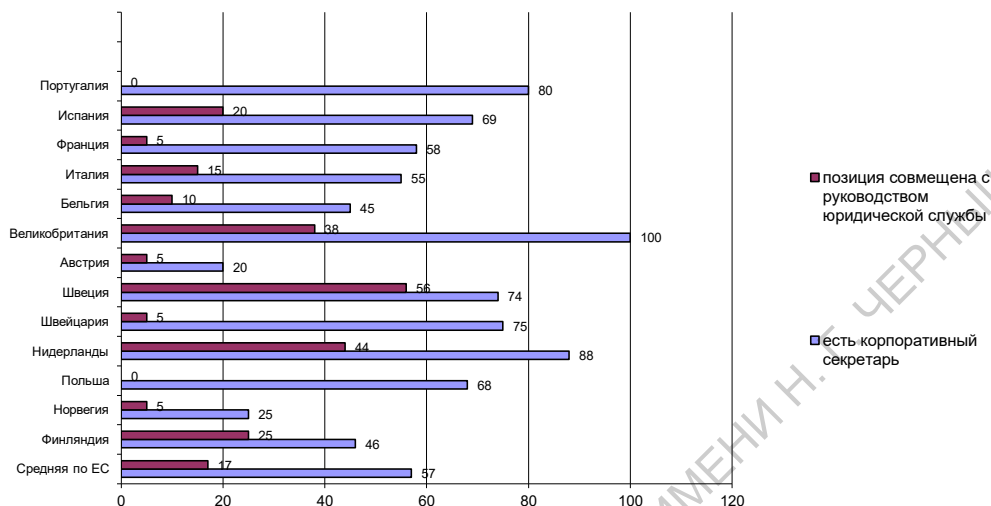
ЛЕКЦИЯ 16. КОРПОРАТИВНЫЙ СЕКРЕТАРЬ

1. Развитие должности корпоративного секретаря в системе корпоративного управления
2. Функции корпоративного секретаря
3. Статус корпоративного секретаря
4. Компетенции корпоративного секретаря и ресурс секретариата

Британский институт дипломированных секретарей (ICSA The Institute of Chartered Secretaries and Administrators), 1891г.

- «Semper vigilans» - «Всегда начеку, всегда бдительный»;
- птица → секретарь, пичие перья и ключи, символизирующие функции секретаря как хранителя регистратора ценной информации;
- в 1902 г. : королевская грамота за вклад в развитие корпоративного управления в Великобритании.

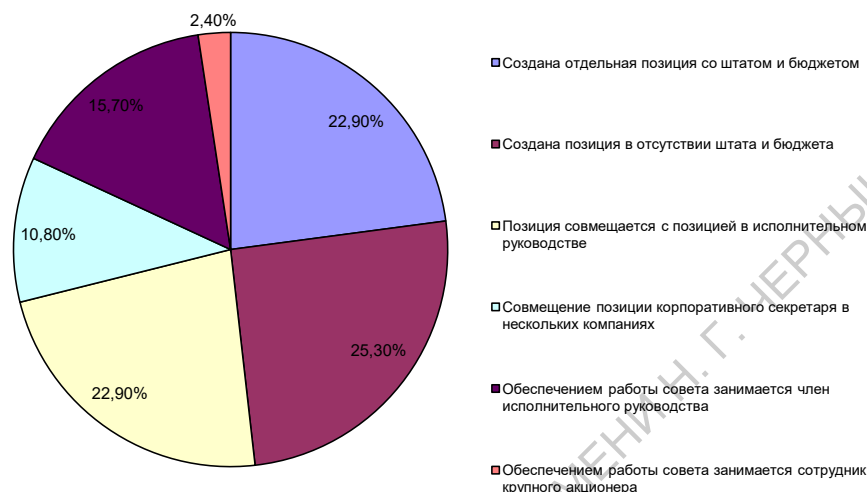
Статистика применения института корпоративного секретаря в европейских компаниях, 2011 г.



Россия

- 2002 г. : Кодекс корпоративного поведения;
- Причины развития:
 - рост влияния инвесторов,
 - повышение требований к уровню социальной ответственности и транспарентности бизнеса,
 - усиление давления на советы директоров и топ-менеджмент со стороны акционеров
 - ужесточение норм законодательства.

Статус корпоративного секретаря в российских компаниях, 2012 г



Документы, нацеленные на формирование и улучшение деятельности института корпоративного секретаря

- новая редакция Кодекса корпоративного управления (Письмо Банка России от 10 апреля 2014 г. N 06-52/2463);
- Методические рекомендации по организации работы корпоративного секретаря в акционерных обществах с государственным участием (Приказ Росимущества от 27.03.2014 №94);
- Положение о допуске ценных бумаг к организованным торгам, предусматривающее наличие должности (структурного подразделения) корпоративного секретаря для компаний, ценные бумаги которых включаются в котировальные списки высшего уровня (Банк России).

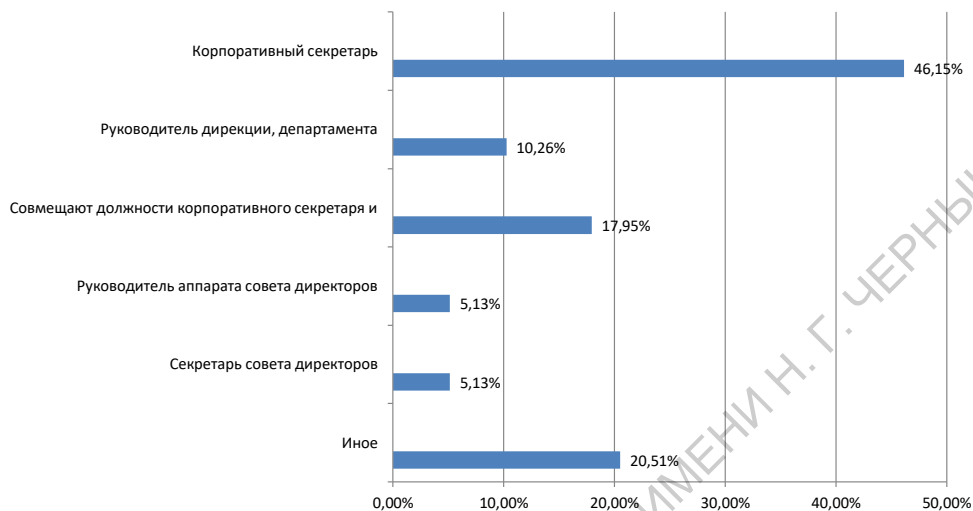
**Опрос 95 корпоративных секретарей, проведенных
Центром корпоративного управления «Делойт» и НОКС**

- 2016 г.: у 43,2% опрошенных название должности - «корпоративный секретарь».

**Наличие в компании должности корпоративного секретаря,
РИД 150 компаний**

	2014	2011	2010	2009	2008
В целом по выборке	51%	42%	40%	42%	40%
Компании, имеющие листинг	56%	46%	52%	55%	49%
Госкомпании	49%	33%	14%	17%	19%

Названия человека, выполняющего функции корпоративного секретаря в компаниях, 2016 г



Памятка корпоративному секретарю американской ассоциации корпоративных секретарей

- «Так чем же все-таки занимается корпоративный секретарь?»
- «Хороший вопрос, но трудно на него ответить! Если основные обязанности корпоративного секретаря довольно легко очертить, полный перечень его функциональных особенностей и уникальность его роли среди руководителей высшего звена компании объяснить значительно труднее».

Корпоративный секретарь

- - это представитель высшего руководства с широким спектром полномочий и обязанностей;
- — это должностное лицо, которое призвано на регулярной основе поддерживать отношения между акционерами, высшим менеджментом и советом директоров, развивая взаимодействие в рамках корпоративного треугольника ;
- «эффективное текущее взаимодействие с акционерами, координация действий общества по защите прав и интересов акционеров, поддержка эффективной работы совета директоров обеспечиваются корпоративным секретарем» (п.3.1. Кодекса корпоративного управления).

Функции корпоративного секретаря в соответствии Кодексу корпоративного управления

Организационные	Информационные	Корпоративные	Контроль исполнения
<ul style="list-style-type: none">•организация подготовки и проведения общих собраний акционеров общества;•обеспечение работы совета директоров и комитетов совета директоров.	<ul style="list-style-type: none">•обеспечение раскрытия информации и хранения корпоративных документов общества;•незамедлительное информирование совета директоров о всех выявленных нарушениях законодательства, а также внутренних документов общества.	<ul style="list-style-type: none">•обеспечение взаимодействия общества с его акционерами и участие в предупреждении корпоративных конфликтов;•обеспечение взаимодействия общества с органами регулирования, организаторами торговли, регистратором, иными профессиональными участниками рынка ценных бумаг;•участие в совершенствовании корпоративного управления общества.	<ul style="list-style-type: none">•реализация и контроль исполнения установленных законодательством и внутренними документами общества процедур, обеспечивающих реализацию прав и законных интересов акционеров;•контроль организации работы коллегиальных органов;•контроль раскрытия информации;•контроль повышения уровня корпоративного управления и совершенствования корпоративной культуры компании.

Содействие в раскрытии информации

- обеспечивает своевременное и прозрачное раскрытие обществом существенной информации для акционеров, членов совета директоров, топ - менеджеров;
- гарантирует соблюдение обществом требований к порядку хранения и раскрытия информации об обществе;
- обеспечивает хранение документов общества;
- удостоверяет выдаваемые акционерам копии документов.

Содействие в организации работы советов директоров

- обеспечивает работу совета директоров и комитетов совета директоров;
- уведомляет всех членов совета директоров о заседаниях;
- направляет и собирает бюллетени для голосования, собирает письменные мнения директоров;
- осуществляет передачу необходимой информации совету директоров;
- разъясняет директорам требования законодательства, устава и внутренних документов общества по процедурным вопросам в рамках своей компетенции;
- проводит ознакомительные брифинги для новых членов совета директоров;
- обеспечивает соблюдение процедуры проведения заседаний совета директоров и комитетов совета директоров.
- ведет протокол заседаний совета директоров.

Содействие в организации общего собрания акционеров

- содействует организации общих собраний акционеров;
- раздает материалы (документы) к общему собранию акционеров;
- обеспечивает подготовку списка лиц, имеющих право участвовать в общем собрании акционеров;
- уведомляет акционеров, имеющих право участвовать в общем собрании акционеров;
- собирает бюллетени для голосования и передает их счетной комиссии;
- организует ведение протоколов общего собрания акционеров и протоколов об итогах голосования;
- доводит до сведения акционеров отчет об итогах голосования и принятых общим собранием решениях.

Участие в совершенствовании корпоративного управления общества

- обеспечивает соблюдение в практике компании норм и требований корпоративного законодательства;
- осуществляет мониторинг изменений, вносимых в корпоративное законодательство;
- отбирает те «лучшие практики корпоративного управления», которые отвечают интересам конкретной компании и ее акционеров.

Корпоративный секретарь

- доверенное лицо и советник председателя совета директоров, главного акционера, генерального директора и других ключевых руководителей компании;
- посредник в решении конфликтов: управленческих, с акционерами (миноритариями), с иностранными партнерами, с государственными и регулирующими органами;
- активный участник GR- и PR-мероприятий;
- организатор коммуникаций с руководителями и профессионалами разного уровня, разного социального положения, принадлежащих к разным национальным культурам;
- участник и инициатор мероприятий, связанных с внедрением процедур оценки системы корпоративного управления в компании, с развитием корпоративной культуры, с формированием принципов и ценностей компании.

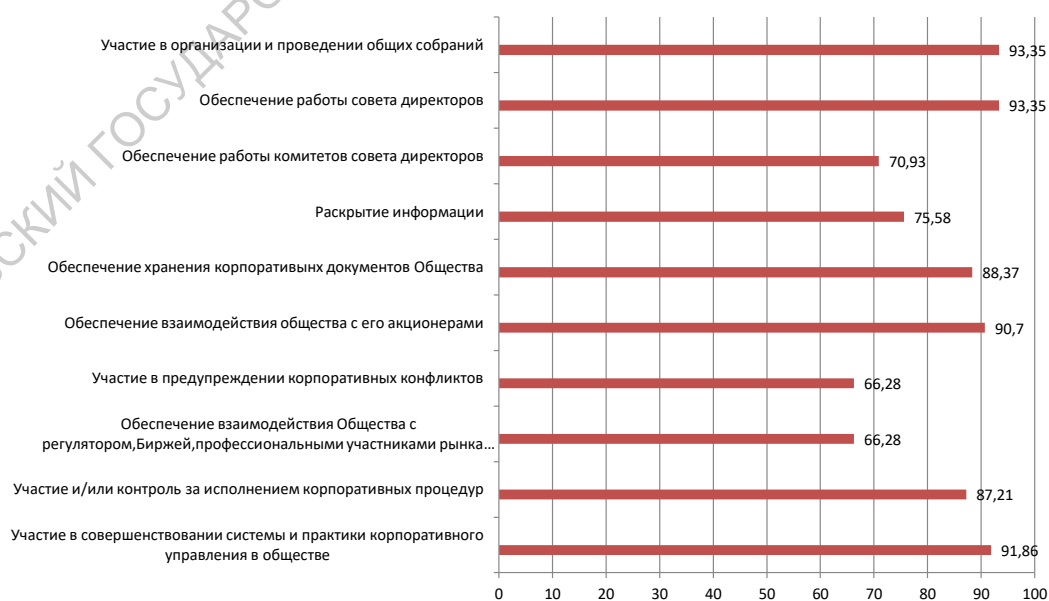
Полномочия корпоративного секретаря (ККУ)

- запрашивать и получать документы общества;
- в рамках своей компетенции выносить вопросы на рассмотрение органов управления общества;
- контролировать соблюдение должностными лицами и работниками общества устава и внутренних документов общества в части вопросов, относящихся к его функциям;
- осуществлять взаимодействие с председателем совета директоров и председателями комитетов совета директоров.

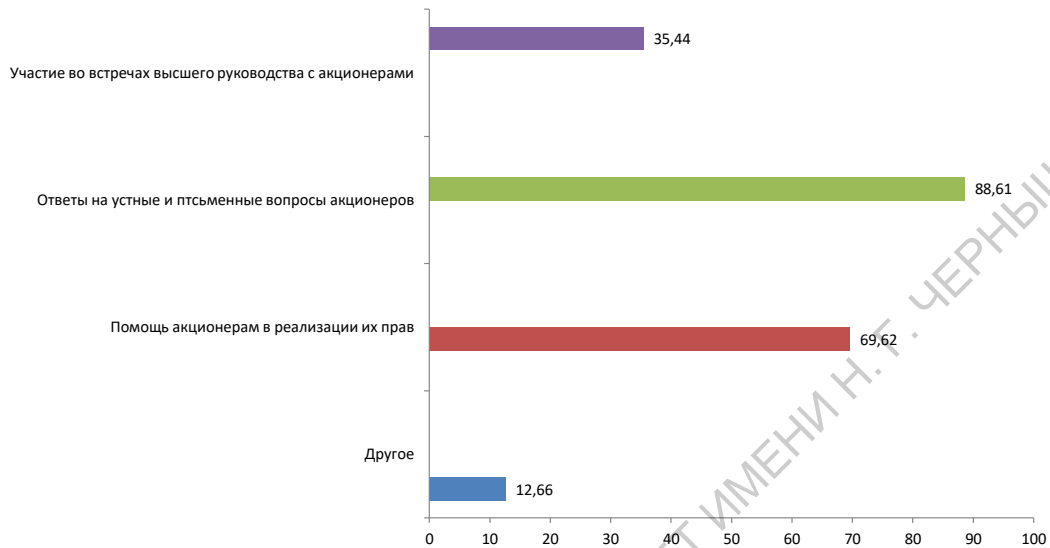
Функции корпоративных секретарей в российских компаниях (40 участников IX Форума корпоративных секретарей)

Функция	Полностью входит в зону ответственности	Частично входит в зону ответственности	Не входит в зону ответственности
Участие в подготовке и проведении общих собраний акционеров	90	10	0
Обеспечение работы совета директоров и его комитетов	97,5	2,5	0
Участие в реализации политики общества по раскрытию информации	75	20	5
Обеспечение взаимодействия общества с акционерами	75	20	5
Участие в развитии системы корпоративного управления общества	82,5	17,5	0
Обеспечение взаимодействия общества с регулятором и профучастниками рынка ценных бумаг	62,5	20	17,5

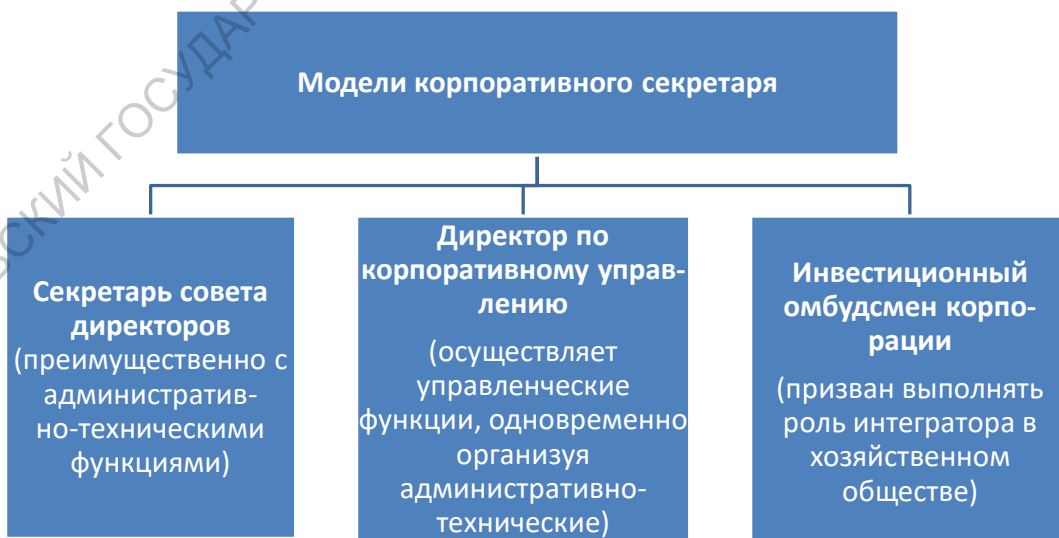
Доля респондентов, задействованных в реализации отдельных функций корпоративного секретаря, %, 2016 г.



Основные аспекты взаимодействия с акционерами, %.



Модели корпоративного секретаря



Практика нестандартных функций корпоративного секретаря

- ПАО «АЛРОСА»: обеспечение исполнения директив правительства; методическое руководство и координация деятельности корпоративных секретарей группы компаний;
- ПАО «Новолипецкий металлургический комбинат»: участие в подборе кандидатов в состав совета директоров;
- ПАО «Полюс Золото»: подготовка проектов решений совета директоров;
- ПАО «Сбербанк»: участие в процедуре страхования ответственности членов органов управления и должностных лиц банка;
- ПАО «КАМАЗ»: выстраивание системы корпоративного управления в дочерних компаниях холдинга, координация работы системы внутреннего контроля и управления исками, руководство функционирования и развитие комплаенс - системой

Кодекс корпоративного управления

- корпоративный секретарь должен обладать достаточной независимостью от исполнительных органов общества и иметь необходимые полномочия и ресурсы для выполнения поставленных перед ним задач;
- он не должен быть аффилированным лицом общества, связанным с контролирующим обществом лицом либо с исполнительным руководством общества.

Практический механизм «зависимости» от исполнительных органов

- поиск кандидата;
- собеседования;
- определение формальных и неформальных полномочий и обязанностей;
- определение условий трудового договора;
- представление кандидата председателю совета директоров.
- председатель совета директоров поручает комитету по кадрам рассмотреть кандидатуру на заседании комитета;
- комитет рекомендует совету директоров утвердить;
- 36% опрошенных корпоративных секретарей размер дополнительного вознаграждения определяет генеральный директор .

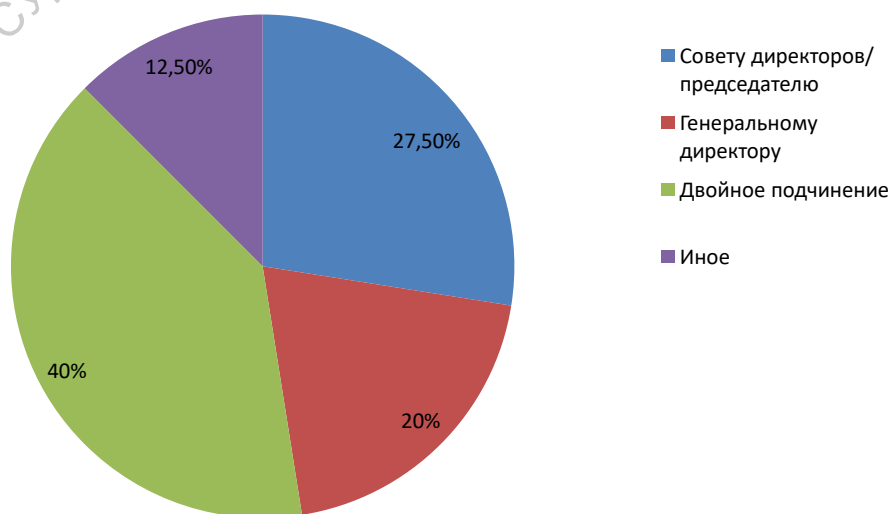
Компетенция совета директоров в части регулирования деятельности корпоративного секретаря, 2014 г.

	В целом по выборке	Компании, имеющие листинг	Госкомпании
утверждение кандидатуры на должность корпоративного секретаря и прекращение его полномочий	44%	47%	43%
утверждение положения о корпоративном секретаре	29%	34%	32%
оценка работы корпоративного секретаря и утверждение отчетов о его работе	8%	13%	8%
выплата корпоративному секретарю дополнительного вознаграждения	15%	18%	8%

Фактическое и желаемое подчинение корпоративных секретарей в российских компаниях в 2016 г.

	<i>Фактическое подчинение</i>	<i>Желаемое подчинение</i>
Совету директоров	38,9%	59,3%
Генеральному директору	31,6%	10,5%
Иное (двойное подчинение, вице –президенту, начальнику департамента, участникам общества)	29,5%	
Высшему руководству		16,3%
Не принципиально		13,9%

Подчиненность корпоративных секретарей в российских компаниях в 2015 году, %



Обеспечение независимости

- осуществление подбора советом директоров;
- контроль независимых членов,
- подбор осуществляется в рамках комитета по корпоративному управлению;
- Независимые директора должны определять:
 - полномочия корпоративного секретаря,
 - объем ресурсов, необходимых для выполнения его функций,
 - размер и условия вознаграждения.

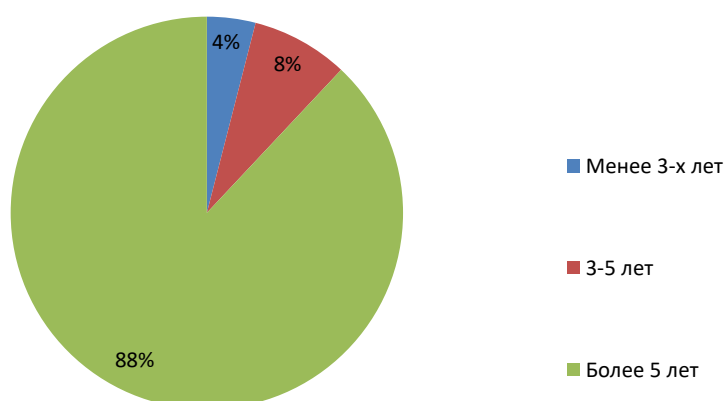
Функции корпоративного секретаря требуют:

- Определенных человеческих качеств и профессиональных компетенций;
- Трудовых и финансовых ресурсов, обеспечивающих полноценное функционирование корпоративного секретариата.

Кодекс корпоративного управления

- На должность корпоративного секретаря рекомендуется назначать лицо, имеющее высшее юридическое, либо экономическое или бизнес – образование, имеющее опыт работы в области корпоративного управления или руководящей работы – не менее 2-х лет.
- Корпоративный секретарь должен обладать безупречной репутацией.

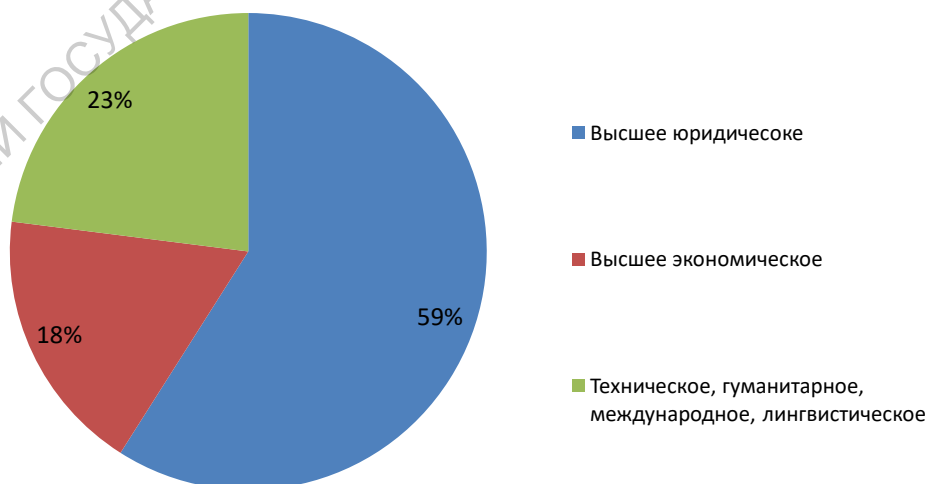
Стаж работы корпоративных секретарей в области корпоративного управления



Характеристика корпоративных секретарей

- доля женщин - 59%;
- в возрасте 25-40 лет – 64,3% ;
- в возрасте более 40 лет - 34,5% .

Образование корпоративных секретарей, %



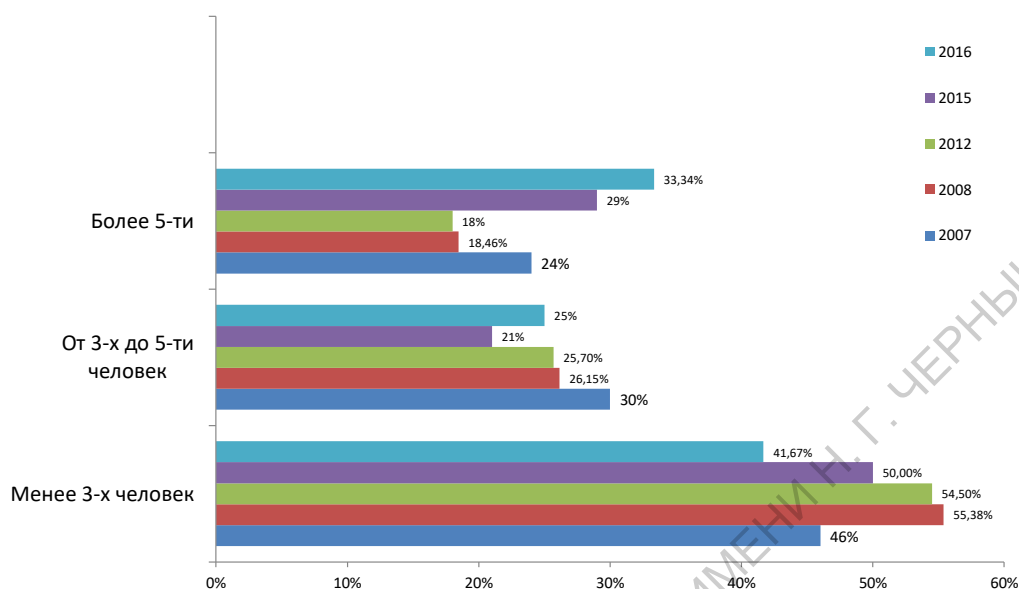
**Главные качества корпоративного секретаря (Саймон Осбон
- главный исполнительный директор Британского Института
Дипломированных Корпоративных секретарей и
Администраторов)**

- стойкость;
- независимость;
- умение завоевывать доверие коллег;
- стрессоустойчивость;
- способность жить в условиях неопределенности и противоречия;
- умение подчиняться сразу нескольким начальникам;
- дипломатия.

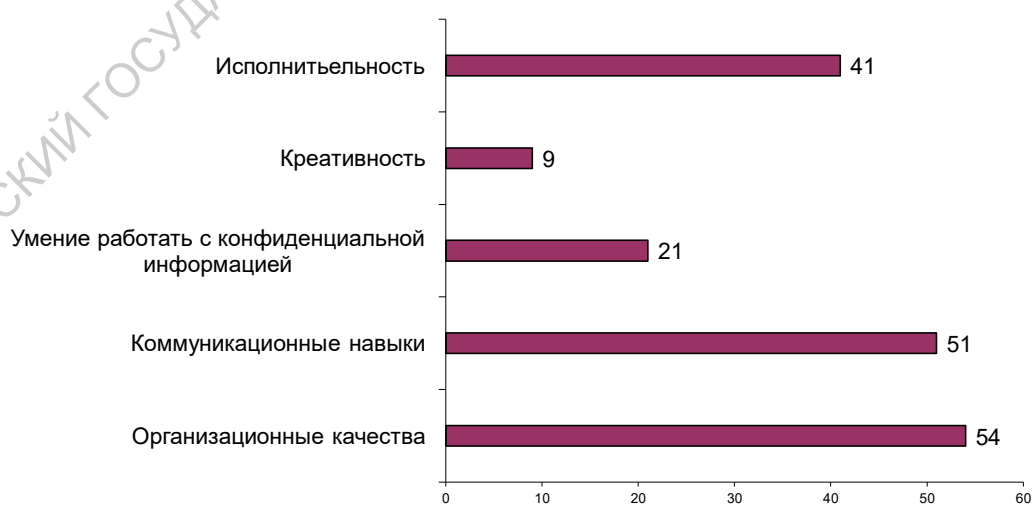
Кодекс корпоративного управления

- В зависимости от размеров бизнеса компании, структуры владения капиталом, количества миноритарных акционеров функции корпоративного секретаря могут выполняться одним лицом — корпоративным секретарем — либо специальным структурным подразделением, возглавляемым корпоративным секретарем.

Численность аппарата корпоративного секретаря, %



Приоритеты деловых качеств сотрудников аппарата корпоративного секретаря



Национальное объединение корпоративных секретарей (НОКС)

- расширять корпоративное пространство, в котором работает корпоративный секретарь;
- выводить его за пределы своей компании, холдинга и даже за пределы российского корпоративного поля;
- знакомить с международной практикой, новыми тенденциями в организации работы, с влиянием глобальных экономических процессов на корпоративное управление и бизнес в целом;
- способствовать эффективному функционированию корпоративного секретаря в современных правовых и экономических реалиях.

Программы НОКС

- популяризация института корпоративного секретаря (размещение статей в средствах массовой информации, проведение бесплатных семинаров);
- повышение квалификации (семинары по актуальным вопросам корпоративного управления, подготовка к сдаче экзаменов на получение сертификата);
- сертификация (проверка уровня знаний и навыков и подтверждении высокого уровня квалификации корпоративного секретаря со стороны самого профессионального сообщества, выдача сертификата - документа государственного образца о повышении квалификации по специальности «Корпоративный секретарь»);
- ежегодные форумы корпоративных секретарей (площадка для дискуссий, для обсуждения корпоративными секретарями актуальных проблем своей деятельности);
- Клуб корпоративных секретарей.

ЛЕКЦИЯ 17.

РЫНОК КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

1. Понятие и структура рынка корпоративного контроля
2. Рыночные операции на рынке корпоративного контроля:
операции по слиянию и присоединению
3. Антимонопольное законодательство и реорганизация
4. Рыночные операции на рынке корпоративного контроля:
операции по разделению, выделению
 5. Конвертация акций при реорганизации
 6. Операции по поглощению
7. Нерыночные операции на рынке корпоративного контроля: рейдерство, силовое предпринимательство, гринмейл

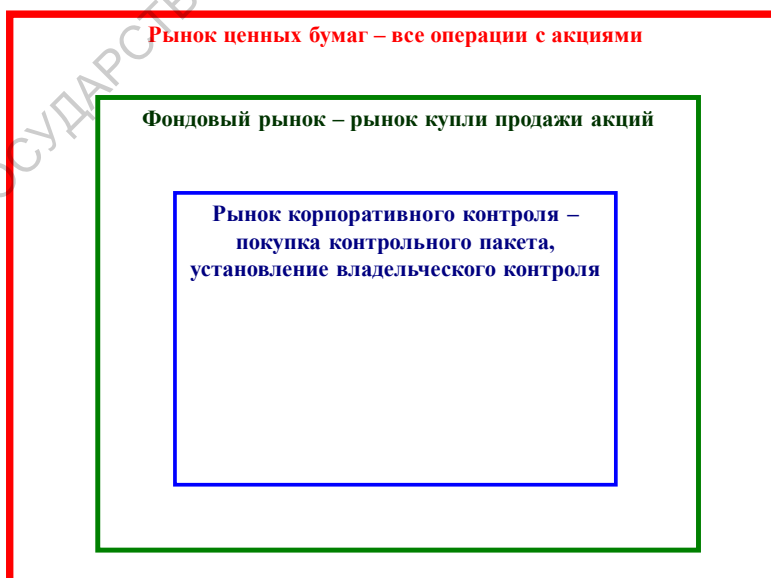
Корпоративный контроль

- это способ воздействия акционеров на поведение менеджеров.

Соотношение понятий: рынок ценных бумаг, фондовый рынок и рынок корпоративного контроля

- *Рынок ценных бумаг* — это отношения между участниками рынка по поводу выпуска и обращения ценных бумаг;
- *Фондовый рынок* — это рынок купли - продажи ценных бумаг. (первичный IPO и вторичный рынок);
- *Корпоративный рынок* - это рынок, на котором осуществляются операции по инвестированию в акционерные общества для установления владельческого контроля, т.е. покупка контрольного пакета обыкновенных акций, имеющих право голоса.

- **Рынок корпоративного контроля «вторичный»**



Участники рынка корпоративного контроля

- корпоративный продавец - акционерное общество, над которым устанавливается новый владельческий контроль;
- корпоративный покупатель - физическое или юридическое лицо, который устанавливает свой владельческий контроль.

Рынок корпоративного контроля

- это рынок, регулирующий отношения между корпоративными покупателями и корпоративными продавцами по поводу купли-продажи обыкновенных акций, предоставляющих права голоса с целью изменения доли контроля или собственника акционерного общества.

Различия между рынком корпоративного контроля и фондовым рынком

Критерий	Фондовый рынок	Рынок корпоративного контроля
<i>Цели:</i>	разнообразные цели	установление заданной степени контроля над управлением данного акционерного общества
<i>Вид ценных бумаг:</i>	сделки с любыми ценными бумагами	сделки только с голосующими акциями или с конвертируемыми в них ценными бумагами
<i>Права собственности</i>	переход прав собственности на отдельные акции,	перехода прав собственности на «акционерные общества», т.е. изменения владельческого контроля над ними
<i>Цена акций</i>	цена пакета акций равна сумме цен входящих в него бумаг	цена акционерного общества существенно превышает рыночную стоимость такого же числа его акций, рассматриваемых в отдельности.
<i>Нормы регулирования</i>		сильное влияние антимонопольного законодательства
<i>Состав участников</i>	все	крупные владельцы капитала
<i>Организация операций по купле - продаже акций</i>		сложнее операции

Цель рынка корпоративного контроля

- изменение владельческого контроля над корпоративным продавцом (смена собственников акционерного общества, позволяющая в той или иной степени изменять (влиять на) его менеджмент, политику на рынке);
- изменение рыночного статуса (изменение места корпоративного покупателя на рынке).

Цели изменения владельческого контроля

- удовлетворение интересов тех или иных участников рынка по увеличению участия в управлении им;
- смена менеджмента акционерного общества;
- изменение политики на рынке;
- преобразование акционерного общества и т.п.

Формы изменения рыночного статуса

- укрупнение капитала акционерного общества, например, за счет присоединения к нему капитала другого участника рынка;
- изменение юридической формы акционерного общества, например преобразованием в общество с ограниченной ответственностью;
- ликвидация акционерного общества .

Классификация рынков корпоративного контроля

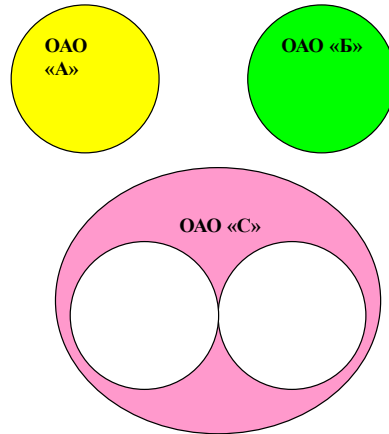
- Первичности: первичный и вторичный рынки корпоративного контроля;
- Организованности (биржевой / небиржевой);
- Рыночности (рыночные – рынки слияний и поглощений (M&A); нерыночные - рейдерство, гринмейл, силовое предпринимательство).

Рыночные операции на рынке корпоративного контроля

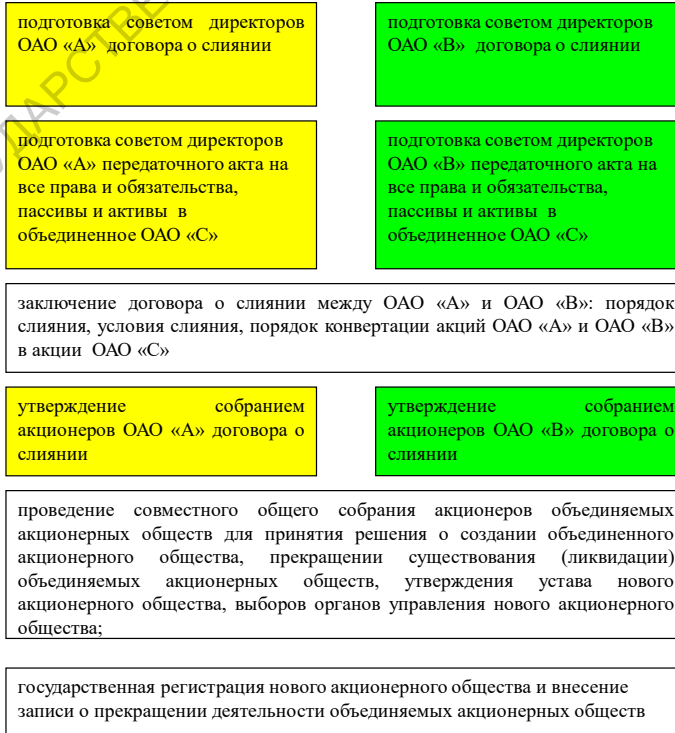
- операции по слиянию;
- операции по присоединению;
- операции по разделению;
- операции по выделению;
- операции по поглощению.

Операции по слиянию

- Слияние акционерных обществ — образование вместо объединяемых акционерных обществ нового акционерного общества, которому передаются все права и обязательства объединяющихся акционерных обществ с одновременным прекращением их деятельности



Механизм слияния акционерных обществ



Классификация слияний

по характеру интеграции

- *Горизонтальные слияния* – объединение компаний одной отрасли, производящих одно и то же изделие или осуществляющих одни и те же стадии производства.
- *Вертикальные слияния* – объединение компаний разных отраслей, связанных технологическим процессом производства готового продукта. Выделяют обратную интеграцию и интеграцию вперед. Фирмы, стоящие ближе к производству сырьевых материалов находятся в «апстриме». Фирмы, которые находятся ближе к конечному потребителю, называются находящимися в «даунстриме».
- *Родовые слияния* – объединение компаний, выпускающих взаимосвязанные товары.
- *Конгломератные слияния* – объединение компаний различных отраслей без наличия производственной общности, то есть это слияние фирмы одной отрасли с фирмой другой отрасли, не являющейся ни поставщиком, ни потребителем, ни конкурентом.

Классификация слияний

в зависимости от национальной принадлежности

- ***Национальные слияния*** – объединение компаний, находящихся в рамках одного государства.
- ***Транснациональные слияния*** – слияния компаний, находящихся в разных странах (transnational merger), приобретение компаний в других странах (cross-border acquisition).

**Классификация поглощений
в зависимости от отношения управленческого персонала
компаний к сделке по поглощению**

- *Дружественные поглощения* –поглощения, при которых руководящий состав и акционеры приобретающей и приобретаемой (целевой, выбранной для покупки) компаний поддерживают данную сделку.
- *Враждебные поглощения* –поглощения, при которых руководящий состав целевой компании (компания - мишени) не согласен с готовящейся сделкой и осуществляет ряд противозахватных мероприятий. В этом случае приобретающей компании приходится вести на рынке ценных бумаг действия против целевой компании с целью ее поглощения.

**Причины слияний
По признаку источника**

- Внешние причины- это причины, которые имеются у корпоративного покупателя по отношению к корпоративному продавцу;
- Внутренние причины – это причины, которые имеются у корпоративного продавца по отношению к корпоративному покупателю.

Причины слияний Экономические и неэкономические

- Экономические причины - (экономические показатели);
- Организационные причины - (усложнение структуры управления);
- Технические причины - (изменение в технике и технологии производства);
- Социальные причины – (отношения между АО и работниками, гражданским обществом, занятость, динамика доходов населения);
- Правовые причины – (корпоративное законодательство, государство - инициатор).

Причины слияний и поглощений Субъективные и объективные

- Субъективные – (мотивы, интересы и стимулы людей, увеличение властных полномочий менеджеров, влияние менеджмента АО на политику государства);
- Объективные – технологические, экономические.

Теории слияний и других форм реорганизаций

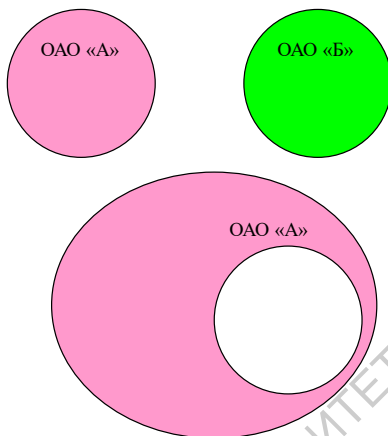
- Теория синергии (80 – е гг. XX в. М.Бредли, А.Десаи, Е.Ким)– причина слияний синергетический эффект
 - Экономия на операционных издержках,
 - Экономия на НИОКР,
 - Экономия на рекламе,
 - Доход от комбинирования взаимодополняющих факторов (финансовых ресурсов, производственных мощностей, диверсификации),
 - Уменьшение налогообложения (слияние с компанией, имеющей налоговые льготы),
 - Уменьшение рисков,
 - Выход на новые рынки.

Теории слияний и других форм реорганизаций

- Теория «агентских издержек» (1986 г. Майкл Дженсен, конфликт между менеджментом и акционерами по поводу выплат дивидендов, направление избыточных ресурсов на цели слияний и поглощений);
- Теория «гордыни» (1986 г., Ричард Ролл. «Слияние – это результат субъективного решения менеджмента АО»).

Операции по присоединению

- *Присоединение акционерных обществ* - объединение акционерных обществ в одном из акционерных обществ, участвующих в объединении. Результатом присоединения является прекращение существования одного или нескольких акционерных обществ с передачей всех их прав и обязательств одному из объединяющихся обществ



Общие черты слияний и присоединений

- все или все, кроме одного, объединяемые акционерные общества ликвидируются;
- все права и обязательства ликвидируемых акционерных обществ передаются либо вновь созданному, либо объединяющему обществу;
- в случае перекрестного владения акциями обществами участвующими в присоединении, такие акции не конвертируются, а погашаются;
- реорганизация юридического лица в форме слияния и присоединения производится только на добровольной основе по решению его учредителей (участников), либо органа юридического лица, уполномоченного на это учредительными документами;
- уставный капитал акционерного общества, созданного в результате слияния или присоединения, может быть больше суммы уставных капиталов коммерческих организаций, участвующих в такой реорганизации .

Различия слияний и присоединений

- при присоединении прекращают существование только присоединившиеся юридические лица;
- при слиянии все юридические лица, принявшие решение о слиянии.

Преобразование АО и реорганизация

- *Преобразование акционерного общества* — его превращение в другой вид коммерческой организации, например, в общество с ограниченной ответственностью или в производственный кооператив;
- Реорганизация - превращение неакционерной коммерческой организации в акционерное общество.

Рынок слияний и присоединений акционерных обществ

- Состав акционеров и количество акций, которыми они владеют, практически не меняются, но меняется владельческий контроль;
- Объединяются все активы сливающихся акционерных обществ, в том числе и портфели акций других акционерных обществ, которыми они владели. Изменение владельческого контроля над другими акционерными обществами;
- Это отношения между двумя или более акционерными обществами по поводу объединения их уставных капиталов в уставном капитале одного из объединяемых или нового акционерного общества;
- Первичный рынок, как единство процессов одновременного выпуска и изъятия акций

«Слияние АО»

«Консолидация акций»

«Концентрация акций»

- Слияние акционерных обществ — это объединение их уставных капиталов;
- Консолидация - слияние самих акций, увеличение номинальной стоимости акции при одновременном сокращении числа данных акций;
- Концентрация в собственности одного участника рынка — поглощения;
- Расщепление (сплит) акций — уменьшение номинальной стоимости акции при одновременном увеличении числа данных акций.

Антимонопольное законодательство и реорганизация

- Федеральный закон от 26.07.2006 г. № 135-ФЗ «О защите конкуренции» ;
- Определены условия, при выполнении которых сделки и иные действия подлежат антимонопольному контролю;
- установлена соответствующая процедура и сроки согласования.

С предварительного согласия антимонопольного органа осуществляется слияние коммерческих организаций, если:

- Суммарная стоимость их активов (активов их групп лиц) превышает 7 миллиардов рублей;
- Или суммарная выручка таких организаций (или групп лиц) от реализации товаров превышает 10 миллиардов рублей;
- Либо если одна из таких организаций включена в реестр хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке определенного товара более чем 30%.

Проверка условий

- если участвующие в реорганизации юридические лица подпадают под действие Закона о защите конкуренции на основании показателя балансовой стоимости активов, то уже не требуется вычислять выручку от реализации товаров;
- если показатель суммарной балансовой стоимости активов «не дотягивает» до законодательно установленного порогового значения, то необходимо пройти тест по показателю выручки.

Требует предварительного согласования с антимонопольным органом независимо от стоимости активов и выручки участвующих в реорганизации коммерческих организаций

- Реорганизация юридических лиц в форме слияния или присоединения, в которой участвует общество, включенное в реестр хозяйствующих субъектов, имеющих долю на рынке определенного товара в размере более чем 35% или занимающих доминирующее положение на рынке определенного товара.

Закон о защите конкуренции сохраняет уведомительный порядок информирования антимонопольного органа по результатам проведенной реорганизации

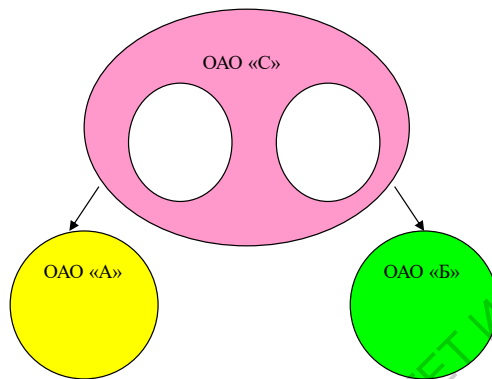
- если суммарная стоимость активов по последним балансам или суммарная выручка за календарный год, предшествующий году слияния, коммерческих организаций, деятельность которых прекращается в результате слияния, превышает четыреста миллионов рублей;
- о присоединении одной или нескольких коммерческих организаций если суммарная стоимость активов указанных организаций или их суммарная выручка за календарный год, предшествующий году присоединения, превышает четыреста миллионов рублей.

Даты уведомления

- уведомление должно быть направлено в антимонопольный орган не позднее чем через 45 дней после даты слияния или присоединения;
- антимонопольный орган должен быть уведомлен о слиянии с даты государственной регистрации вновь возникшего юридического лица;
- о присоединении — с даты внесения в ЕГРЮЛ записи о прекращении деятельности присоединенного юридического лица.

Операции по разделению

- Разделение — это создание из одного разделяемого акционерного общества двух или более, в результате чего разделяемое акционерное общество прекращает свое существование, а на его базе возникают новые общества, которым передаются все права и обязательства разделяемого общества.



Механизм разделения акционерных обществ

подготовка советом директоров ОАО «С» проекта решения о его разделении на ОАО «А» и ОАО «Б»: порядок разделения и создания новых обществ, условия разделения, порядок конвертации акций ОАО «С» в акции ОАО «А» и ОАО «Б»

подготовка советом директоров ОАО «С» проекта разделительного баланса на все права и обязательства, пассивы и активы разделяемого акционерного общества, передаваемые в ОАО «А» и ОАО «Б»

утверждение общим собранием ОАО «С» решения о разделении, предлагаемого советом директоров, решения о создании новых обществ А и Б, порядка конвертации акций, разделительного баланса;

проведение общего собрания акционеров ОАО «А», принятия решения о создании нового общества, утверждения устава нового общества, выборов органов управления нового общества;

проведение общего собрания акционеров ОАО «Б», принятия решения о создании нового общества, утверждения устава нового общества, выборов органов управления нового общества

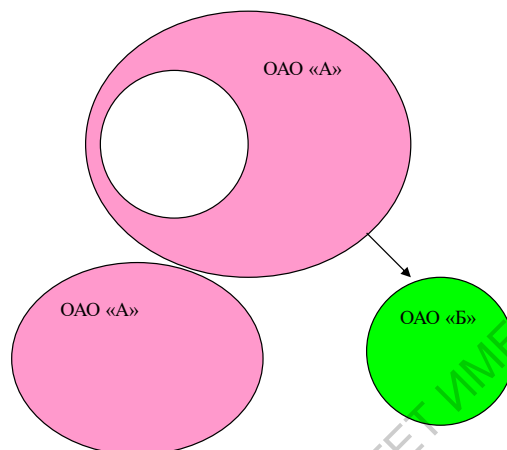
государственная регистрация нового общества А

и внесение записи о прекращении деятельности общества С

государственная регистрация нового общества Б

Операции по выделению

- *Выделение* — это создание из разделяемого акционерного общества одного или более акционерных обществ с передачей ему или им части прав и обязательств реорганизуемого общества в соответствии с разделительным балансом, при котором разделяемое акционерное общество сохраняет существование.



Механизм выделения

подготовка советом директоров ОАО «А» проекта решения общего собрания о выделении из него ОАО «Б», в котором предусматриваются: порядок выделения и создания новых обществ, условий выделения, порядок конвертации акций;

подготовка советом директоров ОАО «А» проекта разделительного баланса на все обязательства, пассивы и активы выделяющего акционерного общества, передаваемые в соответствии с решением о выделении в ОАО «Б»;

утверждение общим собранием ОАО «А» решения о выделении, предлагаемого советом директоров, о создании ОАО «Б», изменений в уставе, порядка конвертации акций, разделительного баланса;

проведение общего собрания ОАО «Б» принятия решения о создании нового общества, утверждения устава нового общества, выборов органов управления нового общества;

государственная регистрация нового общества Б

государственную регистрацию изменений в уставе выделяющего акционерного общества С

Конвертация акций при реорганизации

- «Конвертация» (лат. *converto* — изменяю, превращаю).
- Перевод чего-либо во что-то другое;
- Конвертация в корпоративной практике — *замещение* в обращении ценных бумаг одного выпуска ценными бумагами другого выпуска.

Многообразие сделок по конвертации можно объединить в две основные группы

- сделки, при которых ценные бумаги эмитента конвертируются в ценные бумаги того же эмитента. Остаются неизменными субъекты правоотношения: эмитент и владельцы ценных бумаг;
- сделки, при которых ценные бумаги одного эмитента конвертируются в ценные бумаги другого эмитента. Происходит изменение субъектного состава правоотношения: место одного эмитента занимает другой эмитент. Это происходит при реорганизации юридических лиц.

При реорганизации в форме выделения допускается использование еще двух способов размещения ценных бумаг

- распределение акций созданного общества среди акционеров реорганизованного общества;
- приобретение акций созданного общества самим реорганизованным обществом.

Результат конвертации

- Акции общества - правопродшественника, подлежащие конвертации, аннулируются, и при этом размещаются акции дополнительного или нового выпуска общества правопреемника.

Операции по поглощению

- *Поглощение (или овладение) акционерного капитала* – это переход голосующих акций акционерного общества с целью установления владельческого контроля над ним в собственность другого участника рынка («покупка бизнеса»);
- 50% + 1 акция, но в условиях высокой распыленности акций достаточен и меньший пакет;
- акции не изымаются;
- новый собственник может быть любым участником рынка;
- вторичный рынок;
- рынок поглощений - объединение акционерных капиталов в активах баланса участника рынка;
- покупателя акций при поглощении интересуют не акции как таковые, а та власть, или корпоративный контроль, который они несут;
- объявляется и исполняется независимо от мнения менеджмента (дружественные и враждебные).

Виды поглощений

- *одностороннее* - поглощение акций одного или нескольких акционерных обществ в капитале одного участника;
- *перекрестное* - владельческий контроль взаимный, когда первое акционерное общество контролирует второе акционерное общество, а второе, в свою очередь, осуществляет аналогичный контроль над первым.

Результат операций поглощения

- установление различных форм владельческого контроля над акционерными обществами:
 - влияние на принятие решений,
 - вхождение в органы управления,
 - полное поглощение акционерного общества (овладения всеми его акциями) с целью его ликвидации.

Формы владельческого контроля основываются на наличии:

- *голосующей акции*, позволяющей участвовать в работе собрания акционеров;
- *пакета большинства* - пакета голосующих акций, позволяющих иметь простое большинство на собрании акционеров;
- *пакета избрания* - пакета голосующих акций, позволяющих быть избранным в состав руководящих органов акционерного общества;
- *пакета устава* - пакета голосующих акций, позволяющих принимать любые решения, касающиеся устава акционерного общества;
- *пакета блокирования устава* - пакета голосующих акций, позволяющих блокировать изменения в уставе акционерного общества;
- *полного пакета* - всего пакета голосующих акций данного акционерного общества.

Нерыночные операции на рынке корпоративного контроля «экономический терроризм»

- рейдерство;
- силовое предпринимательство;
- гринмейл.

Рейдерство

- *Рейдер* — наемный профессионал, который использует криминальные методы захвата чужой собственности, позволяющие захватить контрольный пакет акций, ликвидные активы, товары, неимущественные активы предприятия.
 - подделка документов,
 - фальсификация судебных решений,
 - уничтожение реестра,
 - размывание пакетов акций через новые эмиссии,
 - хищение акций,
 - создание параллельных советов директоров,
 - коррупционность судей, сотрудников силовых структур и чиновников,
 - черный пиар.

Цель рейдера

- захватить ликвидные активы предприятия по заказу захватчика для дальнейшей их ликвидации или инвестирования в другие проекты, разрабатывая самостоятельно всю стратегию захвата.

Особенности модели корпоративного управления в России

- непрозрачная система регистрации прав собственности;
- бреши в корпоративном и процессуальном законодательстве;
- несовершенство учетной системы при смене собственников акций;
- отсутствие общественного контроля и СМИ;
- возможность фальсификации учредительных документов,
- корпоративные конфликты;
- несоответствие размера уставного капитала реальной стоимости активов предприятий;
- махинации с реестром акционеров, возможность его незаконного изъятия, подделка или фальсификации;
- возможность проведения агрессивной политики по скупке акций;
- возможность получать информацию о предприятии через проверки со стороны силовых ведомств;
- отсутствие у большинства руководителей и менеджеров юридических и экономических знаний по противодействию поглощениям.

Гринмейл - адресный выкуп акций

- *Гринмейлер* - это корпоративный шантажист, не прибегающий к грубой силе для захвата акционерной собственности, приобретающий часть акций эффективного предприятия;
- «Мешает» успешно управляющемуся менеджменту компании благодаря утечкам инсайдерской информации;
- Злоупотребляет правами миноритарных акционеров;
- Принуждает основных акционеров или менеджеров выкупить акции, принадлежащие гринмейлеру по цене гораздо выше рыночной;
- Сменяет собственника всего АО;
- Гринмейлеров используют для корпоративного сектора экономики, где стратегия разрабатывается самим захватчиком;
- В рамках закона.

Силовое предпринимательство

- контроль денежных потоков предприятия, при этом само предприятие не переходит в собственность субъектов, оказывающих силовое воздействие на предприятие.;
- охранный рэкет (поставить или оплатить товар, вернуть кредит, проблемы безопасной доставки товаров и т.п.).

Последствия «экономического терроризма»

- прекращается работа стабильной и прибыльной компании;
- прекращаются поступления налогов в бюджеты всех уровней;
- люди остаются без заработной платы;
- область без продукции производимой предприятием.

Характеристики	Рейдерство	Гринмейл	Силовое предпринимательство
Субъекты	Высокопрофессиональные кадры	Высокопрофессиональные кадры (активные юристы, экономисты, управленцы)	Невысокопрофессиональные кадры (спортсмены, бандиты), бывшие сотрудники силовых структур
Объекты	Собственность в любой форме: ОАО, ЗАО, ООО, ФГУПы, крупные, мелкие, средние предприятия	Акции ОАО	Денежные потоки в оптовой, розничной торговле, сфере услуг, малое предпринимательство
Цели	Смена собственника на отдельные высоколиквидные активы предприятия, контроль перераспределение активов и денежных потоков	Выкуп доли акций по цене выше рыночной, контроль над собственностью, смена собственника всего имущественного комплекса предприятия	Контроль над денежными потоками
Технологии	Незаконные и законные, но с использованием сговора, подкупа, преднамеренное банкротство, подделка, вред имуществу для снижения его рыночной стоимости, силовое сопровождение, информационные атаки в СМИ и т. д.	Законные инструменты, но при злоупотреблении прав миноритарных акционеров, используя бреши в законодательстве, утечку инсайдерской информации	Технологии силового предпринимательства «крышивание», физические похищения, уничтожение имущества, убийства.

ЛЕКЦИЯ 18.
УПРАВЛЕНИЕ ДИВИДЕНДНОЙ ПОЛИТИКОЙ КОМПАНИИ

1. Понятие дивидендной политики
2. Свойства и факторы дивидендной политики
3. Модель выплаты дивидендов по остаточному принципу
4. Процедура выплаты дивидендов

Дивиденд

- доход, выплачиваемый акционерным обществом акционеру из чистой прибыли в расчете на одну акцию и превращающий акцию в капитал.

Чистая прибыль:

- инвестиции в операционные активы;
- приобретение рыночных ценных бумаг;
- погашение задолженности;
- приобретение других компаний;
- Коэффициент реинвестирования прибыли RR (Retention Ratio) – это доля прибыли, которую фирма предполагает сохранять в своем распоряжении и инвестировать, не распределяя среди акционеров
- распределена между акционерами;
- Коэффициент выплаты дивидендов PR (Payout Ratio) – это доля прибыли, направляемая на выплату дивидендов или выкуп компанией собственных акций.
- $PR + RR = 1$.

Виды дивидендов

- **По размеру:**
 - промежуточные,
 - годовые;
- **По порядку:**
 - регулярные, выплачиваемые ежеквартально,
 - дополнительные (показатели),
 - особые (обстоятельства);
- **По отношению к факту существования акционерного общества:**
 - обычные, выплачиваемые на протяжении времени существования АО,
 - ликвидационные;
- **По отношению к виду акций:**
 - нефиксированные по обыкновенным акциям;
 - фиксированные, выплачиваемые по привилегированным акциям;
- **По куммулятивности:**
 - некумулятивные - начисленные дивиденды, которые при их невыплате в установленный срок не могут накапливаться в качестве обязательства акционерного общества перед акционерами;
 - куммулятивные, начисляемые ежегодно, но не выплачиваемые в том же году, а накапливаемые и выплачиваемые по истечении определенного числа лет.
-

Формы выплаты дивидендов

- Деньгами (в основном);
- Акциями:
 - на сумму текущей прибыли;
 - вновь выпущенные акции. Плохо!!!

Дивидендная политика

- это определенный набор правил, которым следует акционерное общество при выполнении своих обязательств по выплате дивидендов в течение достаточно длительного периода времени;
- Разрабатывает совет директоров.

Типы дивидендной политики

- политика равномерных выплат (по годам, внутри года) и политика неравномерных выплат в течение каких-то временных периодов;
- политика постоянного (фиксированного) уровня доли дивиденда в прибыли и политика нефиксированной доли дивиденда;
- политика фиксированного дивиденда по абсолютному размеру и политика нефиксированного абсолютного размера дивиденда;
- политика выплаты дивидендов только за счет прибыли и политика выплаты дивидендов за счет разных источников.

Цель дивидендной политики- достижение максимальной капитализации компании.

$$P_0 = \frac{D_1}{k_s - g}$$

Необходим баланс между текущими выплатами дивидендов и будущим ростом фирмы.

Низкие «базовые» дивиденды и дополнительные дивиденды.

Свойства дивидендной политики

- Сигнальный эффект: Рост дивидендов выше ожидаемого уровня должен являться инвесторам неким «сигналом», что руководство фирмы ожидает в будущем хорошие результаты ее работы, и наоборот;
- Эффект клиентуры: «клиентура» фирмы предпочитает различную политику выплаты дивидендов;
- Стабильность дивидендной политики: нестабильные дивиденды – неудобства для акционеров.

Факторы, оказывающие влияние на дивидендную политику

- ограничения на выплату дивидендов;
- инвестиционные возможности;
- доступность альтернативных источников капитала.

Ограничения на выплату дивидендов

- **Обязательства, принимаемые на себя фирмой при получении кредита (выпуске облигаций).** Дивиденды не могут быть выплачены, если коэффициент текущей ликвидности, коэффициент покрытия процентных платежей не превышают установленные минимальные значения;
- **Ограничения, связанные с привилегированными акциями.** Дивиденды по обыкновенным акциям фирмы не могут выплачиваться, если компания не выплатит до этого дивиденды по своим привилегированным акциям;
- **Запрет на сокращение собственного капитала.** Сумма выплачиваемых дивидендов не может превышать чистой прибыли, отраженной в балансе;
- **Наличие денежных средств.** Дивиденды, объявленные в денежной форме, могут быть выплачены только в виде денежных средств.

Инвестиционные возможности

- **Количество благоприятных инвестиционных возможностей.** Чем выше количество благоприятных инвестиционных возможностей, тем ниже коэффициент выплаты дивидендов.
- **Возможность ускорения или замедления осуществления проектов.** Строгое соблюдение стабильной дивидендной политики.

Доступность альтернативных источников капитала

- **Затраты на продажу новых акций.** Если затраты на выпуск акций высоки, это приведет к решению сократить долю дивидендов в прибыли и повысить долю реинвестируемых средств.
- **Способность замещать акционерный капитал заемным.** Если компания может относительно легко и без существенных затрат изменить свой коэффициент задолженности, то она сможет выплатить ожидаемые акционерами дивиденды даже в ситуации колеблющейся прибыли, увеличив коэффициент задолженности.

Модель выплаты дивидендов по остаточному принципу

- предпочтения инвесторами дивидендов или прироста капитала;
- инвестиционные возможности фирмы;
- целевая структура капитала фирмы;
- доступность и цена внешних источников финансирования.

Алгоритм модели выплаты дивидендов по остаточному принципу

- Определение оптимального бюджета капиталовложений;
- Определение суммы акционерного капитала, необходимой для финансирования этого бюджета при заданной структуре капитала;
- Реинвестирование нераспределенной прибыли;
- Выплата дивидендов, только если имеется больше прибыли, чем требуется для поддержания оптимального бюджета капиталовложений.

«Остаточный» принцип

- Дивиденды выплачиваются в последнюю очередь, из «остатков» прибыли после ее расходования на другие нужды.
 - *Дивиденды = Чистая прибыль - Реинвестируемая прибыль = Чистая прибыль - Целевая доля собственного капитала * Общая сумма инвестиций за период*

Следствие

- Нестабильный объем дивидендов;
- Стоимость акционерного капитала k_s будет высокой, а цена акций низкой;
- Фирмам лучше оценивать прибыли и инвестиционные возможности в среднем на период около пяти лет;
- Фирмы должны использовать остаточный принцип выплаты дивидендов только для того, чтобы рассчитывать *средний целевой коэффициент* выплаты дивидендов в долгосрочной перспективе, но не для использования в качестве ориентира *суммы дивидендов за конкретный год*.

Подходы к формированию дивидендной политики

Консервативный подход	Политика стабильного размера дивидендных выплат	Умеренный подход	Агрессивный подход
<ul style="list-style-type: none">• Направление свободных денежных средств на развитие новых проектов• Выплата дивидендов не является первоочередной задачей компании• Осуществляется в минимальном стабильном размере по остаточному принципу.• (Для развивающихся компаний).	<ul style="list-style-type: none">• Регулярная выплата дивидендов в течение длительного времени без учета изменения курсовой стоимости акций.• Размер - установление фиксированного дивиденда в размере на одну акцию или в размере определенного процента от номинальной стоимости акций.• При инфляции - коррекция на индекс инфляции.	<ul style="list-style-type: none">• Гарантированная выплата фиксированного коэффициента дивиденда.• При высоких финансовых показателях - дополнительные дивиденды (экстрадивиденды).	<ul style="list-style-type: none">• Выплата дивидендов - один из основных факторов влияния на рыночную стоимость компании.• Политика стабильного уровня дивидендов. Установление долгосрочного нормативного коэффициента дивидендных выплат . (нестабильность суммы дивидендных выплат).• Политика постоянного возрастания размера дивидендов. "Никогда не снижай годовой дивиденд". Постоянный рост дивидендных выплат вне зависимости от финансовых результатов компании. (Крупные и успешные компании).

Порядок определения дивидендных выплат в положениях о дивидендной политике российских эмитентов

Эмитент	Порядок определения чистой прибыли, направляемой на выплату дивидендов	Подход (тип) дивидендной политики
ПАО «Газпром»	Размер дивидендов от 17,5 до 35% чистой прибыли.	Агрессивная. Политика стабильного уровня дивидендов.
ПАО «Лукойл»	Размер дивидендов не менее 25% чистой прибыли. Нацеленность на ежегодное повышение размера дивидендов в расчете на одну акцию не менее чем на уровень рублевой инфляции, определяемый на базе Индекса потребительских цен.	Умеренная.
ОАО «НОВАТЭК»	Размер дивидендов не менее 30% чистой прибыли.	Консервативная (политика стабильного размера дивидендных выплат).
ПАО «Уралкалий»	Сумма дивидендов определяется путем умножения дивиденда, приходящегося на одну акцию, на число принадлежащих акционеру акций.	Консервативная (политика стабильного размера дивидендных выплат).
ПАО «НК Роснефть»	Рекомендуемая сумма дивидендных выплат определяется на основе финансовых показателей по итогам года. Как правило, составляет не менее 25% от чистой прибыли.	Умеренная.

Процедура выплаты дивидендов

Рекомендации совета директоров ОСА объявить дивиденды, их размер и порядок выплаты.



Принятие решения о выплате дивидендов ОСА. Выплата дивидендов становится обязанностью, а не правом общества.



Составление списка получателей дивидендов.
Дата закрытия реестра акционеров.
Не ранее 10 и не позднее 20 дней с даты принятия решения о выплате дивидендов.



Выплата дивидендов.
В течение 25 дней с даты закрытия реестра.

Очередность выплаты дивидендов

Выплата накопленных дивидендов по коммюлятивным привилегированным акциям, которые не были выплачены ранее.



Дивиденды по привилегированным акциям в порядке очередности, определенной уставом общества.



Дивиденды по обыкновенным акциям.

САРАТОВСКИЙ ГОСУДАРСТВЕННЫЙ УНИВЕРСИТЕТ ИМЕНИ Н. Г. ЧЕРНЫШЕВСКОГО

Леванова Л.Н.

Учебно-наглядное пособие по курсу

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

ISBN 978-5-6040143-8-7



9 785604 014387

Подписано в печать 16.11.2017 г.
Формат 60x84 / 8. Бумага офсетная.
Гарнитура Калибри. Объем печ.л. 42,31.
Тираж 25 экз. Заказ № 41/16117

Отпечатано в соответствии с представленными материалами
в ООО «Амирит»,
410004, г. Саратов, ул. Чернышевского, 88.
Тел.: 8-800-700-86-33 | (8452-2) 24-86-33
E-mail: zakaz@amirit.ru
Сайт: amirit.ru