

**МИНИСТЕРСТВО ВЫСШЕГО И СРЕДНЕГО
СПЕЦИАЛЬНОГО ОБРАЗОВАНИЯ РЕСПУБЛИКИ
УЗБЕКИСТАН**

**М. Б. ХАМИДУЛИН, И. Б. ТУРСУНОВ,
Д.Р. АБДУЛОВ, Ю.А. КРАСИЛОВА**

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

учебное пособие

**Ташкент
«VNESHINVESTPROM»
2022**

УДК 556.18(575.1)
КБК 31.5(5У)

Хамидулин М.Б., Турсунов И.Б., Абдулов Д.Р., Красилова Ю.А.
Корпоративное управление // Учебное пособие // Под общей
ред. профессора Хамидулина М.Б. – Т.: «VNESHINVESTPROM»,
2022- 344 с.

Рецензент:

Доктор экономических наук, профессор **Рахимова Д.Н.**

В учебном пособии обобщен комплекс материалов необходимых для эффективного управления корпоративным предприятием. Особенность данного учебного пособия заключается в комплексном подходе к изучению всей системы корпоративного управления, включающей базовые принципы, национальные законодательные основы, организационные механизмы эффективной реализации, что позволит сформировать необходимые компетенции для достижения главной практической цели корпоративного управления, а именно, обеспечение долговременного роста стоимости капитала, для его владельцев, обеспечивая, при этом соблюдение базовых принципов корпоративного управления, для всех его участников.

Расширению диапазона знаний в области корпоративного управления способствуют рассматриваемые вопросы обоснования стратегического развития корпорации и оценки эффективности достижения поставленной цели. Это позволит заинтересованным лицам не только эффективно осуществлять управление корпоративными взаимоотношениями, но и подготовить финансовую модель бизнеса и оформить инвестиционный тизер для привлечения потенциальных инвесторов.

Книга может быть использована как учебно-методический комплекс в преподавании учебных дисциплин, направленных на получение необходимых компетенций в корпоративном управлении, а также для широкого круга специалистов-практиков и предпринимателей, осуществляющих управление корпорациями.

*«В настоящее время в нашей стране происходит еще один
важный процесс возрождения.
Поэтому слова «Новый Узбекистан» и «Третий Ренессанс»
гармонично перекликаются с нашей жизнью
и вдохновляют наш народ на великие цели»*

Президент Республики Узбекистан Ш.М. Мирзиёев

ВВЕДЕНИЕ

Построение «Нового Узбекистана» в экономической сфере направлено на углубление рыночных реформ, основу которых составляет многоукладная экономика с развитым корпоративным сектором. Масштабные работы по модернизации промышленного производства и строительства современных высокотехнологичных производственных объектов требуют проведения активной инвестиционной политики, предусматривающей использование широкого спектра форм и методов привлечения инвестиционных ресурсов.

Одним из главных источников привлечения инвестиционных ресурсов должна стать, проводимая во исполнение Указа Президента Республики Узбекистан от 27.10.2020 года №УП-6096 ускоренная приватизация государственных активов, крупнейшие из которых преобразуются в корпоративные предприятия, акции которых предназначены для реализации иностранным инвесторам на ведущих мировых фондовых биржах.

В этой связи наличие прозрачной системы корпоративного управления в отечественных акционерных обществах становится главным фактором повышения доверия инвесторов к эмитентам и служит гарантией справедливой оценки реализуемых активов. В частности, на это обращает внимание и преамбула к принципам корпоративного управления, разработанным Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР), отмечая, что «Те страны, которые хотят в полной мере воспользоваться возможностями глобальных рынков капитала и привлекать долгосрочный «терпеливый» капитал, должны иметь такие механизмы корпоративного управления, которые пользуются доверием, понятны по обе стороны границы и соответствуют

международным принципам. Даже если иностранные источники капитала не являются основными источниками капитала для корпораций, соблюдение надлежащей практики корпоративного управления поможет повысить степень доверия со стороны отечественных инвесторов, снизить стоимость привлечения капитала, обеспечить нормальное функционирование финансовых рынков и, в конечном счете, использовать более устойчивые источники финансирования».¹

Несмотря на то, что процесс приватизации и внедрение передовых методов корпоративного управления начались практически с первых дней обретения Независимости Республикой Узбекистан, наука и практика корпоративного управления, ввиду своей сложности и постоянного диалектического развития, требуют постоянного совершенствования. Сегодня во всех ведущих высших учебных заведениях Узбекистана изучается дисциплина «Корпоративное управление» или связанные с данным понятием учебные модули.

Настоящее учебное пособие включает 10 тем, связанных общей целью: развить у обучающихся соответствующие компетенции в использовании наилучших методов корпоративного управления, направленных на регулирование системы взаимоотношений между акционерами и другими участниками корпоративных отношений, создание системы эффективного взаимодействия между всеми органами корпоративного управления и контроля (наблюдательный совет, исполнительный орган, ревизионная комиссия и др.). Достижение консенсуса между всеми заинтересованными лицами корпорации должно обеспечить повышение ее инвестиционной привлекательности, привлечение долгосрочного капитала и достижение основной цели – повышение долгосрочной стоимости капитала для их владельцев, при соблюдении прав и законных интересов всех участников корпоративных отношений.

Учебное пособие охватывает весь спектр знаний о корпоративном управлении: начиная с понимания сущности, роли и значения корпораций в экономическом развитии страны, изучения передовых зарубежных моделей и заканчивая раскрытием функциональных обязанностей органов корпоративного

¹ OECD Principles of Corporate Governance

управления в достижении целей корпорации и противодействия рискам корпоративного мошенничества. Логическая последовательность и предлагаемые формы проведения занятий выстроены на принципах компетентностного подхода, позволяющего использовать все преимущества когнитивного процесса усвоения материала начиная от получения общих *знаний*: например, о теоретических и институциональных основах корпоративного управления; *умений*: в частности, выстраивания отношений между всеми органами управления корпорацией; *навыков*: оценки экономической эффективности функционирования корпорации и ее рыночной капитализации.

Именно по этой причине настоящее учебное пособие может быть с успехом использовано для изучения учебной дисциплины «Корпоративное управление» во всех учебных заведениях Узбекистана, а также будет полезно для специалистов-практиков в области корпоративного управления.

ТЕМА 1. РОЛЬ И МЕСТО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В ИНВЕСТИЦИОННОМ ОБЕСПЕЧЕНИИ ПРЕДПРИЯТИЯ

«Как показывает мировой опыт, стабильности и конкурентоспособности национальной экономики достигает лишь та страна, которая ведет активную инвестиционную политику.

*Поэтому можно утверждать, что инвестиции – это драйвер экономики, образно говоря, ее сердце.
...Развитие финансовых рынков, в том числе фондового, должно стать одной из главных наших целей в новых экономических условиях».*

**Ш.М. Мирзиёв - Послание Олий Мажлису
Республики Узбекистан 28.12.2018 года**

Учебные вопросы:

Инвестиции и инвестиционный процесс. Классификация инвестиций (реальные и финансовые, прямые и косвенные).

Роль и место инвестиций в формировании корпоративных предприятий. Структура корпоративной собственности и ее реализация через владение долей в капитале (акциями).

Понятие корпорации, сущность и принципы формирования корпоративной организационно-правовой формы хозяйствования. Двойственность и родовые преимущества корпоративных предприятий. Виды корпоративных предприятий и высоко интегрированных корпоративных структур (общества с ограниченной ответственностью, товарищества с ограниченной ответственностью, акционерные общества, картели, синдикаты, тресты, холдинги и финансово-промышленные группы).

Формирование корпоративных предприятий в процессе разгосударствления и приватизации в Узбекистане.

Инвестиции и инвестиционный процесс.

Инвестиции, наряду со спросом, являются определяющим фактором роста объема производства и развития экономики страны. Экономическая природа инвестиций обусловлена закономерностями процесса расширенного воспроизводства и заключается в использовании части дополнительного общественного продукта для увеличения количества и качества всех элементов системы производительных сил общества.

Функционирование и рост экономики зависят от того, насколько легко и эффективно могут быть мобилизованы денежные средства для финансирования возрастающих потребностей как государства и компаний (фирм), так и частных лиц.

Содержание понятия «инвестиции» относится к числу спорных вопросов, это связано в первую очередь с тем, что в экономической теории и в теории права отсутствует единообразный подход к пониманию данного термина; с другой стороны, правоприменительная практика по данному вопросу не отличается стабильностью и однозначностью. Поэтому, относительно термина «инвестиции» существуют различные точки зрения и определения. Например, Джон М. Кейнс определял инвестиции как «всякий прирост ценности капитального имущества независимо от того, состоит ли последнее из основного, оборотного или ликвидного капитала».² В учебнике «Экономикс» Макконнелла К.Р. и Брю С.Л. инвестиции определены как «расходы на строительство новых заводов, на станки и оборудование с длительным сроком службы и изменение запасов».³

Термин «инвестиции» относится, прежде всего, к понятиям экономической науки. В макроэкономике к инвестициям относят вложения средств, способствующих увеличению валового внутреннего продукта, а как следствие и реального сектора экономики.

В юридической литературе предпринята попытка систематизации имеющихся в экономической науке определений, в результате выделяют следующие группы ученых, придерживающихся тех или иных точек зрения на сущность понятия «инвестиции»:

– Первая группа ученых, таких как Е.Ф. Борисов, П.И. Вахрин, А.В. Воронцовский определяют инвестиции как вложение капитала.

– Вторая группа ученых, включающая в себя У.Ф. Шарпа, Дж.В. Бейли, придерживается мнения, что инвестиции равнозначны

² Кейнс Джон Мейнард. Общая теория занятости, процента и денег. Избранное / Дж. М. Кейнс ; вступ. статья Н.А. Макашевой. – М.: Эксмо, 2007. С.102.

³ Макконнелл К.Р., Брю С.Л. Экономикс: принципы, проблемы и политика. Пер. с 14-го англ. изд. – М.: 2003. – XXXVI.

расходам, где расходование средств предпринято ради извлечения будущей выгоды.

– Третья группа ученых – Г.И. Иванов, А.Г. Ивасенко – определяет инвестиции через объекты, используемые в процессе предпринимательской деятельности.

Э.Дж. Долан и Д.Е. Линдсей термином «инвестиции» определяют увеличение объема капитала, который функционирует в экономической системе, то есть увеличение предложения производительных ресурсов, которое осуществляется людьми.

Немного более содержательным является определение инвестиций, приведенное в книге Лоренса Дж. Гитмана и Майкла Д. Джонка «Основы инвестирования», где сказано, что «инвестиция – это любой инструмент, в который можно поместить деньги, рассчитывая сохранить или умножить их стоимость и (или) обеспечить положительную величину дохода».⁴

Согласно Фридриху А. фон Хайеку инвестиции представляют собой уравновешивающую корректировку, а оптимальная сумма инвестиций зависит от решения относительно оптимальной скорости корректировки. Фирма может решить, что ей нужна фабрика (решение относительно «основного капитала»), но ее решение относительно того, как быстрее ее построить, сколько надо тратить на ее строительство каждый месяц и т.д., будет решением об «инвестициях».⁵ Более поздние взгляды на теорию инвестиций можно найти в работах Эндрю Абеля, Марка Прэшеса, Пола Дэвидсона и др.⁶ И конечно, в наиболее широком смысле, наиболее популярным является определение Нобелевского лауреата в области экономики У.Шарпа, приведенного им в классическом учебнике: «Инвестиции – временный отказ экономического субъекта от потребления имеющихся у него в распоряжении ресурсов (капитала) и использование этих ресурсов для увеличения

⁴ Лоренс Дж. Гитман, Майкл Д. Джонк. Основы инвестирования. Пер. с англ. — М.: Дело, ISBN. 5-7749-0011-8, 5-7749-0145-9. – 1999.

⁵ Фридрих фон Хайек. Индивидуализм и экономический порядок. Австралийская школа, том 24, ISBN 5457196771, Изд.: Социум, 2015.

⁶ Пол Дэвидсон (Paul Davidson) Деньги и реальный мир ("Money And the Real World"), 1972г. Эндрю Абель, Бен Бернанке Макроэкономика. 5-е изд., ISBN: 978-5-469-01110-1, ID: 112969, Изд.: Питер, Питер- Пресс, 2010.

в будущем своего благосостояния».⁷ Авторы данного учебного пособия разделяют точку зрения ученых, считающих инвестиции «свежей кровью» экономики, дающей новую жизнь производственной сфере.⁸ Их важность для развития государства трудно переоценить. Благодаря инвестиционной привлекательности страны национальные предприятия вместе с иностранным капиталом получают современные технологии, новейшее оборудование, передовые методы управления бизнесом. Это создает возможности для развития производства, выпуска высококачественной продукции, расширения ее ассортимента, создания новых рабочих мест и, значит, повышения благосостояния народа.

Источником инвестиций является фонд накопления, или сберегаемая часть национального дохода, направляемая на увеличение и развитие факторов производства, и фонд возмещения, используемый для обновления изношенных средств производства в виде амортизационных отчислений. Все инвестиционные составляющие формируют, таким образом, структуру средств, которая непосредственно влияет на эффективность инвестиционных процессов и темпы расширенного воспроизводства.⁹

С первых дней провозглашения Независимости в программе структурного реформирования Республики Узбекистан особое место занимает развитие финансовой системы и повышение эффективности использования финансовых инструментов в инвестиционном обеспечении национальной экономики. Сегодня стало очевидно, что необходимым условием устойчивого развития республики является высокая инвестиционная активность, которая достигается за счет привлечения и эффективного использования всех известных источников финансирования, включая собственные средства корпораций, централизованные инвестиции, средства

⁷ Уильям Ф. Шарп, Гордон Дж. Александер, Джеффри В. Бэйли Жанр: Учебник/Инвестиции Издательство: Инфра-М Формат: 2001.- 1035с

⁸ Ильина О.Н. Методология управления проектами: становление, современное состояние и развитие: Монография. - М.: Вузовский учебник: НИЦ ИНФРА-М, 2015. – С. 184.

⁹ Савчук В. П. Оценка эффективности инвестиционных проектов. - vps@at-teleport.com

банковской, пенсионной, страховой системы и рынка ценных бумаг.

Закон Республики Узбекистан «Об инвестициях и инвестиционной деятельности» закрепил понятие «инвестиции» следующим образом: *«инвестиции* - материальные и нематериальные блага и права на них, в том числе права на объекты интеллектуальной собственности, а также реинвестиции, вкладываемые инвестором на условиях несения рисков в объекты социальной сферы, предпринимательской, научной и других видов деятельности в целях получения прибыли, которые могут включать в себя:

средства, в том числе денежные средства (включая иностранную валюту), целевые банковские вклады, паи, доли, акции, облигации, векселя и иные ценные бумаги;

движимое и недвижимое имущество (здания, сооружения, оборудование, машины и другие материальные ценности);

имущественные права интеллектуальной собственности, в том числе запатентованные или незапатентованные (ноу-хау) технические, технологические, коммерческие и другие знания, оформленные в виде технической документации, навыков и производственного опыта, необходимые для организации того или иного вида производства, а также другие ценности, не запрещенные законодательством Республики Узбекистан».

Инвестиционный процесс является одним из наиболее интересных и сложных объектов исследования. Это обусловлено тем, что он тяжелее всего поддается прогнозированию, в особенности в фазах кризисов. Изменения спроса, стоимости капитала, а также параметров внутренней устойчивости той или иной корпорации всегда порождают собой резкие колебания объемов инвестиций наряду с прибылями, курсами акций и процентными ставками. Понятие «инвестиционный процесс» представляет собой совокупность этапов и действий, выполняемых в определенной последовательности с целью осуществления инвестиционной деятельности. Участниками инвестиционного процесса являются физические и юридические лица, принимающие участие в инвестируемом проекте. Так, среди участников, как правило, выделяют биржу инвестиций (валютная, фондовая, товарная), страховые компании, подрядные организации, банки, инвесторов, поставщиков, брокерские компании и так далее. Заметим, что список участников инвестиционного процесса может

принимать различные вариации исходя из специфики инвестиционного проекта.

Классификация инвестиций (реальные и финансовые, прямые и косвенные).

Классификация видов инвестиций определяется типом критерия, положенного в ее основу. Этим объясняется разнообразие существующих классификаций, имеющих право на существование, поскольку они позволяют совершенствовать анализ инвестиций с целью повышения эффективности их использования (Рис. 1.1).

Наиболее важным для целей изучения корпоративного управления является понимание различий инвестиций по объекту вложений:

– реальные/капитальные инвестиции - вложение средств в реальные активы, приобретение домов, сооружений, других объектов недвижимой собственности, и основных фондов, нематериальных активов, которые подлежат амортизации. К реальным активам можно отнести и личное вещественное имущество - золотые вещи, антиквариат, произведения искусства и другие предметы коллекционирования;

– финансовые инвестиции - приобретение корпоративных прав, ценных бумаг и других финансовых инструментов.

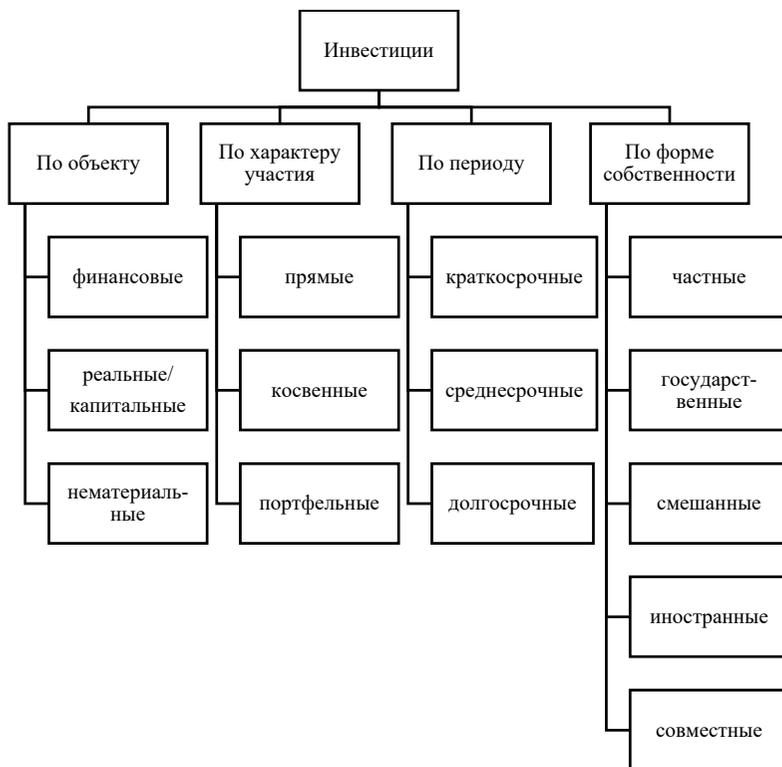


Рис.1.1. Классификация инвестиций

Большое количество видов ценных бумаг предоставляет инвесторам различные инвестиционные возможности. В основном различают вложения инвестиционного (долгосрочного) характера в фондовые ценности (акции, облигации), инструменты денежного и кредитного рынков (деPOSITные сертификаты, казначейские обязательства, векселя, свопы), инвестиции спекулятивного или страхового характера в виде производных ценных бумаг (опционы, фьючерсы, варранты, коносаменты) и др.

На протяжении последних десятилетий мировое сообщество развивается в направлении образования единого экономического пространства, где основными хозяйствующими субъектами становятся не страны, а различные организационно-экономические объединения, в первую очередь - корпорации. В XXI веке корпорации как форма частного коллективного предпринимательства стали одними из самых распространённых и

наиболее эффективных организационно-правовых конфигураций, с достаточно эффективной схемой финансирования посредством финансовых инвестиций.

Осуществление финансовых инвестиций свидетельствует об инвестиционной гибкости корпораций. Экономические выгоды присутствия корпораций на рынке ценных бумаг заключаются в новых возможностях диверсификации роста и доходности компании. Анализ реальных и финансовых инвестиций позволяет структурировать устойчивый набор положительных признаков, характерных обоим видам инвестиций, дающих им право эффективно конкурировать и взаимодействовать друг с другом (табл. 1).

Таблица 1

Характеристика положительных признаков и конкурентных преимуществ реальных и финансовых инвестиций

РЕАЛЬНЫЕ ИНВЕСТИЦИИ	ФИНАНСОВЫЕ ИНВЕСТИЦИИ
Формирование и отражение функциональной направленности хозяйственной деятельности предприятия (его профиль)	Эффективность использования временно свободного капитала и возможность получения дополнительного инвестиционного дохода
Способствование росту рыночной стоимости бизнеса	Диверсификация отношений с фондовым рынком в системе прямых и обратных связей, путем продажи и покупки ценных бумаг
Обеспечение более высокого уровня рентабельности в сравнении с финансовыми инвестициями	Компенсация риска морального устаревания реальных инвестиций
Гарантия устойчивого чистого денежного потока	Повышение маневренности инвестиций благодаря использованию эффективных механизмов управления инвестиционным портфелем
Высокий потенциал антиинфляционной защиты	Ужесточение контроля за предприятиями, находящимися в сфере непосредственных хозяйственных интересов корпорации
Увеличение объемов	Компенсация снижения доходности от

производства и реализации продукции, расширение ассортимента и повышение качества товаров и услуг, снижение текущих затрат, проникновение на новые товарные и ресурсные рынки	операционной деятельности (на «затухающих» товарных рынках) ростом прибыли на ценные бумаги
	Ужесточение контроля за предприятиями, находящимися в сфере непосредственных хозяйственных интересов корпорации
	Расширение возможности страхования инвестиций

Необходимо отметить, что в индустриально развитых странах преобладают финансовые инвестиции, в развивающихся - реальные. Главное преимущество финансовых инвестиций по сравнению с реальными заключается в их высокой ликвидности.

При этом умелое применение конкурентных преимуществ обоих видов инвестирования обеспечивает наиболее эффективное достижение корпоративной цели. Реальные инвестиции представляют собой вложения капитала в воспроизводство основных средств, в инновационные материальные и нематериальные активы (идентифицируемые в структуре баланса особой статьей), в прирост запасов товарно-материальных ценностей и в другие объекты, связанные с осуществлением операционной деятельности предприятия или улучшением условий труда и быта персонала. Благодаря реальным инвестициям капитал растет в счет будущей отдачи активов, приобретенных в ходе инвестиционного процесса.

Освоенные реальные инвестиции гарантируют предприятию устойчивый чистый денежный поток, который формируется за счет амортизационных отчислений от основных средств и идентифицируемых нематериальных активов даже в те периоды, когда эксплуатация реализованных инвестиционных проектов не приносит предприятию прибыль. Кроме того, в условиях инфляционной экономики темпы роста цен на многие объекты реального инвестирования не только соответствуют, но во многих случаях даже обгоняют темпы инфляции.

Способность реальных инвестиций генерировать большую норму прибыли является одним из побудительных мотивов к предпринимательской деятельности в реальном секторе экономики. Известно, что инвестиционные проекты с положительным значением показателя чистого дисконтированного дохода позволяют увеличить

капитал предприятия и его рыночную стоимость. Вместе с тем специалисты отмечают, что нередки случаи, когда доходы промышленных компаний от ценных бумаг не ниже, чем от производственной деятельности.

И реальные, и финансовые инвестиции, в свою очередь, по характеру участия подразделяются на *прямые* и *косвенные*:

– прямые инвестиции - внесение средств инвестором в объекты инвестирования (в уставный фонд юридического лица в обмен на его корпоративные права), в целях получения доступа к объекту инвестирования в качестве владельца со всеми вытекающими правами управления, распоряжения и владения. Данный вид инвестирования осуществляют, в основном, подготовленные инвесторы, имеющие достаточно точную информацию об объекте инвестирования и хорошо знакомые с механизмом инвестирования, а также желающие получать доходы непосредственно от объекта инвестирования;

– косвенные - когда вложение средств опосредствуется другими лицами (коммерческими банками, инвестиционными фирмами и компаниями, паевыми инвестиционными фондами, другими финансовыми учреждениями) и, в основном, представляют собой отношения займа. В структуре финансовых инвестиций косвенные инвестиции чаще называют портфельными (спекулятивными) инвестициями.

Для получения дохода от спекулятивных операций с финансовыми инструментами (ценными бумагами) используют благоприятную конъюнктуру цен на них. Обычно такие инвесторы приобретают ценные бумаги, выпускаемые инвестиционными или другими финансовыми посредниками (например, акции или инвестиционные сертификаты инвестиционных фондов и инвестиционных компаний), а последние, собранные таким образом инвестиционные средства, размещают по своему усмотрению - выбирают наиболее эффективные объекты инвестирования, участвуют в управлении ими, а полученные доходы распределяют затем среди своих клиентов.

Роль и место инвестиций в формировании корпоративных предприятий.

Инвестиционная деятельность напрямую связана с повышением конкурентоспособности предприятий на рынке.

Правильно выбранная инвестиционная стратегия обеспечивает все основные направления развития инвестиционной деятельности того или иного предприятия, а также способствует формированию долгосрочных инвестиционных целей и адекватной корректировки направлений формирования и использования инвестиционных ресурсов при изменении условий внешней среды.

Важным звеном системы финансов государства (наряду с государственными финансами и финансами домохозяйств) являются финансы предприятий различных форм собственности. Одним из драйверов развития конкурентоспособной национальной экономики выступает сильный корпоративный сектор. При этом для развивающейся экономики Узбекистана актуальной остается задача привлечения прямых долгосрочных инвестиций, главным источником которых остается фондовый рынок. Именно реализация акций, являющихся документарным подтверждением внесения вклада инвестора в формирование уставного фонда предприятия, приносит прямые и фактически бессрочные инвестиции. По понятным причинам открытый и прозрачный бизнес, как часть нематериальных активов, помогает компании строить стабильные отношения с инвесторами для привлечения необходимых ресурсов. Отсюда возрастающий интерес инвесторов к национальной системе корпоративного управления, подразумевающей практическое использование международно-признанных принципов корпоративного управления, разработанных в 1999 году Организацией экономического сотрудничества и развития (OECD).

Привлекательность акции как объекта инвестирования заключается в том, что, сохраняя все достоинства капитала, титулом собственности на который она является, акция обладает стоимостью и возможностью приносить доход. Эти две инвестиционные характеристики акции многократно мультиплицируются благодаря свойственным только этой ценной бумаге родовым преимуществам. Так, акция может приносить доход в виде дивидендов, что является результатом работы предприятия на рынке реального капитала, а также в виде роста курсовой стоимости вследствие умелой корпоративной политики на финансовом рынке.¹⁰

¹⁰ Хамидулин М.Б. За строкой Указа Президента Республики Узбекистан//Миллий иктисодиётини инновацион ривожлантиришнинг

То же и со стоимостью акции. Номинальная стоимость акции является эквивалентом части реального капитала, а ее рыночная стоимость есть результат возросшего доверия финансового сектора к системе корпоративного управления акционерным обществом. Таким образом, в отличие от предшественников (предприятий других организационно-правовых форм хозяйствования), ориентированных главным образом на производство товаров и связи с товарными рынками, акционерное общество (АО) производит не только материальные, но и фондовые ценности, стремясь эффективно реализовать последние на специализированных рынках. Данную позицию, в частности, разделяет Т. Веблен, который прямо указывает на то, что «корпорация - это всегда предприятие бизнеса; она является средством делать деньги, а не производить товары».¹¹

Таким образом, важнейшим признаком корпорации, подтверждающим двойственность ее положения в системе «реальный капитал - фиктивный капитал», является «двойное финансирование». С одной стороны, финансирование осуществляется за счет амортизации, нераспределенной прибыли и кредитов банка, а с другой - посредством выпуска и продажи ценных бумаг. Первый тип актуализирует финансовые возможности реального, а второй - фиктивного капитала (подобное разграничение носит условный характер, поскольку всего лишь фиксирует акценты). Вполне очевидно, что крупные корпорации в промышленности располагают реальными шансами финансировать свое развитие за счет внутренних возможностей.¹²

Структура корпоративной собственности и ее реализация через владение долей в капитале (акциями).

Корпоративная собственность – это совокупность объектов недвижимости, имущественных прав, работ и услуг, информации и

илмий-услужий асаслари. Илмий маколалар туплами.-Т.: «LESSON RESS», 2015.-с. 209

¹¹ Веблен Т. Теория праздного класса: Пер. с англ. С.Г. Сорокиной. -М.: Прогресс, 1984. С.46.

¹² Хамидулин М.Б. О родовых преимуществах и недостатках акционерной формы хозяйствования// Экономика и управление: проблемы, тенденции. перспективы. –Тамбов-Липецк: Изд-во Першина Р.В., 2014. С. 170.

технологий, нематериальных благ и других частей национального богатства, право пользования, владения, распоряжения которыми принадлежит конкретной корпорации. Эти отношения между участниками корпорации, касающиеся вложения, использования и присвоения объектов собственности. От характера этих вложений зависит форма распределения, обмена, потребления, а также положение групп участников корпоративного образования. Участниками формирования корпоративной собственности являются:

- Физические лица;
- Юридические лица.

Они принимают участие в создании корпорации, комбинируя или внося свою собственность в качестве вклада в собственность корпорации (Рис. 1.2).

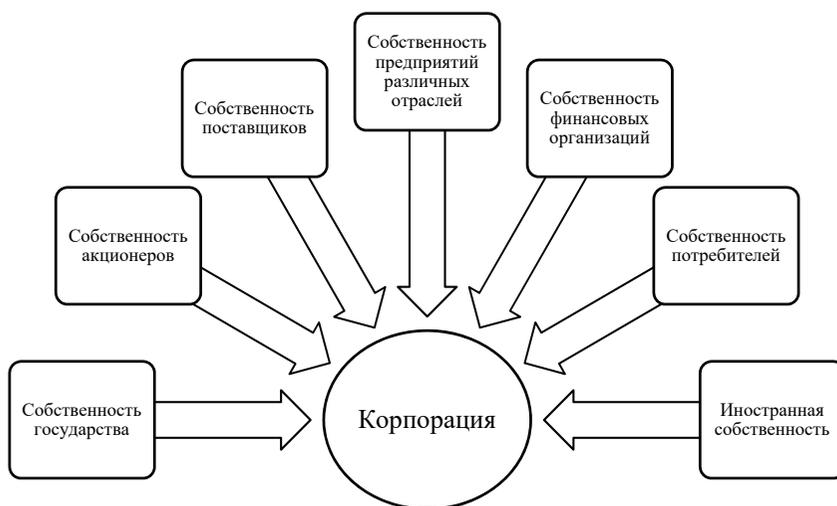


Рис. 1.2. Основные участники формирования корпоративной собственности

Корпоративная собственность может быть классифицирована по следующим критериям:

1. По видам корпоративной собственности:

➤ Недвижимое имущество, или же недвижимость.

Земельные участки, обособленные водные объекты, то есть объекты, перемещение которых без несоразмерного ущерба их

назначению невозможно, в том числе леса, здания и сооружения, а также подлежащие государственной регистрации воздушные и морские суда, суда внутреннего плавания, космические объекты и другое имущество.

- Движимая корпоративная собственность.
- Имущество, которое не относится к недвижимому, включая ценные бумаги и деньги.
- Информация.
- Интеллектуальная собственность.
- Другая собственность.

II. По отраслевому признаку:

Объекты корпоративной собственности, которые включены в состав конкретной экономической отрасли. Они имеют специфические особенности, характерные для нее.

Корпоративная собственность характеризуется такими особенностями, как:

1. Действительный, реально функционирующий капитал является объектом собственности всех акционеров определенного акционерного общества как юридического лица.
2. Объектом собственности физических лиц является фиктивный капитал, то есть определенная сумма акций.
3. Функции управления осуществляются не собственниками (акционерами) общества, а наемными управляющими (менеджерами).

Разделение функций владения и управления компаниями является одной из актуальнейших проблем, так как интересы акционеров (владельцев) не всегда совпадают. Более того, интересы различных категорий участников корпоративных отношений также могут серьезно различаться. Так, предметом рассмотрения корпоративного управления выступает то, с помощью каких инструментов ограничить власть менеджеров и охранять интересы владельцев компании, при этом не лишит инициативы менеджеров, не сделав их абсолютно индифферентными к внешней среде.

Если акционеры (владельцы, инвесторы) обеспечивают поступление капитала в компанию, принимая на себя риски, то менеджеры отвечают за эффективное использование капитала компаний. Характер взаимоотношений между двумя группами зависит от структуры акционерной собственности, размеров

пакетов акций, которые находятся в собственности акционеров-инвесторов, прав и ответственности менеджеров (Табл.2).

Таблица 2

Соотношение интересов собственников и менеджеров

Проблема	Собственники	Менеджеры
Отношение к расходам корпорации	Стремление к экономии, которая позволит увеличить выплаты по дивидендам	Стремление к максимизации текущего вознаграждения
Выбор инвестиционного горизонта	Долгосрочный	Краткосрочный
Ответственность	Несут ответственность за решения менеджеров	Принимают решения, затем их реализуют. Ответственности за них не несут
Направление использования прибыли	Выплата дивидендов/ инвестиции	Увеличение собственного влияния, благосостояния
Отношение к корпорации	Как к источнику дохода, который не является основным	Как источнику дохода, который является основным
Стремление к установлению контроля над корпорацией	Зависит от величины доли акций	Сильное
Заинтересованность в слияниях и поглощениях	При возможности извлечь высокую прибыль	Для увеличения собственного влияния
Отношение к продаже корпорации	При достаточной прибыли – положительное	Как правило, отрицательное

Реализация прав и интересов собственников в корпорациях осуществляется через владение конкретным видом и определенным объемом долей в имуществе или акций и закрепляется в корпоративном законодательстве. В частности, Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», согласно Статье 26 дает право акционерам на:

включение их в реестр акционеров соответствующего общества;

получение части прибыли общества в виде дивидендов;

получение части имущества в случае ликвидации общества в соответствии с принадлежащей им долей;

участие в управлении обществом посредством голосования на общих собраниях акционеров;

получение в установленном порядке полной и достоверной информации о результатах финансово-хозяйственной деятельности общества;

свободное распоряжение полученным дивидендом;

защиту своих прав в уполномоченном государственном органе по регулированию рынка ценных бумаг, а также в суде;

требование возмещения причиненных им убытков в установленном порядке;

объединение в ассоциации и другие негосударственные некоммерческие организации с целью представления и защиты своих интересов;

страхование рисков, связанных с возможными убытками, в том числе упущенной выгоды при приобретении ценных бумаг.

Акционеры могут иметь и иные права в соответствии с законодательством и уставом общества.

Понятие корпорации, сущность и принципы формирования корпоративной организационно-правовой формы хозяйствования.

Корпорация – от английского *corporation* – объединение, совокупность лиц, объединяющихся для достижения общих целей, осуществления совместной деятельности и образующих самостоятельный субъект права – юридическое лицо. По мнению профессоров экономики К.Р. Макконнелла и С.Л. Брю, корпорация — это правовая форма бизнеса, отличающаяся и отделенная от конкретных лиц, ими владеющих.¹³

На сегодняшний день существует три основных аспекта, согласно которым организационная деятельность предприятий может быть разделена на следующие формы:

- организационно-правовая форма;
- отраслевая форма;
- организационно-экономическая форма.

¹³ См: Корпоративный менеджмент: Справочник для профессионалов/ И.И. Мазур, В.Д. Шапиро, Н.Г. Ольдерогге и др.; Под общ. Ред. И.И. Мазура.- М.: Высшая школа, 2003. С.36.

Организационно-правовая форма закреплена в части первой Гражданского Кодекса Республики Узбекистан (статья 39). Данная форма предполагает организацию деятельности на основе формальных прав и обязанностей юридического лица, таких как право собственности, ответственность по обязательствам, формализация статуса.

Отраслевая форма определяет специфику деятельности той или иной организации исходя из выбранной отрасли экономики.

Организационно-экономическая форма, существующая на практике, мало изучена с теоретической точки зрения.

Стоит отметить, что понятие «*корпорация*», как организационно-правовая форма хозяйствования, рассматривается весьма многогранно. Исходя из латинского *corporatio-объединение*, изначально многие авторы определяют корпорацию в качестве крупного акционерного общества (АО), объединения вкладчиков капитала-акционеров.¹⁴

Некоторые ученые считают его синонимом понятию «организация», рассматривая «корпорацию» в качестве юридического лица, которое создано для определенных деловых целей; другие придерживаются мнения, что «корпорация» – это закрытое общество, которое защищает свои интересы, как правило профессиональные, и борется за них; еще одной распространенной точкой зрения является рассмотрение «корпорации» в качестве многоуровневой структуры с определенной иерархией и системой взаимосвязей. На сегодняшний день, это понятие больше соприкасается с соединением или слиянием акционерных обществ, а также других компаний всевозможных видов деятельности: промышленной, строительной, коммерческой, маркетинговой, сбытовой, научно-технической и т.д. В наибольшей степени зарубежным определениям корпорации соответствуют отечественные хозяйственные товарищества и общества. Так, Гражданский кодекс Республики Узбекистан (ГК РУЗ, статья 58) под хозяйственными товариществами и обществами определяет

¹⁴ Развадовская Ю.В., Шевченко И.К. Структурный анализ технологических укладов в процессе развития промышленного сектора экономики: генезис, закономерности и тенденции// Известия ЮФУ. Технические науки. – Таганрог: Изд-во ТТИ ЮФУ, 2012. - № 8 (133). – С.- 58-65.

коммерческие организации с разделенным на доли (вклады) или на акции учредителей (участников) уставным фондом (уставным капиталом). Имущество, созданное за счет вкладов учредителей (участников) или приобретения ими акций, а также произведенное и приобретенное хозяйственным товариществом или обществом в процессе его деятельности, принадлежит ему на правах собственности. Таким образом, корпорация единый производственно-хозяйственный комплекс, основанный на инвестированном субъектами экономики (гражданами и юридическими лицами) капитале, обладающий необходимыми для ведения хозяйственной деятельности юридической самостоятельностью и имуществом, управляемый и координируемый органами управления, наделенными соответствующей компетенцией и подотчетными владельцам - инвесторам, заинтересованными в приросте вложенного капитала.¹⁵

Однако заметим, что все определения трактуют термин «корпорация» однозначно, отличие составляет наука и определенная сфера с точки зрения которой, данный термин рассматривается в таблице 3.

Таблица 3

Различные подходы к понятию «корпорация»

Корпорация						
Корпорация как союз (организация лиц)	Корпорация как система образования	Корпорация как синоним юридического лица	Корпорация как объединение юридических лиц	Корпорация как синоним хозяйственного общества	Корпорация как объединение, осуществляющее какую-либо полезную деятельность	Корпорация как система связей между участниками корпоративных отношений
						Корпорация как вид организации, характеризующийся определённой корпоративной стратегией

¹⁵ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.-Т.: Молия, 2008. -С.14.

Авторы данного учебного пособия считают, что термин «корпорация» наиболее полно отражает трактование с юридической точки зрения, в котором корпорация выступает в качестве совокупности юридических и физических лиц, объединившихся для достижения какой – либо цели и образующих самостоятельный субъект права – новое юридическое лицо. Как правило, корпорация предусматривает долевую собственность участников и осуществление функции управления профессиональными управляющими (менеджерами), работающими по найму.¹⁶ Отличительные черты корпорации представлены в рисунке 1.3.



Рис. 1.3. Отличительные черты корпоративных структур

Корпорации представляют собой своеобразный механизм координации хозяйственной деятельности своих субъектов, который отличен как от рынка, так и от иерархического администрирования и не сводимый ни к каким их комбинациям. Корпорации, такие как производственные, банковско-финансовые,

¹⁶ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.-Т.: Молия, 2008. -С.36.

транспортные, являются основным институтом социально-рыночного хозяйства. Они обеспечивают воспроизводство большей части экономических благ. В широком смысле, корпорация представляет собой любую организацию автономного образования, в которой люди объединены для достижения определенной цели посредством осуществления того или иного вида деятельности и имеющей обособленное имущество для ее выполнения.

Корпорация (АО) находится во владении акционеров, приобретших доли собственности, именуемые акциями. Коллективное управление реализуется через участие акционеров в общих собраниях и избрании коллегиального органа управления.

Корпоративная форма ведения бизнеса позволяет инвесторам диверсифицировать риски инвестирования, благодаря чему корпорации не только получают финансовые ресурсы, но и принимают на себя риски, масштабы которых являются, как правило, недоступными для индивидуального инвестора.

Являясь владельцами собственности корпорации, акционеры обладают правом на долю доходов, то есть дивидендов, выплачиваемых акционерам, исходя из расчета их величины, приходящейся на одну акцию. Часть прибыли корпорации, не выплачиваемой как дивиденды, является нераспределенной прибылью. Корпорация не обязана выплачивать дивиденды ежегодно, и может использовать данную прибыль в качестве источника пополнения уставного капитала.

Имущество корпорации полностью обособлено от имущества отдельных акционеров. То есть, то, что принадлежит корпорации – не принадлежит ее членам, ответственность, которую несет корпорация, не может быть ответственностью входящих в нее лиц. Положение акционера определяется числом имеющихся у него частей уставного капитала (суммой номинальных цен акций). Мера ответственности индивидуальных инвесторов ограничена объемом их вклада в корпорацию, следовательно, их возможные потери не могут превышать доли их вклада в корпорацию. Акционеры не могут быть привлечены к ответу по обязательствам и долгам корпорации. Данное преимущество не распространяется на владельцев полных товариществ и индивидуальных фирм.

Двойственность и родовые преимущества корпоративных предприятий.¹⁷

С решением вопроса об определении природы корпоративной (акционерной) собственности и ее социально-экономической сущности мы вплотную подходим к выявлению сущностных характеристик корпорации и важнейшей среди них двойственной (дихотомичной) ее природы. При этом, в части методологии анализа особенностей финансовой составляющей корпоративных отношений целесообразно отдать предпочтение принципу «классической дихотомии».¹⁸ Неоклассическое направление активно пользуется этим принципом для того, чтобы представить экономическую систему во взаимосвязи двух ее секторов: реального и финансового. Первый производит товары и нефинансовые услуги. Второй имеет дело с финансово-кредитными и денежными инструментами, которые в современном мире чрезвычайно разнообразны.

Пользуясь «методом аналогий», хозяйственная система стремится навязать предприятию новый организационный режим и новый способ финансирования инвестиционных расходов. Корпорация в этом смысле представляет собой уникальный образец «клонированной системы», финансовые возможности которой поистине безграничны. В отличие от предшественников, ориентированных главным образом на производство товаров и связи с товарными рынками, акционерное общество (АО) производит не только материальные, но и фондовые ценности, стремясь эффективно реализовать последние на специализированных рынках. Данную позицию, в частности,

¹⁷ Раздел подготовлен по Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.-Т.: Молия, 2008.-С.24-27.

¹⁸ Буквально «дихотомия» происходит от греч. *dichotomia* — разделение надвое, а соответствующий ей принцип означает анализ того или иного явления, разбитого на пару логически противоречивых элементов, один из которых служит основанием для деления. (См.: Философский энциклопедический словарь / Гл. редакция Л.Ф. Ильичев, П.Н. Федосеев, Ковалев. В.Г. Панов - М.: Советская Энциклопедия, 1983.- С.171; Лопатников Л.И. Экономико-математический словарь /Словарь современной экономической науки.- М.: Изд-во «АВФ», 1996. - С.46; Большая советская энциклопедия / Под ред. А.М. Прохорова. 3-е изд. - М.: Изд-во «Советская энциклопедия», 1972. - С.347).

разделяет Т. Веблен, который прямо указывает на то, что «корпорация - это всегда предприятие бизнеса; она является средством делать деньги, а не производить товары». ¹⁹ В этой связи следует заметить, что набор фондовых инструментов, которым оперирует современная корпорация, чрезвычайно многообразен и нацелен на взаимодействие с многочисленными секторами финансовых рынков. Свободный доступ акционерной компании к «финансовым каналам» мобильной связи с фондовым рынком, а также рынком ссудных и венчурных капиталов, указывает на ее статусные преимущества.

Таким образом, важнейшим признаком корпорации, подтверждающим двойственность ее положения в системе «реальный капитал - фиктивный капитал», является «двойное финансирование». С одной стороны, финансирование осуществляется за счет амортизации, нераспределенной прибыли и кредитов банка, а с другой - посредством выпуска и продажи ценных бумаг. Первый тип актуализирует финансовые возможности реального, а второй - фиктивного капитала (подобное разграничение носит условный характер, поскольку всего лишь фиксирует акценты).

Однако, дихотомичная природа корпорации приводит к тому, что корпорация руководствуется принципом «двойного существования» во всех ключевых областях своей жизнедеятельности на всем протяжении своего жизненного цикла. Это касается главным образом структуры ее капитала, структуры финансирования, структуры инвестирования, структуры распределения прибыли и структуры управления (см. рис. 1.4).

¹⁹ Веблен Т. Теория праздного класса: Пер. с англ. С.Г. Сорокиной. -М.: Прогресс, 1984. - С.46.



Рис. 1.4. Влияние дихотомичности на жизнедеятельность корпорации

Сущностные характеристики и препарирование соответствующих норм законодательства Республики Узбекистан позволяют сгруппировать хозяйствующие субъекты, на основе правовых, социальных, организационных, технических и финансовых взаимоотношений участников.

Таким образом, к основным характерным экономическим, юридическим и организационным признакам современных корпораций можно отнести:

- отделение права владения от функции управления;
- двойственная (дихотомичная) природа собственности на активы корпорации;
- сложный имущественный комплекс, образованный вкладами учредителей и самой корпорацией в процессе хозяйственной деятельности;
- управляющие и директора в корпорациях обладают юридическим правом принятия решений;
- самостоятельность как юридического лица;
- ограниченная ответственность индивидуальных инвесторов;
- возможность передачи другим лицам акций;
- и, самое важное, возможность двойного финансирования в системе «реальный капитал – фиктивный капитал».

Не смотря на наличие объединяющих признаков хозяйственных обществ и товариществ, в финансовых взаимоотношениях корпораций имеются и существенные различия. Всеми признаками корпорации в их наиболее показательной форме обладают открытые акционерные общества, на которые и будет обращено большее внимание в данном учебном пособии.

При этом акционерные общества (АО), по мнению авторов, как юридическое лицо - это организация участников рынка, для которой характерно, наличие четырех обязательных признаков:

- имущественная ответственность участников общества ограничена размером их вкладов;
- общество несет ответственность по всем своим обязательствам;
- владение собственностью отделено от функций управления;
- уставный капитал формируется из вкладов (взносов) его участников; эти вклады поступают в полное распоряжение (в собственность) акционерного общества, взамен на выданные акции.

Последний признак является отличительным признаком АО как юридического лица, или как специфической формы существования коммерческой организации. Инвестиционные активы открытых АО наиболее мобильны и несравненно масштабнее, чем в случае корпоративных предприятий с иной организационно-правовой формой.

Виды корпоративных предприятий и высоко интегрированных корпоративных структур. (ООО, ТОО, АО, картели, синдикаты, тресты, холдинги и финансово-промышленные группы).

Как уже отмечалось выше в законодательстве Республики Узбекистан термин корпорация соответствует понятие ширкат (общество).

В соответствие со статьей 58 части первой ГК РУз хозяйственные товарищества и общества могут создаваться в форме полного товарищества, командитного товарищества, общества с ограниченной или с дополнительной ответственностью, акционерного общества (Приложение 1 к теме 1).

Полные товарищества и командитные хозяйственные товарищества (ТОО). Согласно Статьи 3 Закона Республики Узбекистан «О хозяйственных товариществах» - хозяйственным товариществом признается коммерческая организация с разделенным на доли (вклады) учредителей (участников) уставным фондом (уставным капиталом), в котором учредители (участники) или некоторые из них принимают личное участие в ведении предпринимательской деятельности от имени такого товарищества. Хозяйственное товарищество создается в форме полного товарищества или командитного товарищества.

Статья 8 этого же Закона *полным* признает товарищество, участники которого (полные товарищи) в соответствии с заключенным между ними договором занимаются предпринимательской деятельностью от имени товарищества и отвечают по его обязательствам всем принадлежащим им имуществом.

Командитным товариществом, согласно Статье 28, признается товарищество, в котором наряду с участниками, осуществляющими от имени товарищества предпринимательскую деятельность и отвечающими по обязательствам товарищества всем своим имуществом (полными товарищами), имеется один или несколько участников (вкладчиков, командитистов), которые несут риск убытков, связанных с деятельностью товарищества, в пределах сумм внесенных ими вкладов и не принимают участия в осуществлении товариществом предпринимательской деятельности.

Наряду с данными формами товариществ существуют также, *товарищество с ограниченной ответственностью*, представляющим собой, вид хозяйственной организации, которая создается по соглашению юридических или физических лиц, путем объединения в денежной или натуральной форме. ТОО обладает уставным фондом, который разделен на доли, размер фонда определяется уставными документами. ТОО несет ответственность по обязательствам только в пределах своего имущества.

Товарищество с дополнительной ответственностью (ТДО), в котором члены товарищества несут ответственность за взносы в уставный фонд общества по своим обязательствам. В случае, если всей суммы не хватает, то привлекается дополнительное имущество участников.

Целесообразно отметить различия видов ответственности:

1. *Солидарная ответственность*, кредитор вправе требовать исполнения обязательства, как от всех должников совместно, так и от любого из них в отдельности, притом, как полностью, так и в части долга. Солидарные должники остаются обязанными до тех пор, пока обязательство не исполнено полностью.

2. *Субсидиарная ответственность*, где право взыскания неполученного долга, возможно, с другого обязанного лица, если первое лицо не может его внести; дополнительная ответственность, возлагаемая на членов, например, полного товарищества, в условиях, когда основной ответчик не способен оплатить долг.

- *Общество с ограниченной ответственностью (ООО)*. Согласно Закону Республики Узбекистан «Об обществах с ограниченной и дополнительной ответственностью» – обществом с ограниченной ответственностью признается учрежденное одним или несколькими лицами хозяйственное общество, уставный капитал которого разделен на доли определенных учредительными документами размеров; участники Общества не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью Общества, в пределах стоимости внесенных ими вкладов.

Стоит отметить, что ООО может быть учреждено одним лицом, становящееся его единственным участником. Однако ООО не может иметь в качестве единственного участника другое хозяйственное общество, состоящее из одного лица. Число участников ООО не должно быть более пятидесяти. В случае, если

число участников ООО превысит указанный предел, ООО в течение года должно преобразоваться в открытое акционерное общество.

К преимуществам создания ООО можно отнести:

1. Несложную процедуру создания — нет необходимости в регистрации выпуска акций.

2. Ответственность по долгам ограничена суммой вклада в уставный капитал.

3. Имущественные интересы участников общества несут более защищенный характер, то есть каждый участник может в любой момент выйти из общества и потребовать выплаты действительной стоимости его доли (для участника это плюс, а для самого предприятия - минус).

4. Простая система управления — не требуется формирование совета директоров, управление текущей хозяйственной деятельностью, как правило, осуществляется единоличным исполнительным органом.

5. Возможность более быстрого увеличения уставного капитала (по сравнению с АО), если потребуется привлечь дополнительные средства для развития бизнеса.

- *Общество с дополнительной ответственностью.* Согласно Статье 63 части первой ГК РУз - обществом с дополнительной ответственностью признается учрежденное одним или несколькими лицами общество, уставный фонд которого разделен на доли определенных учредительными документами размеров. Участники такого общества солидарно несут субсидиарную ответственность по его обязательствам своим имуществом в одинаковом для всех кратном размере к стоимости внесенных ими вкладов, определяемом учредительными документами общества. При несостоятельности (банкротстве) одного из участников его ответственность по обязательствам общества распределяется между остальными участниками пропорционально их вкладам, если иной порядок распределения ответственности не предусмотрен учредительными документами общества.

- *Акционерное общество (АО) (открытое и закрытое).* Согласно Статье 64 части первой ГК РУз - акционерным признается общество, уставный фонд которого разделен на определенное число акций. Участники акционерного общества (акционеры) не отвечают по его обязательствам и несут риск убытков, связанных с деятельностью общества, в пределах стоимости принадлежащих им

акций. В результате акционеры несут ограниченную ответственность за долговые обязательства корпорации.

Главным преимуществом АО в вопросах привлечения инвестиций и соответственно быстрого роста является привлечение фактически бессрочного и беспроцентного капитала. Преимущества этой организационно-правовой формы хозяйствования привели к тому, что АО составляющие всего 8 процентов от общего количества предприятий в мире владеют 75 процентами промышленных активов и производят 65 процентов промышленной продукции.

Мировая практика знает два вида АО: открытые и закрытые, основные различия между которыми приведены в таблице 4.²⁰

Таблица 4

Отличия открытых и закрытых АО

Открытое акционерное общество (ОАО)	Закрытое акционерное общество (ЗАО)
Вправе проводить как открытую подписку, так и закрытую подписку на выпускаемые обществом акции и осуществлять свободную продажу	В ЗАО акции распределяются только среди учредителей (акционеров) или иного заранее определенного круга лиц
В ОАО не допускается установление преимущественного права общества или акционеров на приобретение акций данного ОАО	Акционеры ЗАО пользуются правом преимущественного приобретения акций данного АО
Возможности привлечения неограниченного круга инвесторов путем проведения первичного публично предложения акций (IPO)	Не производится открытая подписка на акции и не предлагаются для приобретения неограниченному кругу лиц
Число акционеров ОАО не ограничено	Число акционеров не превышает 50

Функционирование и развитие той или иной корпорации происходит на основе противоречивого единства преимуществ и угроз двойного существования, которое необходимо учитывать и регулировать при помощи корпоративного управления.

²⁰ Законодательством Республики Узбекистан создание закрытых АО не предусмотрено.

Акционерное общество, в свою очередь, является одной из наиболее сложных организационно – правовых форм предприятий. Поэтому в нем должно быть несколько органов управления, внутреннего и внешнего контроля, которые гарантируют распределение между ними компетенции, установление порядка принятия этими органами решений, определение действия их от имени общества, определение ответственности за причиненные убытки.

В современных условиях, когда происходят быстрые изменения в рыночной среде, перед предприятиями встает проблема выживания при изменении рыночной конъюнктуры. Для повышения стойкости организации, при неблагоприятном развитии рыночной конъюнктуры, создаются **высоко-интегрированные корпоративные объединения** деловой активности получающих, кроме всего прочего, синергетический эффект, повышающий конкурентоспособность объединения (Рис.1.5).

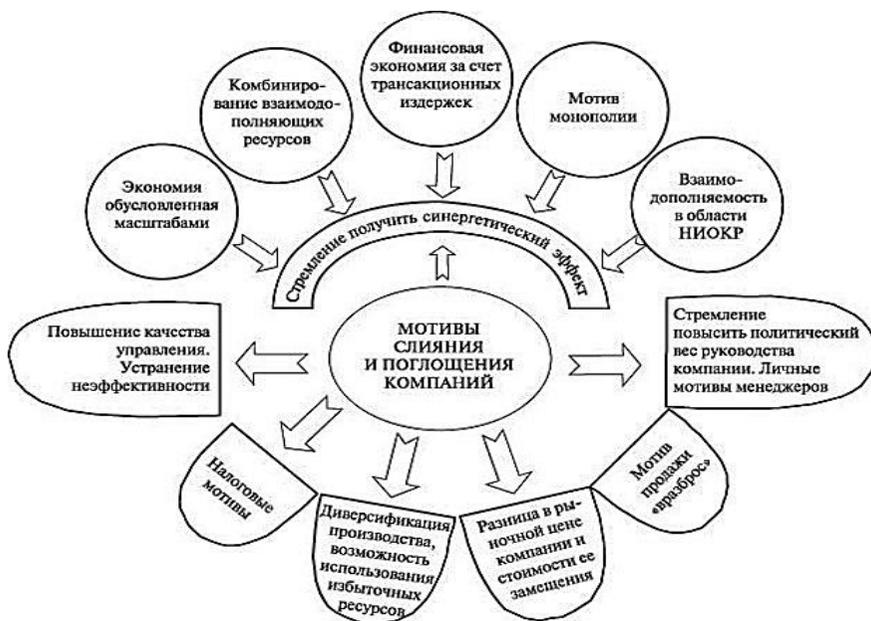


Рис.1.5. Виды корпоративных объединений.

Первая группа – объединения на имущественной основе:

- *Концерны* – компании объединены общностью интересов, капиталом на долгосрочной основе. Производственная фирма выступает в качестве материнской компании и является владелицей контрольного пакета акций дочерних предприятий.

- *Конгломераты* – объединение предприятий по производству технологически несвязанной продукции, то есть замкнутый рынок капиталов, в рамках которого концентрируются денежные средства от диверсифицированных видов деятельности.

- *Тресты* – компании, которые входят в данное объединение сливаются в единый производственный комплекс, тем самым теряют юридическую, производственную и коммерческую самостоятельность. Прибыль треста распределяется в соответствие с долевым участием отдельных компаний.

- *Холдинг* – объединение компаний таким образом, что управляющая компания (материнская) владеет контрольным пакетом акций других компаний, входящих в состав холдинга и по отношению к ним она осуществляет контролирующие функции. Головная компания, может не вести хозяйственной деятельности, а лишь осуществлять права владения и распоряжения акциями. Холдинг может контролировать значительное число компаний, различных по сфере деятельности и отраслевой принадлежности, суммарный капитал которых значительно превышает активы материнской компании (горизонтально интегрированный холдинг) (Рис.1.6).

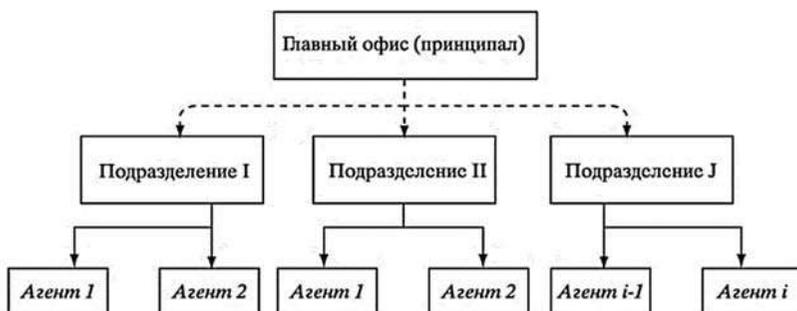


Рис. 1.6. Принципиальная схема холдинговой структуры

Основными преимуществами холдинга являются:

1. Эффективное внедрение технических новшеств;
2. Более легкое снижение общих издержек;
3. Объединения, имеющие общее руководство, предоставляют отдельным предприятиям большие возможности по созданию запасов сырья и товаров;
4. Разнонаправленность входящих в холдинги предприятий позволяет с одной стороны меньше зависеть от конъюнктуры рынка, а с другой – добиваться лучших результатов в условиях конкурентной среды.

Вторая группа – союзы на договорной форме:

- *Консорциумы* – временный союз независимых компаний с целью объединения разноплановой предпринимательской деятельности, направленной на усиление компаний на рынке предоставления тех или иных услуг. Консорциумы оформляются на основе соглашения.

- *Картели* – объединение компаний одной отрасли с целью полного или частичного уничтожения конкуренции между ними и получение высокой прибыли за счет монополизации предоставляемых услуг. Картельное соглашение напрямую связано с особенностью товара, степенью концентрации производства и условиями рынка.

В соответствие с антимонопольным законодательством в большинстве стран мира картельные соглашения, за исключением отдельных отраслей (прежде всего сельского хозяйства), запрещены и установлен разрешительный порядок их деятельности при наличии особых условий. Как правило, законодательно запрещаются картели, связанные с фиксированием цен, делением рынка и ограничением выпуска продукции и производственных мощностей, то есть те согласованные меры, которые направлены на искажение или ограничение конкуренции.

- *Корнеры* – объединение предпринимателей с целью овладения рынками какого-либо товара посредством его скупки с целью его последующей перепродажи. Они создаются на товарных, а также фондовых биржах, для скупки акций отдельных компаний как для последующей продажи, так и для приобретения контрольного пакета акций определенной компании.

- *Синдикат* – объединение подобных друг другу промышленных компаний, с целью реализации продукции через общую сбытовую контору.

Основные виды синдикатов:

1. Кредитный синдикат, где группа банков предоставляет синдицированный кредит.

2. Синдикат андеррайтеров, представляющий собой группу инвестиционных банков, которая создается на непродолжительный период с целью обеспечения продажи нового выпуска ценных бумаг по цене, установленной в предварительном соглашении. Синдикат андеррайтеров возглавляет ведущий андеррайтер (инвестиционный pool).

3. Синдикаты Ллойда, где группа страховщиков осуществляет совместный андеррайтинг, при этом, каждый из страховщиков несет ответственность лишь за свою долю риска.

- *Франчайз* – объединение, при котором франчайзер является производителем известной торговой марки (бренда) и имеет высокий рейтинг на рынке. Франчайзер вступает в договор с другими фирмами на право действовать от имени франчайзера.

Еще одним объединением является *финансово-промышленная группа (ФПГ)*, которая представляет собой совокупность юридических лиц, действующих как основное и дочерние общества полностью или частично объединивших свои материальные и нематериальные активы (система участия) на основе договора о создании финансово-промышленной группы, в целях технологической или экономической интеграции для реализации инвестиционных и иных проектов и программ, направленных на повышение конкурентоспособности и расширение рынков сбыта товаров и услуг, повышение эффективности производства, создание новых рабочих мест.

Существует три вида ФПГ, которые образуются тремя путями:

- по решению правительства с участием госпредприятия;
- на основе договорного объединения частных предпринимателей;
- по межправительственным соглашениям.

Основными признаками финансово-промышленных групп (ФПГ) являются:

- во главе ФПГ стоит финансовая компания или банк;

- иногда ФПГ основана на структуре торгового дома;
- важную роль играет участие промышленной части, которую составляют предприятия различных отраслей;
- характерная единая политика ценообразования;
- имеет единое имущество;
- организационное единство и юридическая самостоятельность.

Формирование корпоративных предприятий в процессе разгосударствления и приватизации в Узбекистане.

Формирование национальных рынков ценных бумаг и системы корпоративного управления в экономике пост советских государств во многом определяется процессами разгосударствления и приватизации, а также исторически сложившейся системой функционирования финансового рынка, долей акционерных компаний в производстве национального ВВП, степенью рассредоточения собственности на ценные бумаги и значением акций и облигаций как объекта размещения капитала, степенью развитости инфраструктуры рынка и действующих на нем финансовых институтов.

В становлении и развитии рынка ценных бумаг Республики Узбекистан можно проследить несколько этапов, характеризующихся созданием специфических институциональных основ и соответствующей инфраструктурной базы. Основу формирования рынка ценных бумаг республики заложили законы «О разгосударствлении и приватизации» (1991г.) и «О хозяйственных обществах и товариществах» (1992г.), ставшими одними из первых законов, принятых после обретения независимости и обеспечившие начало построения многоукладной экономики.

В период с 1991 по 1993 годы (первый этап) в республике была проведена так называемая «малая приватизации», в результате которой большинство семей республики получили в собственность жилье, причем для подавляющего большинства граждан практически бесплатно. Были приватизированы объекты общественного питания, торговли, бытового обслуживания, появились первые коллективные предприятия. В это же время были созданы фондовый отдел товарно-фондовой биржи «Тошкент»,

Комиссия по ценным бумагам при Министерстве финансов Республики Узбекистан.

Второй этап (1994-1996гг.) характеризуется началом масштабных процессов приватизации и акционирования, в результате которого было создано свыше 7000 акционерных обществ. Принятие в 1993 году Закона Республики Узбекистан «О ценных бумагах и фондовой бирже» создало условия для регулярной торговли акциями, вексельного обращения, а также развития рынка государственных краткосрочных облигаций (ГКО). Указом Президента Республики Узбекистан от 21 января 1994 года № УП-745 «О мерах по дальнейшему углублению экономических реформ, обеспечению защиты частной собственности и развитию предпринимательства» Республиканская фондовая биржа «Тошкент» становится самостоятельным структурным подразделением, вокруг которого формируется инфраструктура фондового рынка республики.

В период с 1996 г. по 1998 г. (третий этап) проведено упорядочение работы, связанной с созданием акционерных обществ, образованных на базе разгосударствляемых предприятий. С принятием закона «О механизме функционирования рынка ценных бумаг» (1996г.) уточнены принципы и правила обращения ценных бумаг, закон «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» (1996г.) определил требования к системе корпоративного управления в акционерных обществах. Координация развития рынка ценных бумаг и контроль за соблюдением законодательства Указом Президента Республики Узбекистан от 26.03.1996 г. № УП-1414 были возложены на созданный Центр по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан.

С принятием в 1998 году Законов Республики Узбекистан «Об иностранных инвестициях», «О гарантиях и мерах защиты прав иностранных инвесторов», «Об инвестиционной деятельности» в республике начался процесс приватизации предприятий базовых отраслей с привлечением к нему стратегических иностранных инвесторов (четвертый этап 1999-2003гг.). В целях повышения качества инфраструктурного обслуживания инвесторов на рынке ценных бумаг в том же году был принят Закон «О депозитарной деятельности на рынке ценных бумаг», который обеспечивал

отлаженную систему по хранению и учету прав на ценные бумаги. Закон «О защите прав инвесторов на рынке ценных бумаг» обеспечил дополнительные гарантии защиты законных прав инвесторов – участников рынка ценных бумаг.

С приходом на узбекский рынок ценных бумаг иностранных инвесторов Указом Президента Республики Узбекистан от 24.01.2003 г. № УП-3202 «О мерах по кардинальному увеличению доли и значения частного сектора в экономике Узбекистана» была поставлена задача дальнейшего совершенствования системы управления акционерными обществами, создания практических механизмов реализации международно-признанных принципов корпоративного управления, разработанных Организацией экономического сотрудничества и развития (OECD).

Данным Указом был образован Центр корпоративного управления при Академии государственного и общественного строительства при Президенте Республики Узбекистан, призванный осуществлять обучение руководящих работников предприятий и акционеров основам корпоративного управления. В соответствии с указом минимальный уставный фонд акционерных обществ республики устанавливался в эквиваленте не менее 50 000 долл. США.

Необходимо отметить, что работа по совершенствованию системы корпоративного управления никогда не выпадала из поля зрения Президента и Правительства Республики Узбекистан. В этой связи необходимо вспомнить Указ Президента Республики Узбекистан от 18.11.2008 г. № УП-4053 «О мерах по дальнейшему повышению финансовой устойчивости предприятий реального сектора экономики», установивший минимальный размер уставного фонда для вновь создаваемых открытых и закрытых акционерных обществ эквивалентный 400,0 тысячам долл. США на дату государственной регистрации общества, а также Указ от 24.04.2015 г. № УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах», утвердивший Программу мер по коренному совершенствованию системы корпоративного управления.

Поскольку в это же время были приняты новые редакции законов Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» (2014 г.), «О биржах и биржевой деятельности» (2014 г.), «О рынке ценных бумаг» (2015 г.), «Об

инвестиционных и паевых фондах» (2015 г.), современный, пятый этап (2003 г. по н/в) развития узбекского рынка ценных бумаг можно охарактеризовать как этап укрупнения отечественных акционерных обществ и развития системы корпоративного управления.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. characterize the concept, essence and classification of investments.
2. What is the role of direct financial investments in the formation of corporations?
3. Describe the features of corporate ownership and its realization through the ownership of shares in the capital of a corporation.
4. What are the advantages of forming the capital of a JO through the issuance and placement of shares?
5. Describe the essence of the concept of a corporation.
6. Identify the main participants in corporate relationships.
7. What is the role of privatization in the formation of corporate enterprises in the Republic of Uzbekistan?
8. Name the main types of corporate unions.
9. Highlight the main differences between open and closed corporations.
10. Name the similar and distinctive characteristics of different types of corporations.

ТЕМА 2. ПОНЯТИЕ, БАЗОВЫЕ ПРИНЦИПЫ И ЭВОЛЮЦИЯ ТЕОРИЙ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

«Знание общих принципов освобождает от необходимости запоминания множества фактов»

Гельвеций, французский философ-материалист

Учебные вопросы:

Понятие корпоративного управления и основы формирования структуры власти в акционерном обществе. Принципы корпоративного управления ОЭСР. Разделение функций владения и управления, и группы участников корпоративных отношений. Корпоративное управление и корпоративный менеджмент.

Формирование системы корпоративного управления: цели, функции и задачи. Эволюционные этапы развития теории корпоративного управления. Кодексы корпоративного управления. Этапы формирования системы корпоративного управления в Узбекистане.

Понятие корпоративного управления и основы формирования структуры власти в акционерном обществе.

Корпоративное управление как отрасль науки является новым понятием в мировой практике. Основные попытки по серьезному изучению его закономерностей были предприняты начиная только с конца XX-века. К этому времени уже существовали серьезные наработки отдельных организаций и лиц в виде кодексов корпоративного управления. Но они создавались под влиянием историко-культурного контекста той среды, в котором находились разработчики и по большому счету необходимой универсальностью не обладали. В эпоху глобализации мировой экономики назрела настоятельная необходимость в создании базисной теории, которая могла бы емко отражать основные принципы создания эффективного корпоративного управления.

Несмотря на то, что не существует единого общепринятого определения корпоративного управления, его можно определить, как набор процессов и структур для контроля и управления организацией. Он представляет собой набор правил, регулирующих отношения между руководством, акционерами и заинтересованными сторонами.

Термин «корпоративное управление» имеет явное происхождение от греческого слова «kybernan», означающего направлять или управлять. Из греческого слова оно перешло в латынь, где было известно, как «gubernare» и французская версия «gouverner».

По определению Всемирного банка - корпоративное управление относится к такому сочетанию законодательства, положений и соответствующей практики в частном секторе, которые позволяют компании привлекать финансовые и людские ресурсы, осуществлять эффективную деятельность и, таким образом, обеспечивать свое постоянное существование через производство долгосрочной экономической стоимости для своих акционеров. При этом соблюдая интересы акционеров, других заинтересованных лиц и общества в целом.

Сам термин «корпоративное управление» впервые стал использоваться американскими экономистами. С развитием корпоративной практики, данный термин нашел юридическое закрепление в международно-правовом акте, который был принят в апреле 1999 года Организацией экономического сотрудничества и развития (ОЭСР).

ОЭСР дает следующее определение понятию «корпоративное управление»: «Корпоративное управление относится к внутренним средствам обеспечения длительности корпораций и контроля над ними.... Одним из ключевых элементов для повышения экономической эффективности является корпоративное управление, включающее комплекс отношений между правлением (менеджментом, администрацией) компании, ее советом директоров (наблюдательным советом), акционерами и другими заинтересованными лицами (стейкхолдерами). Корпоративное управление также определяет механизмы, с помощью которых формулируются цели компании, определяются средства их достижения и контроля над ее деятельностью.²¹

В мае 1999 года Совет ОЭСР принял *базовые принципы корпоративного управления*, которые были сформулированы с целью предоставления помощи правительствам стран по

²¹ Принципы корпоративного управления. Организации экономического сотрудничества и развития. 1999 / <http://www.oecd/dataoecd/46/38/4354430.pdf>.

проведению анализа и оценки законодательства, регулирующего сферу корпоративного управления.

Данные принципы были направлены также на дальнейшее совершенствование национальных законодательных баз. Под данным документом были поставлены подписи правительств всех стран-членов ОЭСР. Документ отражает и разъясняет, какие проблемы должны регулировать национальные стандарты корпоративного управления, а также пути обеспечения повышения роли инвесторов (акционеров) в управлении компаниями, в которые они вкладывают свои средства.

Таким образом, в 2002 году страны ОЭСР изъявили желание пересмотреть Принципы ОЭСР с учетом произошедших в корпоративном секторе изменений, а также в разрезе проблем, которые, так или иначе, подрывали доверие инвесторов.

22 апреля 2004 года была одобрена пересмотренная версия «Принципов ОЭСР», с учетом изменений в экономической, юридической и культурной сферах. Она включала в себя опыт не только стран-членов ОЭСР, но и других стран. Пересмотренный текст «Принципов ОЭСР» являлся результатом длительного совещательного процесса.

В данном Документе подчеркивается значение государственного регулирования в сфере корпоративного управления, особое внимание уделяется повышению ответственности советов директоров перед заинтересованными лицами и выделяются фундаментальные принципы корпоративного управления.

В Документе подчеркивается, принципы – это «живой» документ, в нем предлагаются не имеющие обязательной юридической силы стандарты и надлежащая практика, а также рекомендации по их внедрению, которые могут быть адаптированы с учетом специфики и условий конкретных стран и регионов.²² Данные принципы корпоративного управления являются эталоном для стран-членов ОЭСР, а также для ряда других стран. Они используются в качестве одного из 12 ключевых стандартов Форума финансовой стабильности и Мирового банка для

²² Принципы корпоративного управления ОЭСР // URL:<https://www.oecd.org/daf/ca/corporategovernanceprinciples/32159669.pdf>

совершенствования корпоративного управления на развивающихся рынках.

Добровольному принятию странами данных принципов способствует вступительная часть принципов корпоративного управления ОЭСР, которая гласит: *«Если страны хотят воспользоваться всеми преимуществами глобального рынка капитала и привлечь долгосрочный «терпеливый» капитал, методы корпоративного управления должны быть убедительными и хорошо понимаемыми по разные стороны границ».*

Корпоративное управление базируется на определенных правилах, в частности, Всемирный банк в 1998 году был инициатором проведения глобальной программы направленной на улучшение состояния корпоративного управления. Основной целью выступало развитие национальных систем корпоративного управления и раскрытие информации о деятельности компаний в различных странах.

Принципы корпоративного управления ОЭСР:

1. Создание основы эффективной системы корпоративного управления.

Данный принцип предполагает, что государство должно способствовать развитию прозрачных и эффективных рынков, не противоречить принципу законности и четко определять разделение обязанностей между различными надзорными, регулирующими и правоохранительными органами.

То есть, данный принцип обращен к государственным структурам, которые формируют благоприятную среду для развития корпоративного управления. Речь идет, прежде всего, о формировании определенных требований к правовым системам стран и работе регулирующих органов.

2. Права акционеров и основные функции собственников.

Система корпоративного управления должна защищать права акционеров и способствовать их реализации.

Среди основных прав акционеров выделяются такие как:

- Право на надежные методы регистрации права собственности;
- Право на отчуждение или передачу акций;
- Право на своевременное получение на регулярной основе необходимой информации о деятельности корпорации;

— Право на участие в общих собраниях и участие в голосовании;

— Право на участие в выборах правления;

— Право на получение доли от прибыли корпорации.

3. Равенство условий для акционеров.

Система корпоративного управления должна обеспечивать равное отношение ко всем акционерам, учитывая мелких и иностранных акционеров. Должна быть гарантирована эффективная защита их прав.

Процедура проведения общих собраний акционеров не должна быть чрезмерно сложной и дорогостоящей. В целях обеспечения равного отношения ко всем акционерам члены правления и управляющие должны сообщать о своем материальном интересе в тех или иных сделках или в вопросах касающихся корпорации.

4. Роль заинтересованных лиц в управлении корпорацией.

Система корпоративного управления должна признавать предусмотренные законом или обоюдным соглашением права заинтересованных лиц и поощрять сотрудничество корпораций с ними. Уровень вовлечения заинтересованных лиц в корпоративное управление зависит от практики, принятой в различных странах и национальных законов.

Яркими примерами механизмов вовлечения заинтересованных лиц в управление корпорацией являются:

– Представительство наемных работников в правлении;

– Наделение акциями фирмы наемных работников;

– Механизмы разделения прибыли или процессы управления, основанные на принятии определенных решений с учетом мнения заинтересованных лиц.

5. Раскрытие информации и прозрачность.

Система корпоративного управления должна предоставлять своевременную и точную информацию по всем существенным вопросам, которые касаются компании, а именно, финансовое положение, результаты деятельности, структуру собственности управления, прогнозируемые существенные факторы риска, список членов правления и главных должностных лиц, а также получаемое ими вознаграждение.

Мощным инструментом воздействия на поведение компании и защиту прав акционеров, согласно опыту стран с большими и

активными фондовыми рынками, является строгий режим раскрытия информации – главная опора рыночного мониторинга компаний, имеющая ключевое значение для реализации акционерами своего права голоса.

Каналы распространения информации должны быть доступны всем пользователям, без исключения.

6. Обязанности совета директоров.

Система корпоративного управления должна обеспечивать стратегическое управление компанией, эффективный контроль над менеджментом, со стороны совета директоров, реализуемый, как правило, подотчетностью, которая предусматривает четкое разграничение функций и полномочий всех органов управления, подотчетность исполнительных органов наблюдательному совету и акционерам.

В обобщенном виде международно-признанные принципы корпоративного управления можно обобщить в четыре группы:

Справедливость правил управления, позволяющая компании успешно действовать в условиях добросовестной конкуренции, обеспечивая при этом права всех его участников, включая миноритарных акционеров.

Прозрачность, предусматривающая своевременное и точное раскрытие информации по всем существенным вопросам, касающимся компании, включая структуру собственности, финансовое положение, результаты деятельности и др.

Подотчетность, предусматривающая четкое разграничение функций и полномочий всех органов управления, подотчетность исполнительных органов наблюдательному совету и акционерам.

Ответственность руководства и лиц, принимающих решения, связанные с деятельностью компании, перед акционерами и другими заинтересованными лицами.

Разделение функций владения и управления, и группы участников корпоративных отношений.

Организация корпоративного управления неразрывно связана с финансовыми вопросами, так как вид корпоративного контроля зависит от структуры учредительного (акционерного в первую очередь) капитала. В свою очередь структура капитала во многом производна от уровня развития корпоративного управления. Привлечение потенциальных инвесторов-акционеров и инвесторов

определенных проектов зависит от действенности корпоративного построения. Таким образом, корпоративные финансы, с одной стороны выступают как механизм реализации интересов участников корпоративных отношений, с другой - как критерий оценки эффективности корпоративного управления.

Отсюда финансовый механизм корпоративного управления, опосредуя финансовые отношения, возникающие внутри корпорации, придает последним логическую завершенность, выражающуюся в возможности оценки конкретными цифрами: размера выплачиваемых корпорацией дивидендов, роста курсовой стоимости акций, увеличения капитализации и других денежных и не денежных параметров составляющих интерес участников корпоративных отношений.

Специфический характер коллективной, включая акционерную собственность, определяет ее промежуточное местоположение между частной и общественной формами собственности в системе отношений собственности. В историческом контексте акционерная собственность представляет собой переходную форму от частной собственности к общественной. При этом, несмотря на общие характеристики различных видов корпоративных структур в корпоративных отношениях их участников имеются и существенные различия.

Подтверждение данной гипотезы находим анализируя правовые аспекты данного вопроса. Действительно, имущество корпорации, как следует из ГК РУз, создается за счет вкладов учредителей, но с другой стороны общество само вправе, как юридическое лицо владеть приобретенной в процессе деятельности собственностью. Сложность вопроса усугубляется тем, что и приобретенные корпорацией, как юридическим лицом, в процессе деятельности, материальные и нематериальные активы все равно принадлежат учредителям и могут быть распределены ими между собой пропорционально вкладам. При этом менеджеры корпораций имеют право (пускай несколько ограниченное) самостоятельно принимать решения о пользовании и владении собственностью, включая право отчуждения.

Участники корпорации, безусловно, имеют право на свою собственность, вложенные ими средства, но это не должно противоречить несомненному наличию прав собственности корпорации в целом. Здесь явно проявляются общие законы

соотношения целого как системы и его структурообразующих элементов. Различные субъекты, вступая в разного рода сообщества, должны диалектически сочетать свои права, интересы и обязанности с правами, интересами и обязанностями созданных ими объединений - юридических лиц. Любое сообщество существует лишь потому, что ему делегируется определенная часть прав лиц (физических или юридических), его образовавших. А это значит, что собственники корпораций наделяют определенным кругом специфических прав (и обязанностей) директоров, менеджеров и иных участников корпоративной деятельности. Но, разумеется, в конечном счете, создателями и собственниками, например, акционерных обществ, все-таки являются, несмотря ни на какие доводы, акционеры. Корпорация, безусловно, принадлежит им (со всеми ее имуществом, целями, правами и т.п.) и их статус нельзя сводить к положению простых инвесторов. Иначе их участие в создании и деятельности корпорации теряет всякий смысл.²³

Наличие таких прав подтверждает и Закон «О собственности в Республике Узбекистан» (Ст. 8) относящий к ширкатной (коллективной) собственности - собственность хозяйственных обществ и товариществ, ассоциаций и других объединений, являющихся юридическими лицами.

Отличие акционерного общества от частного предприятия заключается в том, что, во-первых, расширяется круг долевых участников накопления капитала и его производительного использования. Субъектом акционерного капитала выступает собственник комбинированный, ассоциированный. Таким образом, здесь происходит объединение отдельных владельцев в своего рода ассоциацию, сообщество, кооперацию. Однако это не простая сумма частных собственников. Субъектом акционерного капитала выступает такая ассоциация, которая представляет новое, особое качество по сравнению с индивидуальным собственником. В рамках такой комбинации функции по управлению предприятием распределяются между различными ее участниками. Более того, с развитием обобществления производства намечается отход собственников от непосредственного выполнения чисто производственных, технических функций. Последние все больше

²³ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. -Т.: Молия, 2008.-С.12.

передаются в руки наемных управляющих. В условиях распыленности ценных бумаг в таких сообществах формируется совместный, коллективный интерес по увеличению объемов присваиваемых прибылей.

Во-вторых, отличительной особенностью акционерного общества является наличие уставного фонда, разбитого на равновеликие доли - акции, свидетельствующие о доле ее владельца в капитале и дающие право на участие в прибылях. Наличие уставного фонда - определяющий фактор в функционировании акционерных обществ, который представляет собой материальную базу для хозяйственной деятельности общества. Он выступает в качестве величины, в пределах которой общество гарантирует ответственность по своим обязательствам. Владение акциями дает акционерам право на участие в управлении обществом, на часть прибыли на часть имущества в случае ликвидации общества. Пределы прав акционеров находятся в пропорциональной зависимости от доли (числа) принадлежащих им акций, вследствие чего акционерное общество, позволяющее объединить значительное количество вкладчиков (в том числе и мелких), является наиболее устойчивой формой объединения капиталов, поскольку выбытие из него любого из акционеров не влечет за собой прекращение существования общества.

В-третьих, фигура акционера отличается от традиционной фигуры собственника. Акционер не может изъять свой капитал из дела, он может лишь продать свою акцию тому, кто согласится ее купить по договорной цене; он, как правило, не может повлиять на величину своего дохода, вытекающего из владения акциями. В защите своих прав акционер полагается на два института, сформировавшихся в ходе развития акционерной собственности: во-первых, на безличный механизм рынка капиталов, который дисциплинирует руководство крупных акционерных компаний, а во-вторых, на корпоративную демократию, которая дает определенные возможности мелкому акционеру влиять на выборы и смену руководства крупным акционерным обществом. Обе эти области становятся (в разное время для разных стран) предметом регулирующего вмешательства государства.

В-четвертых, в отличие от собственника частной индивидуальной фирмы, владельцы акционерного капитала не обладают правом найма и увольнения (правом на изменение

членства в команде). Право контролировать поведение всех остальных членов акционерного общества сводится к праву контроля за высшими управляющими. Таким образом, права собственности акционеров корпорации оказываются размыты по сравнению с правами частного собственника.

В-пятых, часть дохода акционерных обществ присваивается собственниками акционерного капитала в форме дивидендов.

В-шестых, специфика управления акционерным обществом состоит в обязательности принципа «одна акция — один голос». В то же время, как уже отмечалось выше, возможность фактического влияния каждого акционера на дела акционерных предприятий находится в зависимости от количества принадлежащих ему акций. Поэтому сохраняется значение частной собственности на фиктивный капитал для фактического использования совместной собственности в интересах немногих лиц, крупнейших акционеров. Последние могут иметь в частном распоряжении большое количество акций, которое дает достаточную формальную и реальную власть, чтобы контролировать принятие наиболее важных решений, касающихся использования действительного капитала. С этой точки зрения индивидуальный владелец контрольного пакета акций при определенных условиях может действовать фактически как индивидуальный частный собственник.

В-седьмых, благодаря своим привилегиям в области привлечения денежного капитала преуспевающей корпорации (акционерному обществу) легче увеличивать объем и расширять масштабы операций, а также реализовывать преимущества объединения капиталов. В частности, корпорация способна извлекать преимущества из технологий массового производства. Подобным образом размеры акционерного общества позволяют осуществлять более глубокую специализацию в использовании человеческих ресурсов. В то время как управляющий единоличной фирмы вынужден делить свое время между различными сферами управленческой деятельности, крупное акционерное общество может привлекать специализированные кадры в каждую из этих сфер и тем самым достигать большей эффективности.

Кроме того, в отношении корпорации иначе решается правовой вопрос о коммерческой тайне. Информационная прозрачность акционерного общества, зарегистрированного на

бирже, значительно превышает таковую индивидуального собственника.

Разграничения полномочий корпоративного управления и корпоративного менеджмента.

Итак, акционерное общество, являясь по своей экономической природе, способу организации и деятельности организационной формой собственности владельцев капитала, характеризуется следующими признаками:

- целью функционирования акционерных обществ является получение максимальной прибыли;
- в акционерных обществах происходит отделение частного фиктивного капитала от ассоциированного действительного капитала;
- отношения внутри обществ строятся «по капиталу», т.е. по размеру инвестиций;
- каждый из участников обладает голосами на общем собрании пропорционально числу приобретенных долей или акций;
- прибыль общества распределяется между участниками пропорционально их вкладам в уставной капитал;
- права распоряжения собственностью принадлежат всем акционерам и осуществляются ими совместно.
- имущественная ответственность участников общества ограничена размером их вкладов;
- акционерное общество несет ответственность по всем своим обязательствам;
- владение собственностью отделено от функций управления;
- уставный капитал формируется из вкладов (взносов) его участников; эти вклады поступают в полное распоряжение (в собственность) акционерного общества, взамен на выданные акции.

Последний признак является отличительным признаком АО как юридического лица, или как специфической формы существования коммерческой организации. Инвестиционные активы открытых АО наиболее мобильны и несравненно масштабнее, чем в случае корпоративных предприятий с иной организационно-правовой формой.

Исходя из сущности отношений корпоративной собственности и определения корпорации объектами корпоративного управления являются:

1) собственность учредителей, объединенная в хозяйственное общество или товарищество (корпорацию);

2) материальные и нематериальные активы, находящиеся в собственности корпорации и используемые для реализации уставных видов деятельности с целью получения дохода.

Отсюда и необходимость рассмотрения процесса управления корпорацией сквозь призму двух взаимосвязанных систем, каждой со своим кругом полномочий и ответственности, одна из которых - корпоративное управление (Corporate Governance), осуществляет контроль за целевым использованием собственности учредителей корпорации, другая - корпоративный менеджмент (Corporate Management), отвечает за эффективность использования имущества корпорации в процессе хозяйственной деятельности.²⁴

В понимании западного законодательства последний термин означает вид профессиональной деятельности, состоящий в управлении хозяйственной деятельностью корпорации, в том числе людьми, командами, предприятиями, проектами, программами в любой отрасли экономики и в любой сфере деятельности (производстве, сбыте, финансах и др.), если она направлена на достижение системы целей и получение прибыли (предпринимательского дохода) как конечного результата путем рационального использования ресурсов (Приложение 1 к теме 2).²⁵

Субъектами корпоративного управления являются органы управления и/или должностные лица корпорации, которые в силу возложенных на них полномочий являются стороной управленческих отношений, а также ими осуществляется целенаправленное воздействие на объект корпоративного управления (Приложение 2 к теме 2). Корпоративное управление, выстроенное и функционирующее должным образом, обеспечивает бесперебойную работу корпорации, благодаря наличию четкой подотчетности и коммуникации между организациями, а также четкому распределению ролей и обязанностей между сотрудниками.

Корпорация есть совокупность интересов различных участников поэтому, говоря о качестве корпоративного управления,

²⁴ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.-Т.: Молия.2008.-С.16-18.

²⁵ Там же. – С. 26.

нужно иметь в виду такую его трактовку, которая сводится к задаче установления баланса интересов всех участников корпоративных отношений по поводу формирования, использования и распределения финансовых ресурсов корпорации. Принципиальными характеристиками эффективного корпоративного управления, в этой связи, становятся: прозрачность (раскрытие финансовой и операционной информации и внутренних процессов надзора и контроля руководства); защита и возможность реализовывать права и прерогативы всех участников; возможность акционеров независимо утверждать стратегию компании, а также нанимать руководство, осуществлять мониторинг эффективности деятельности и целостности руководства.

Корпоративное управление, включая в себя множество правовых и неправовых принципов, и практик, осуществляет контроль над деятельностью публичных и коммерческих корпораций, а также определяет права и обязанности, как правило, трех основных групп:

1. Акционеры, предоставляющие капитал и одобряющие крупные сделки.
2. Наблюдательный совет, избираемый акционерами для реализации контроля над управлением корпорацией.
3. Исполнительный орган, который непосредственно несет ответственность за сегодняшнюю деятельность корпорации.

Формирование системы корпоративного управления: цели, функции и задачи.

Система корпоративного управления – это совокупность элементов, действий, взаимосвязанных механизмов, направленных на достижение общей цели.

Система корпоративного управления включает:

- его участников;
- набор правовых институтов, принципов осуществления регулирующих действий (кодекс корпоративного поведения, этический кодекс и пр.).

Правовые институты корпоративного управления должны обеспечивать:

- защиту прав акционеров и предотвращение злоупотреблений ими;
- разумность издержек, связанных с его осуществлением;

- стабильность текущей деятельности и развития корпорации;
- баланс интересов владельцев обыкновенных и привилегированных акций; миноритарных и мажоритарных акционеров; общества в целом, его исполнительных органов и акционеров;
- характеристику полномочий совета директоров и других выборных и назначаемых органов;
- распределение обязанностей среди топ-менеджеров;
- совокупность инструментов воздействия на них со стороны заинтересованных лиц с целью максимизации рыночной стоимости фирмы;
- механизм перераспределения прав собственности в пользу более эффективных экономических агентов в том случае, когда собственники не способны или не желают контролировать управленцев, и пр.);
- различного рода требования, например, к информационной базе для принятия решения, профессиональной квалификации людей, которые эти решения принимают и пр.

Особенности системы корпоративного управления во многом определяются общеэкономическими факторами, политикой государства, уровнем конкуренции, особенностями правовой и экономической среды, деловой этикой, осознанием корпорацией своей социальной ответственности перед обществом, например, в сфере экологии.

Признаками эффективной системы корпоративного управления, по определению Всемирного банка, являются:

- прозрачность финансовой и иной деловой информации о деятельности компании, процесса и результатов контроля деятельности менеджеров;
- защита и обеспечение прав и интересов всех акционеров;
- независимость директоров корпорации в определении ее стратегии, утверждении бизнес-планов, принятии других важных решений, назначении, контроле деятельности, смещении в случае необходимости менеджеров;
- максимизация финансовых потоков (прибыль) и одновременно выплат акционерам.

Цель любой корпорации – получение максимально возможной прибыли от всех видов деятельности АО в рамках действующего

законодательства, соблюдая при этом баланс интересов всех заинтересованных лиц.

Целью корпоративного управления выступает увеличение долгосрочной стоимости капитала для своих владельцев.

Для достижения целей система корпоративного управления реализуется при помощи «умного управления» (по другому технологии «SMART»). Система постановки SMART целей позволяет на этапе целеполагания обобщить и систематизировать всю имеющуюся информацию о компании, установить приемлемые сроки работы, определить достаточность ресурсов, предоставить всем субъектам корпоративного управления ясные, точные и конкретные задачи.

В акрониме SMART каждая буква обозначает критерий эффективности поставленных целей (Рис. 2.1).



Рис. 2.1. Критерии эффективности поставленных целей

Цель SMART должна быть конкретной это увеличит вероятность ее достижения. Понятие «*Конкретный*» означает, что при постановке цели точно определен результат, который необходимо достичь. Одна цель означает один результат, если при постановке цели выяснилось что для ее достижения необходимо достичь нескольких результатов, то цель необходимо разбить на несколько.

Понятие «*Измеримый*» означает, что при постановке цели она должна быть измерима реальными критериями, которые направлены на ее достижение.

Реалистичность достижения цели влияет на мотивацию исполнителя. *Достижимость* цели определяется на основе опыта, учитывая все имеющиеся ресурсы и ограничения. Ограничениями могут являться:

- Временные ресурсы;
- Трудовые ресурсы;
- Инвестиции;
- Знания и опыт исполнителей;
- Доступность информации и ресурсов;
- Наличие рычагов управления у исполнителей.

Значимость цели определяется пониманием того, какой вклад решение конкретных задач внесет в достижение глобальных, стратегических задач компании. Если при достижении цели, компания не получит выгоды, то такая цель считается бесполезной и означает пустую трату ресурсов и времени.

Цель по типу SMART должна иметь жесткое ограничение *по времени*, где превышение временного лимита означает то, что цель не выполнена. Установление временных рамок для выполнения цели обеспечивает контроль управления.

Примеры постановки SMART целей в компании в табл. 1.

Таблица 1

Примеры постановки SMART целей в компании.

Направление задачи	Пример SMART цели
Продвижение продаж	Достичь уровня 55 % знания товара бренда М среди молодой аудитории в возрасте от 18-35 лет, через 2 года после выхода товара на рынок Узбекистана.
Увеличение продаж	Увеличить продажи бренда М на 30% на территории Узбекистана в течение одного года.

Задачи корпоративного управления определяются как:

- Защита прав и интересов акционеров;
- Повышение инвестиционной привлекательности

АО;

- Накопывание долгосрочной экономической стоимости путем повышения стоимости акций;
- Определение стратегии развития общества и контроль над ее реализацией;
- Утверждение и контроль выполнения бизнес-планов и др.

Основными задачами корпоративного управления считаются (Рис. 2.2):

- сохранение корпорации как юридического лица и самостоятельного хозяйствующего субъекта, рост ее капитализации (за счет повышения котировки акций на бирже);
- разработка и принятие решений о рациональной структуре сфер бизнеса (приобретение, перепрофилирование, ликвидация предприятий и пр.);
- защита интересов собственников, выстраивание системы отношений с ними;
- достижение баланса интересов собственников, менеджмента, других заинтересованных сторон, имеющих возможность влиять на корпорацию (аффилированных лиц);
- определение дивидендной политики;
- привлечение инвестиций и укрепление экономического и производственного потенциала фирмы;
- разработка и реализация менеджерами под контролем собственников корпоративных стратегий в области диверсификации, слияний и поглощений, борьбы с конкурентами;
- управление активами и финансовыми потоками;
- осуществление рыночной экспансии;
- совершенствование системы оплаты труда высших менеджеров;
- развитие корпоративной культуры, создание высокого имиджа, инвестиционной привлекательности, завоевание доверия заказчиков, партнеров, правительства, общественности;
- поддержание благоприятных условий эффективного управления текущей деятельностью и максимизации прибыли;
- проведение эффективной социальной политики и пр.



Рис.2.2. Основные задачи корпоративного управления²⁶

Функции корпоративного управления – это виды управленческой деятельности органов управления корпорацией, которые необходимы для достижения корпоративных целей. Эффективность реализации системы функций корпоративного управления основывается на понимании высшим менеджментом корпорации возможностей взаимного дополнения деятельности ее участников в выполнении и подготовке общих программ и проектов, а также в внедрении общекорпоративных норм и правил, технологий принятия согласованных решений, формировании корпоративной культуры и философии.

Система функций корпоративного управления делится на: общесистемные и функциональные (Рис.2.3).

²⁶ Дементьева А.Г. Корпоративное управление - М.:Магистр, НИЦ ИНФРА-М, 2017. - С. 64

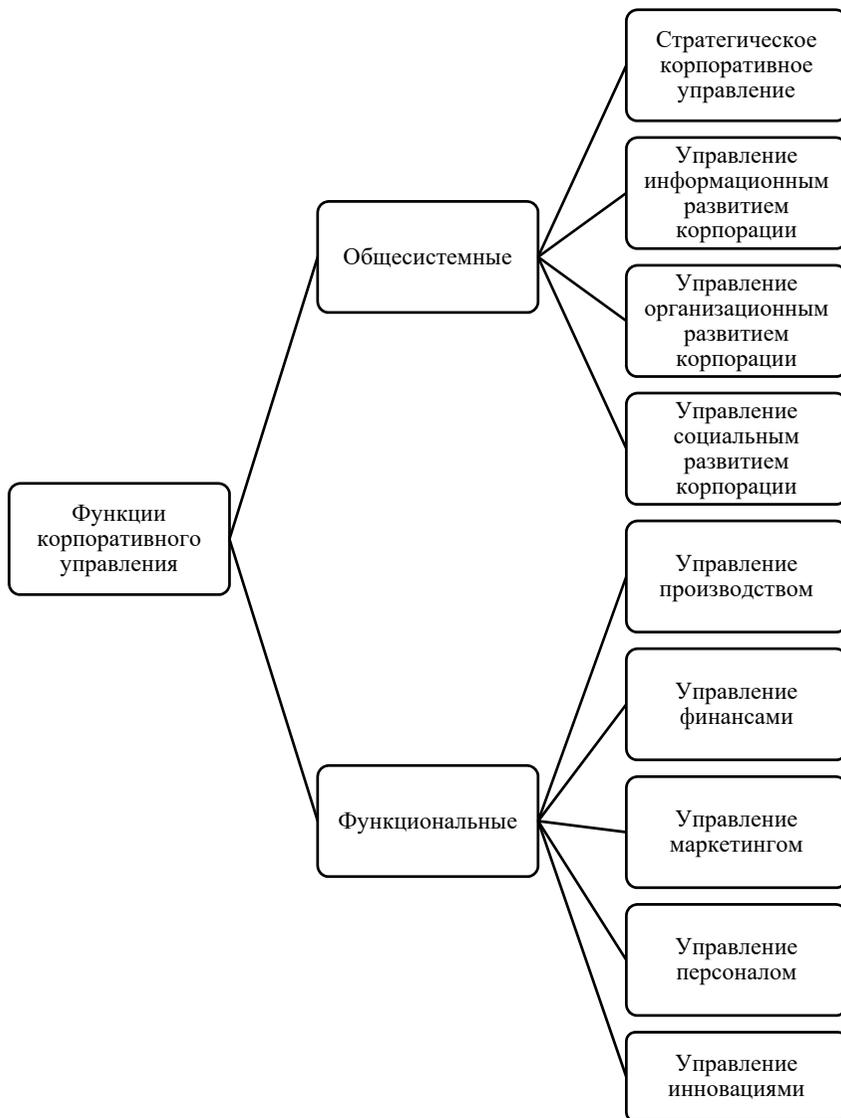


Рис. 2.3. Система функций корпоративного управления

Общесистемное корпоративное управление охватывает деятельность корпорации в качестве целостной системы, а функциональное управление предполагает достижение корпоративных целей в конкретных областях.

Одной из главных общесистемных функций корпоративного управления является функция стратегического корпоративного управления, включающая разработку и развитие стратегии для вывода корпорации на рынок, в том числе рынок капитала; установление корпоративных целей, которые определяют направления деятельности корпорации; разработку корпоративной политики в различных функциональных областях.

Функция информационного развития обеспечивает создание информационной системы в масштабах корпорации на базе компьютерно-телекоммуникационных сетей и развитых программно-математических методов.

В контексте функции организационного развития разрабатывается организационно-правовая документация корпорации, а также стандарты, методики, которые регламентируют деятельность персонала всех участников корпорации. В рамках данной функции также осуществляется долгосрочное проектирование корпорации, разрабатывается методика управленческих процессов.

Эволюционные этапы развития теории корпоративного управления.

Мировая практика корпоративного управления насчитывает уже несколько столетий: еще в XVIII веке в Европе предпринимались попытки юридического оформления отношений, основанных на разделении собственности и контроля над ней. Полноценная же концепция корпоративного управления сложилась только в конце XX столетия, когда участились случаи нарушения прав акционеров и назрела необходимость четкого определения системы взаимоотношений между собственниками (акционерами) и менеджерами, а также другими заинтересованными сторонами – работниками, кредиторами, поставщиками, потребителями услуг или товаров, производимых компанией, государством и обществом в целом.

Распространение крупного бизнеса обусловило формирование корпоративного управления, которое прошло

длительный эволюционный процесс становления корпораций. Международное сообщество прибегло к стандартизации и унификации процессов управления корпоративными структурами вне зависимости от их местоположения. Анализируя общемировые тенденции становления корпораций специалисты выделяют три основных этапа, каждый из которых отражает существенные черты корпораций, сформировавшиеся в обществе на тот период времени²⁷ (Рис.2.4).

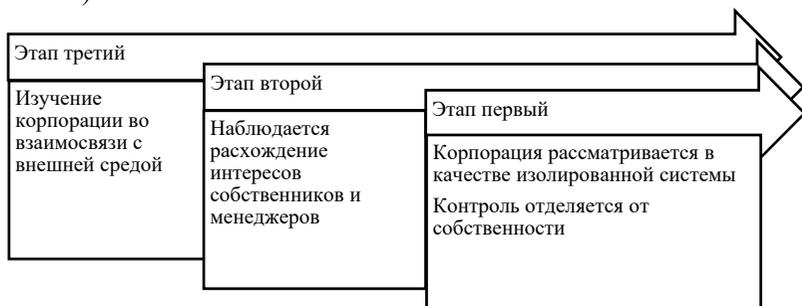


Рис. 2.4. Этапы развития теории корпоративного управления

Первый этап берет свое начало в 1930-х годах, когда происходит отделение функций контроля от собственности. Корпорации в то время рассматривались в качестве изолированных систем, которые не зависят от факторов внешней среды. Профессиональные менеджеры стремились к установлению контроля над собственностью корпорации, что приводило к минимизации контрольных функций со стороны акционеров.

Второй этап развития теории корпоративного управления связан с работами У. Меклинга и М. Дженсена, обративших внимание на проблему конфликта интересов между менеджерами и акционерами. Это привело к созданию механизма, который позволит обеспечить защиту интересов собственников от менеджеров, преследующих субъективные цели.

Третий этап связан с выдвинутой идеей о неразрывной связи корпоративных институтов с внешней средой. Т. Джонсон и Ч. Хилл разработали теорию, согласно которой корпоративное управление рассматривалось в качестве нахождения баланса между различными

²⁷ Шеин В., Жуплев А. Российские акционерные компании: парадоксы развития// Журнал для акционеров. - 2003. - №1. - с.36.

группами заинтересованных лиц, таких как стейкхолдеры: финансовые и нефинансовые.

Кодексы корпоративного управления.

Колоссальная роль в развитии корпоративного управления, кроме общепризнанных международных рекомендаций отводится национальным стандартам корпоративного поведения и кодексам наилучшей практики. Во многих странах, включая Великобританию, Германию, США, Францию существуют национальные стандарты корпоративного поведения, которые разработаны в соответствии с Принципами ОЭСР.

В Великобритании вопросы корпоративного управления считаются сферой бизнес-сообщества. К наиболее заметным британским разработкам в области корпоративного управления относятся доклады Кэдбери, Гринбери, Хампела, Тернбулла, Хиггса, Смита, а также Объединенный кодекс.

В 1991 году был образован Комитет Кэдбери, мотивом стало признание того факта, что корпоративная финансовая отчетность не всегда отражает истинное положение дел в компаниях, а аудиторы не могли подтвердить достоверность отчетности. Официальное наименование Комитета Кэдбери – «Комитет по финансовым аспектам корпоративного управления» (*The Committee on the Financial Aspects of Corporate Governance*). В то же время он получил и неофициальное название – «Комитет по противодействию злоупотреблениям» (*The Committee of How to Stop Fraud*).

Результатом деятельности Комитета стал Доклад Кэдбери (*Cadbury Report*), выпущенный в 1992 г. под названием «Финансовые аспекты корпоративного управления» (*The Financial Aspects of Corporate Governance*) и содержащий Кодекс лучшей корпоративной практики (*Code of Best Practice*).

Основным направлением Кодекса являлось повышение качества и надежности информации, которая предоставляется акционерам компаний и заинтересованным лицам. Кодекс содержит важные рекомендации, касающиеся области организации деятельности совета директоров, так как директора ответственны за качество корпоративного управления, а также за корпоративную отчетность, служащей своеобразным связующим звеном между компанией и стейкхолдерами.

В Кодексе отмечается важность усиления роли независимого аудита, который позволяет повысить уровень достоверности корпоративной информации и сделать ее более надежной для людей, который принимают решения, основываясь на корпоративной отчетности.

Кодексом также рекомендовано создание в компаниях аудиторских комитетов на основе опыта США и Канады, где комитеты являются обязательным условием для всех публичных компаний. Отмечается необходимое расширение состава промежуточной финансовой отчетности, чтобы пользователи смогли получать детальную информацию на ежеквартальной основе.

Среди Кодексов корпоративного управления также выделяют:

1. Кодекс наилучшей практики для германского корпоративного управления, подготовленный германской группой по корпоративному управлению в январе 2000 года;

2. Рекомендации комитета по корпоративному управлению под председательством М. Вьено, подготовленные группой, созданной Национальным советом французской промышленности, Французской ассоциацией частных предприятий и Движением французских предприятий;

3. Принципы корпоративного управления в Греции, подготовленные в 1999 году Комитетом по финансовым рынкам;

4. Основные принципы и направления корпоративного управления в США, подготовленные в 1998 году Калифорнийским пенсионным фондом гражданских служащих в отставке. Он является крупнейшим в мире пенсионным фондом и одним из самых больших мировых институциональных инвесторов;

5. Кодекс надлежащей практики, подготовленный в 1999 году Бразильским институтом корпоративного управления;

6. Кодекс рекомендуемого корпоративного управления, подготовленный в 1998 году Конфедерацией промышленности Индии;

7. Кодекс корпоративного управления, подготовленный в 1999 году Высшим финансовым комитетом Малайзии;

8. Кодекс наилучшей практики и рекомендации для директоров публичных компаний, подготовленный в 1989 году Гонконгской фондовой биржей;

9. Кодекс наилучшей практики, подготовленный в 1999 году комитетом по корпоративному управлению Предпринимательского координационного совета Мексики;

10. Кодекс корпоративной практики и поведения, подготовленный в 1994 году Институтом директоров ЮАР при поддержке Предпринимательской палаты ЮАР и фондовой биржи Йоханнесбурга.²⁸

Практика корпоративного управления эволюционна по своей природе. Международные и национальные стандарты, Кодексы корпоративного управления разрабатываются и применяются, основываясь на существующих практиках, политических и экономических особенностях, а также сложившихся моделях корпоративного управления.

Этапы формирования системы корпоративного управления в Узбекистане.

Без улучшения навыков управления компаниями, ориентированными на получение прибыли, без усовершенствования системы защиты прав акционеров инвестирование из прямых внешних источников останется для компаний проблематичным. К тому же повышение качества корпоративного управления – это не только стимулирование притока иностранного капитала, но и модернизация работы организации в целом. Переход от закрытого и порой неподконтрольного собственникам бизнеса к деловым взаимоотношениям, основанным на принципах прозрачности и внешнего контроля, существенно умножит возможности для экономического роста.

Уровень корпоративного управления зависит не только от внутренних процессов управления в самой компании (микроуровень), но и от внешних факторов (макроуровень). В странах с переходными экономиками остается значительным влияние государства на деятельность компаний, причем зачастую вне зависимости от величины или даже наличия пакетов акций, принадлежащих государству, что сдерживает развитие корпоративного управления. Корпоративное управление в

²⁸ Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг. – М., 1999.

Узбекистане регулируется: Гражданским кодексом Республики Узбекистан, Законами «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», «О рынке ценных бумаг». «Об обществах с ограниченной ответственностью», «О хозяйственных товариществах». В развитии корпоративного управления в Республики Узбекистан, по мнению Мухамаджанова Ш.С. можно выделить 8 этапов (таблица 2)²⁹.

Таблица 2

Этапы развития системы корпоративного управления в Узбекистане

Период	Признаки	Понятие	Результат
1990–1992	Формирование имущественных отношений	Формулировка правовых аспектов имущественных отношений	Исследователи начали понимать основные предположения корпоративного управления
1993-1997	Реформирование отношений собственности	Эволюция первых акционерных обществ	Принятие закона о мерах защиты юридических прав акционерных обществ
1998-2002	Реформирование отношений корпоративного управления	Полное выполнение реформ корпоративного управления в Узбекистане	Применение принципов корпоративного управления в акционерных обществах. Создание фондовой биржи
2003-2007	Совершенствование системы корпоративного управления	Эволюция различных подходов к	Значительно расширилась деятельность

²⁹ Мухамаджанов Ш.С. Корпоративное управление и его развитие в Узбекистане // Экономика Центральной Азии. – 2021. – Том 5. – № 2. – doi: 10.18334/asia.5.2.112020.

		корпоративному управлению.	акционерных обществ
2008-2010	Применение принципов международного корпоративного управления	Создание системы стимулов для местных и иностранных инвесторов	Устранено влияние мирового финансового кризиса, что повышает привлекательность инвестиционной среды
2011-2014	Создание здоровой конкуренции	Корпоративное управление с участием государства развило свою инфраструктуру	Обеспечение безопасности капитала инвесторов
2015	Определение пути улучшения условий корпоративного управления	Разработан Кодекс корпоративного управления	Изучены принципы корпоративного управления иностранных компаний
2016-2020	Совершенствование корпоративного управления в акционерных обществах с преобладающей долей государства	Внедрение во всех обществах норм и положений Кодекса корпоративного управления	Сохранились в форме акционерных обществ предприятия с государственной долей, играющих стратегическую роль

С формальной точки зрения корпоративное управление в Республике Узбекистан достаточно развито, но необходимо укреплять механизмы право применения, ужесточать требования по соблюдению прав акционеров, раскрытию информации.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. Определите сущность корпоративного управления.
2. Выделите основные задачи корпоративного управления.
3. Кто является основными участниками корпоративных отношений?
4. Определите основное назначение Кодекса корпоративного управления.
5. Охарактеризуйте особенности формирования системы корпоративного управления в Узбекистане.
6. Обозначьте субъектов корпоративного управления и их интересы.
7. Чьи права и обязанности определяет корпоративное управление?
8. Назовите Принципы корпоративного управления ОЭСР, а также сформулируйте их значение в мировой практике корпоративного управления.
9. Перечислите известные Кодексы корпоративного управления, оказавшие существенную роль в развитии корпоративного управления.
10. Охарактеризуйте этапы развития корпоративных отношений в Республике Узбекистан.

ТЕМА 3. ОБЕСПЕЧЕНИЕ РЫНОЧНОГО КОНТРОЛЯ ЗА ДЕЯТЕЛЬНОСТЬЮ АКЦИОНЕРНОГО ОБЩЕСТВА И ЗАРУБЕЖНЫЕ МОДЕЛИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

«Руби дрова для себя – согреешься дважды».

Генри Форд

Учебные вопросы:

Финансовые системы, определяющие национальные модели развития рынка ценных бумаг и корпоративного управления. Фондовый рынок и обеспечение рыночного контроля за деятельностью акционерного общества.

Сравнительный анализ зарубежных моделей корпоративного управления. Унитарная модель (инвесторная) – США, Великобритания, Австралия. Двухуровневая модель (заинтересованные лица) – Германия. Сетевая модель – Япония (кейретсу), Корея (чаэбол). Влияние модели развития национальных рынков ценных бумаг на применяемую модель корпоративного управления.

Возможности применения основных принципов и механизмов зарубежных моделей корпоративного управления в практике управления акционерными обществами в Узбекистане.

Финансовые системы, определяющие национальные модели развития рынка ценных бумаг и корпоративного управления.

В зарубежной литературе существует целый ряд исследований структуры финансовой системы, факторов ее развития, взаимосвязи структуры финансовой системы с уровнем экономического развития, влияния развития финансовой системы на экономический рост.

Выделяют следующие элементы структуры финансовой системы³⁰:

1. Первая подсистема - финансовый сектор и его структура. В данной подсистеме разделяется два варианта - доминирование в финансовом секторе или банков, или рынков

³⁰ Schmidt, Reinhard H., Behr, Patrick The German Banking System Goethe University Frankfurt Thorsten Beck et al. 2016, - С. 22.

капитала, в зависимости от их роли и «важности» для экономики той или иной страны.

2. Вторая подсистема - «канал», при помощи которого происходит перераспределение капиталов от тех, кто ими обладает, к тем, кто в них нуждается. Т.е. данная подсистема характеризует то, как распоряжаются капиталом их владельцы и откуда проистекает основная масса финансирования инвестиций. Здесь рассматривается сходная классификация, разграничивающая системы, ориентированные на банки или на рынки капитала.

3. Третья подсистема - корпоративное управление. Различается инсайдерская и аутсайдерская система корпоративного управления.

4. Четвертая подсистема - корпоративные стратегии и структуры. Системы различаются по степени инновационности и адаптивности, по уровню открытости.

Как показывают исследования, лишь две комбинации указанных факторов из всех возможных образуют непротиворечивые системы, согласующиеся с реалиями, существующими в экономике:

1. Первый тип финансовой системы - «германский», «европейский», «континентальный» (в зарубежной и отечественной литературе встречаются различные варианты названия данного типа), т.е. банковский, который характеризуется доминированием в экономике банков, т.к. система финансирования основана главным образом на банках, инсайдерской системой корпоративного управления и более консервативной корпоративной стратегией.

Примером данного типа финансовой системы является Германия. Банковский сектор Германии весьма развит, в то время как рынки капитала и различные институты рынка, такие как пенсионные фонды, недостаточно развиты, что измеряется такими показателями, как общая стоимость активов банков и капитализация рынка акций в процентах к ВВП соответственно. Корпоративное управление в Германии действует преимущественно через внутренние механизмы и включает «инсайдеров», т.е. людей и институты, которые имеют долговременный интерес в сохранении своих особых взаимоотношений с корпорацией и которые обычно лучше информированы о проблемах и перспективах, чем анонимные участники рынка.

2. Второй тип финансовой системы - «англосаксонский», т.е. биржевой, который характеризуется большей

значимостью рынка капиталов в финансовом секторе, чем банков, преимущественным финансированием экономики посредством рынка капиталов, аутсайдерским типом корпоративного управления и гибкой, хорошо приспособляющимися к внешним изменениям стратегией управления и организационной структурой.

Примером данного типа могут служить Великобритания и США. Финансовая система Великобритании проявляет характеристики, противоположные тем, которые выявлены для Германии - относительная важность банков в финансовом секторе не так значительна, рынки капиталов и институты, в особенности пенсионные фонды, которые ориентированы на рынок и в большинстве случаев независимы от банков, играют весьма важную роль; система корпоративного управления является аутсайдерской.

Английский опыт явился той отправной точкой, на основе которой развивался американский рынок ценных бумаг. Основы системы фондового регулирования возникли в Великобритании полтора века назад, что не могло не способствовать стабильному развитию этого сектора экономики. Английское законодательство создало принципиальный прецедент фондового права — его основой стало обеспечение доступа потенциальных инвесторов к информации об эмитенте. Все остальные ограничения и регулирующие нормы рассматривались как производные этого базового подхода. Английский опыт фондового нормотворчества прививался на американской почве с той лишь разницей, что в Великобритании регулирование рынка ценных бумаг изначально считалось прерогативой центральных властей, а в США долгое время относилось к компетенции властей отдельных штатов.

Американские банки, так же, как и банки других развитых стран, в значительной степени контролировали рынок ценных бумаг. Контроль банков распространялся и на Нью-Йоркскую фондовую биржу, на которой банки диктовали курс принадлежавших им ценностей. Однако после Великой депрессии 30-х гг. XX в. в США были приняты радикальные меры в этом отношении. В соответствии с законом Гласса-Стигала, принятым в 1933 г.,³¹ коммерческие банки были лишены права участвовать в эмиссии частных акций и

³¹ Частично отменен в 1999 году администрацией президента США Б. Клинтона.

облигаций, за исключением ряда случаев владеть этими ценными бумагами и т. п.

Основное место в американской экономике занял крупный корпоративный бизнес, структурно представленный преимущественно акционерными холдингами. Следовательно, важнейшими инструментами организации американского предпринимательства становились те, что использовались на фондовом рынке.

Основными особенностями рынка ценных бумаг США являются:

- высокая доля акционерного капитала (облигации и акции на рынке относятся как 4:3);

- большое значение инвестиционных фондов и других коллективных инвесторов. Характерно наличие кредитных союзов, ссудо-сберегательных институтов, а также взаимных фондов денежного рынка, ссудосберегательные ассоциации, страховые компании, сберегательные банки, финансовые компании, инвестиционные компании, кредитные союзы, частные пенсионные фонды, государственные пенсионные фонды, взаимные фонды денежного рынка и пр. Каждый финансовый институт выполняет ключевую макроэкономическую задачу - создание депозитов, т.е. денег, причем в основном в виде ценных бумаг;

- дефицит бюджета финансируется только путем выпуска ценных бумаг;

- низкая доля прямого банковского кредита (25-30%) в финансировании экономики страны (низкая доля участия банков). Как следствие, на рынке ценных бумаг США преобладают небанковские инвестиционные институты, доля банков в финансовых активах понижается.

Определенно существует взаимозависимость между финансовым развитием и экономическим ростом, а также связь между инвестициями и финансовым развитием, оцениваемым по параметрам финансовой активности. На основании масштабного исследования финансовой структуры (проведен анализ в 150 странах мира), эксперты Всемирного банка сделали следующие выводы:

- чем богаче страна, тем более развита ее финансовая система в целом. И банки, и небанковские финансовые институты (страховые компании, пенсионные фонды, взаимные фонды, другие

небанковские финансовые посредники), и фондовые рынки в этих странах более активны и более эффективны.

- чем богаче страна, тем более активен и эффективен фондовый рынок по сравнению с банками. Иными словами, выявлена тенденция, что национальная финансовая система начинает больше ориентироваться на рынок капитала по мере того, как становится богаче.³²

В странах с развитой рыночной экономикой, особенно в рамках интернационализации хозяйственной жизни, непрерывно происходит сближение рассмотренных моделей индустриальной рыночной экономики и становится все существеннее схожесть или даже совпадение организации финансовых рынков (табл.1).

Таблица 1

Сравнительный анализ моделей рынка ценных бумаг³³

Характеристики и особенности моделей	Европейско-континентальная (германская) модель	Англосаксонская модель
Источник инвестиций	Инвестиции в основном осуществляются не через акции, а через долговые инструменты	Основным источником инвестиций в реальный сектор является фондовый рынок
Инструменты фондового рынка	Рынок носит преимущественно долговой характер (банковский кредит, облигации), рынок акций имеет подчиненное значение	Наиболее крупным сегментом рынка ценных бумаг становится рынок акций, долговые инструменты начинают носить подчиненный характер

³²

<https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/4154/WPS4943.pdf>

³³ Составлено по материалам Миркина Я.М. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. - М.: Магистр, 2014, - С. 202.

Участники фондового рынка	Важнейшую роль играют банки как крупные инвесторы в акционерные капиталы хозяйства	Характерно большее отделение коммерческих банков от рынка корпоративных ценных бумаг, страховых продуктов, широко используются инвестиционные банки, брокерско-дилерские компании
Структура собственности	Существенно ниже доля розничных инвесторов и институтов коллективного инвестирования; выше доля собственности государства и крупных корпоративных структур; существенно большее значение в составе акционерных капиталов имеют контрольные пакеты и вертикальные участия.	Выше доля розничных инвесторов и институтов коллективного инвестирования; ниже доля собственности государства и крупных корпоративных структур существенно меньшее значение имеют контрольные пакеты. Наблюдается высокая степень дробности в собственности на акционерные капиталы.
Страны	Германия, Австрия, Япония	США, Великобритания

Финансовая структура важна для экономического развития, но ее тип сам по себе не способствует лучшему пониманию закономерностей и процесса развития. Иными словами, не существует жесткой связи между типом финансовой системы и темпом экономического роста страны, уровнем развития финансово-зависимых отраслей промышленности, числом вновь создаваемых компаний, темпом роста самих компаний. Все это скорее можно увидеть в странах с более высоким уровнем развития финансового сектора и в странах, где правовая система более эффективно защищает права акционеров. Тип финансовой системы

находит отражение в том, какая модель фондового рынка формируется в той или иной стране. Миркин Я.М. отмечает, «что рыночная экономика развитых стран демонстрируют различные модели: англо-американская модель (протестантский капитализм) и «рейнский» капитализм германского образца, японская или шведская модели и др.».³⁴

Главные критерии различия между ними - через какие финансовые инструменты и финансовые институты получает хозяйство денежные средства, что является следствием влияния традиционных ценностей населения, существующей структуры собственности, степени открытости экономики.

Так, чем более дробной является собственность, тем ближе к англо-американскому капитализму, к более рисковому финансированию экономического роста через акции («shareholder capitalism»), к меньшей роли долговых обязательств в структуре финансирования, к диверсификации финансовых инструментов и институтов, массовости розничных инвесторов в акции, к вытеснению банков как собственников и операторов фондового рынка.

И наоборот, чем более оптовая структура акционерных капиталов («stakeholder capitalism», капитализм «держателей крупных пакетов акций»), тем большую роль как собственники предприятий играют банки, тем более «долговой» характер носит экономика и тем менее значимы рынок акций и небанковские финансовые посредники (долговые экономики Японии, Франции и Германии).

Наряду со структурой акционерной собственности в производственном секторе в числе важных факторов, влияющих на выбор того или иного пути развития финансового рынка, выделяется доля государственных капиталовложений и доля банковского капитала, направляемые на долгосрочные инвестиции.

Среди важнейших факторов, воздействующих на рынок ценных бумаг и определяющих его модель, Миркин Я.М. называет как внутренние (действующие внутри страны), так и внешние факторы.³⁵

³⁴ Миркин Я.М. Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика. - М.: Магистр, 2014, - С. 174. Та же.- С. 174

³⁵ Там же.- С. 178

Не только директивная, но и рыночная экономика может отличаться высокой степенью закрытости (по религиозным или националистическим убеждениям властей, в силу проводимой изоляционистской политики, при введенных международных санкциях и т.д.). Закрытость в финансовой сфере будет означать жесткие ограничения в области конвертируемости валюты, движения капиталов, участия иностранных финансовых институтов в операциях на внутреннем рынке, ограничения на деятельность иностранных инвесторов, на обращение отечественных финансовых инструментов на иностранных рынках, на интеграцию отечественных и иностранных рынков в части законодательства, инфраструктуры, информационных систем и т.д. Кроме того, важными внутренними факторами выступает структура собственности, принадлежность страны к развитым или формирующимся рынкам, экономическая и финансовая политика государства, финансовая структура макроэкономики, модель экономического поведения населения, религиозный фактор. Суммируя и дополняя указанные выше факторы, можно выделить следующие основные внутренние факторы (см. рис. 3.1).



Рис. 3.1. Внутренние факторы, определяющие модель рынка ценных бумаг

К внешним факторам относятся:

- Сравнительная конкурентоспособность страны и фондового рынка, степень близости к индустриальным странам;
- Взаимосвязь с другими рынками;
- Региональная принадлежность рынка;
- Мировые цены на нефть и сырье;
- Долгосрочные циклы мировой экономики.

Правовые традиции имеют определенное влияние на тип финансовой системы: на биржевой рынок больше ориентируются страны с традициями англосаксонского общего права (*Common Law*), те, в которых соблюдается защита прав акционеров, существуют строгие стандарты отчетности, низкий уровень коррупции, а на банки - страны с французским континентальным правом (*French Civil Law*). В этих странах сравнительно более слабо развита финансовая система, права акционеров и кредиторов защищены недостаточно, сохраняется высокий уровень коррупции и высокая инфляция. Важность правового обеспечения функционирования финансовой системы выражается в соблюдении законности, и прозрачность правового регулирования способствует инновациям и инвестициям в новые предприятия.

Различные правовые традиции придают особое значение правам индивидуальных инвесторов по сравнению с государством, что имеет важное значение для финансового развития. Различия в том как соотносятся полномочия и права государства и права владельца собственности, образуют структуру с тремя правовыми традициями: англосаксонское общее право (*English common law*), французское континентальное право (*French civil law*), германское гражданское право (*German civil law*).

Согласно этой теории, в англосаксонском праве утверждается и развивается защита владельцев собственности от королевской власти и государства. Это облегчает владельцам частной собственности вести свои дела без опасений, что положительно сказывается на финансовом развитии. В противоположность этому Франция и Германия не имела влиятельного парламента. В XIX столетии Французский гражданский кодекс Наполеона и Германский гражданский кодекс Бисмарка утвердили господство государства. Со временем господство государства породило правовые традиции и нормы, сосредоточенные в большей степени на защите власти государства, а также связанных с властью и политикой руководителей фирм, нежели чем на правах индивидуальных инвесторов.

Исходя из этого, функции финансового управления в системе корпоративных отношений по мнению Е.Н.Лобанова и

М.А.Лимитовского³⁶ группируются на традиционные, нетрадиционные и специальные. К традиционным относятся, во-первых, финансовое планирование, находящее своё выражение в разработке бюджетов или бюджетировании, в составлении инвестиционных проектов и в бизнес-планировании. Во-вторых, учёт и контроль, предполагающие организацию комплексного учёта денежных средств предприятия, составление финансовой отчётности и организацию контроля за исполнением финансовых решений. В-третьих, ценообразование, охватывающее не только цену продукции, но и цену капитала и затрат.

К нетрадиционным функциям относятся: управление ликвидностью, связанное с навыками управления рабочим капиталом и денежными потоками предприятия; управление финансовой устойчивостью, включающее управление структурой капитала предприятия, определение оптимальных размеров собственного капитала, поиск путей его увеличения и грамотное пользование финансовым леверажем; инвестиционная деятельность, складывающаяся из таких элементов, как инвестиционный анализ, управление инвестиционным портфелем с учётом финансовых рисков и разработка системы хеджирования против финансовых рисков.

К специальным функциям финансового управления относится, во-первых, управление акционерным капиталом, существующим в форме объявленного, обращающегося, уставного, оплаченного, выкупного и имеющим сложную структуру, охватывающую нераспределённую прибыль, эмиссионный доход, уставный капитал и другие элементы.

Во-вторых, управление корпоративными ценными бумагами, комплексный процесс которого включает принципиальное решение руководства предприятия об эмиссии, выбор акций или облигаций в качестве объекта эмиссии, разработку эмиссионного проспекта для акций и облигационного соглашения для облигаций, организацию первичного размещения ценных бумаг (андеррайтинг), а также проведение операций с ценными бумагами на вторичном фондовом рынке.

³⁶ Лобанова Е.Н. Управление финансами: 17-модульная программа для менеджеров «Управление развитием организации». Модуль 14 /Е.Н. Лобанова, М.А. Лимитовский. – М.: ИНФРА – М, 2000. С. 8.

В-третьих, к специальным функциям относится дивидендная политика, заключающаяся, главным образом, в выработке позиции руководства корпорации по вопросу о дивидендах, тесно связанному с проблемой распределения чистой прибыли предприятия на нераспределённую и дивидендную.

Фондовый рынок и обеспечение рыночного контроля за деятельностью акционерного общества.

Любой хозяйствующий субъект можно рассматривать как некую систему, инициирующую потоки ресурсов и преобразующую их в продукцию или услуги, предложение на рынок и реализация которых обеспечивают достижение основных целей, определяющих и оправдывающих факт создания данного субъекта. Финансовые ресурсы играют при этом огромную, если не решающую, роль. На момент основания предприятия, а также в первые годы его функционирования приоритетное значение имеет инвестиционный аспект управления финансами; в дальнейшем относительно большее значение приобретают вопросы оптимизации финансирования текущей деятельности, в частности, анализ и прогнозирование денежных потоков, эффективное управление финансовой структурой компании и умелое использование родовых преимуществ корпорации в привлечении финансовых ресурсов с рынка капиталов.

Дело в том, что по мере формирования и становления промышленного производства в странах с развитой рыночной экономикой постепенно сформировался качественно новый тип денежного капитала - финансовый капитал. Возникновению этого феномена (финансового капитала) предшествовали сложные экономические процессы, которые происходят и в наши дни, постоянно создавая основу для воспроизводства отношений финансового капитала. Его становление обычно связывают с формированием рынка ценных бумаг, как составляющей части кредитно-финансовой системы, с одной стороны, и образования корпоративной организационно-правовой формы деятельности предприятий, привлекающей необходимые для хозяйствования финансовые ресурсы - с другой.

Организация корпоративного управления неразрывно связана с финансовыми вопросами, так как вид корпоративного контроля зависит от структуры учредительного (акционерного в первую

очередь) капитала. В свою очередь структура капитала во многом производна от уровня развития корпоративного управления. Привлечение потенциальных инвесторов-акционеров и инвесторов определенных проектов, зависит от действенности корпоративного построения, основные инструменты которого были рассмотрены в предыдущих темах данной работы. Таким образом, корпоративные финансы, с одной стороны выступают как механизм реализации интересов участников корпоративных отношений, с другой, как критерий оценки эффективности корпоративного управления.

Конец XIX и начало XX века ознаменовались преобразованием финансово-кредитной инфраструктуры, вызванным массовым возникновением крупных акционерных структур, монополизирующих экономическое пространство. Речь идет о развитии фондовой составляющей, благодаря которой она резко усиливает свое влияние на финансовые и организационные рынки. Именно фондовый рынок способствует массовому и стремительному развитию акционерной формы предприятия. Необходимо особо подчеркнуть, что акционерный тип промышленного предприятия, будучи, по существу, двойственной структурой, раскрывает свой потенциал только в том случае, если оказывается помещенным в адекватную институциональную среду, важнейшим элементом которой является полноценный фондовый рынок.

Изучение корпоративного управления зачастую основывается на допущении, что рынок капиталов эффективно отражает стоимость предприятия в цене акции. Поскольку акции корпораций свободно продаются на фондовой бирже, это позволяет структуре собственности быть достаточно диверсифицированной. В этом случае предполагается, что принцип равного доступа к информации соблюдается и инсайдерское³⁷ доминирование можно успешно преодолеть.

Взаимное влияние приватизации, корпоративного управления и фондового рынка можно рассматривать с двух позиций. С одной стороны, фондовый рынок влияет на приватизацию, способствуя

³⁷ Инсайдер (от англ. inside – «внутри») – лицо, имеющее доступ к коммерческой тайне фирмы благодаря своему служебному положению или родственным связям (Большая экономическая энциклопедия. – М.: Эксмо, 2007. С. 248.

мобилизации внутренних и внешних финансовых ресурсов. Индикаторы рынка показывают текущее состояние финансовой системы – размер рынка, уровень ликвидности, возможности аккумулирования свободных сбережений, т.е. ключевые факторы при принятии решений о том, что, как и когда продавать. Это облегчает принятие решений о приватизации тех или иных предприятий. С другой стороны, углубление процесса приватизации государственной собственности увеличивает количество обращающихся на рынке акций, адекватное корпоративное управление повышает инвестиционную привлекательность акционерных обществ - тем самым, стимулируя дальнейшее развитие фондового рынка.

В странах с развитыми рынками ценных бумаг данная оценка происходит через изменение курсовой стоимости акций: наличие эффективной системы корпоративного управления приводит к росту стоимости акций и наоборот. При этом, дисциплинирующим сегментом фондового рынка, как правило, выступает вторичный рынок, где происходит изменение курса акций вследствие осуществления на предприятии корпоративных действий³⁸ и соответствующая обратная реакция рынка на них.³⁹

Сравнительный анализ зарубежных моделей корпоративного управления. Влияние модели развития национальных рынков ценных бумаг на применяемую модель корпоративного управления.

С появлением в конце XIX – начале XX вв. крупных промышленных предприятий – корпораций – и развитием акционерной формы произошло отделение права собственности от права управления этой собственностью. Юридически собственниками корпорации являются акционеры, обладающие разным количеством акций. Управлением корпорацией занимаются

³⁸ Под корпоративными действиями понимается изменение в органах управления, объявление ожидаемых результатов финансово-хозяйственной деятельности, отчетов аудиторов, выплаты дивидендов и др.

³⁹ Хамидулин М.Б., Ташматов Ш.А. К вопросу об эффективном собственнике в системе корпоративного управления. - Иннов: электронный научный журнал, РФ УДК 336.62 16.03.18 9:25 259

наемные работники – топ-менеджеры, которые могут не обладать ни одной акцией. Каждая из сторон преследует свои цели: акционеры заинтересованы в росте цен на акции, увеличении дивидендов; топ-менеджеры хотят получать высокую зарплату, бонусы, социальный пакет, солидное положение. Вследствие возникающего конфликта интересов появилась необходимость в создании одинаково признаваемых и соблюдаемых обеими сторонами правил, что обусловило появление корпоративного управления.

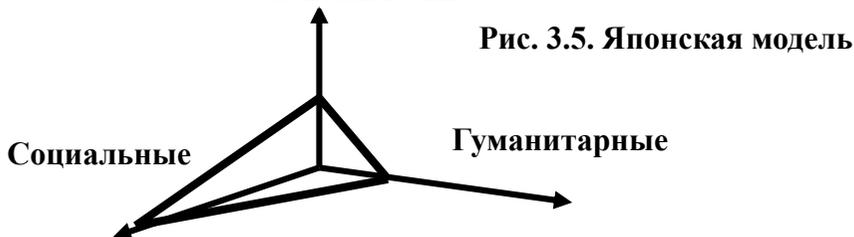
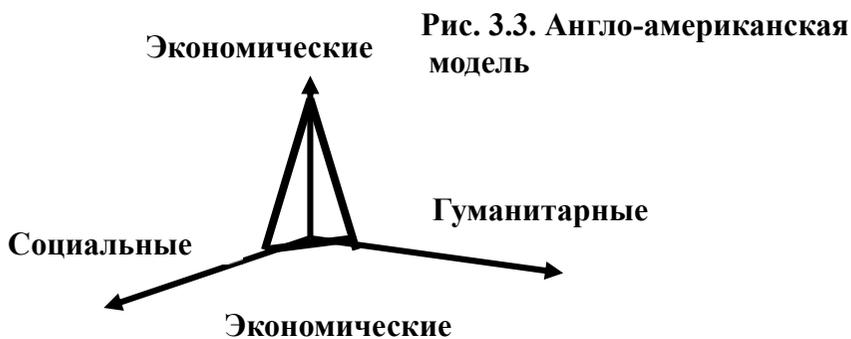
На сегодняшний день в мире существует довольно много различных моделей корпоративного управления. Разнообразие подходов к организации системы корпоративного управления в мировой практике принято сводить к двум базовым моделям основанных на инсайдерском и аутсайдерском контроле. Все другие модели корпоративного управления, рассматриваются в качестве переходных, или смешанных, но не вносящих принципиально новых элементов в процедуры и механизмы контроля. Каждая страна в зависимости от особенностей формирует свою специфическую модель корпоративного управления.

Принятые в различных странах модели корпоративного управления отражают превалирование: социальных, экономических или гуманитарных интересов участников корпоративных отношений (Рис. 3.2).



Рис. 3.2. Баланс интересов в системе корпоративного управления

Вместе с тем все национальные системы корпоративного управления основываются на трех основных моделях корпоративного управления, таких как: Унитарная (англосаксонская, аутсайдерская) модель (Рис.3.3); Двухуровневая (континентальная, инсайдерская) модель (Рис. 3.4); Сетевая (Японская, корейская) модель (Рис. 3.5).



Данные модели корпоративного управления не являются взаимоисключающими. Последнее десятилетие характеризуется сближением различных систем корпоративного управления. Такая тенденция характерна практически для всех ведущих стран мира. Данный процесс подтверждает, что ни одна модель не обладает очевидными преимуществами перед другими и не является

универсальной для экономики отдельной страны (Приложение к теме 3).

Унитарная (англосаксонская, аутсайдерская) модель (Рис. 3.6).

Модель получила широкое распространение в США, Канаде, Великобритании, Австралии, Новой Зеландии. Для нее характерно то, что 20–30% акций надолго оседают в руках ограниченного круга владельцев, которые формируют контрольный пакет акций, а 70–80% акций подвижны, то есть продаются на фондовом рынке и меняют своих владельцев.

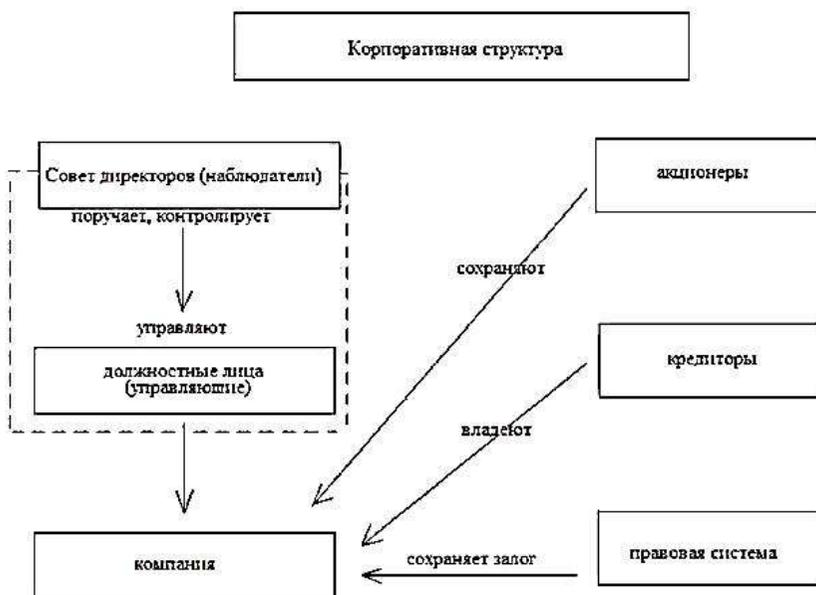


Рис. 3.6. Унитарная модель корпоративного управления⁴⁰

Данная модель требует прозрачности информации больше, чем другие модели. Это происходит из-за быстрой смены акционеров и активности рынка ценных бумаг. Уровень раскрытия информации определяют биржи.

⁴⁰ Камбаров Ж.Х., Акрамова С.С. Анализ современных моделей корпоративного управления // URL: <http://jurnal.org/articles/2016/ekon14.html> [Дата обращения: 05.07.2021]

Среди основных особенностей данной модели принято выделять:

1. Акционер, владеющий 2-5% акций общества, может считаться крупным, так как корпорацией владеет большое количество собственников (миноритарные акционеры).

2. Большое количество мелких инвесторов обуславливает сложность процесса организации деятельности корпоративного управления.

3. Раздробленность капитала иногда приводит к проявлению беспринципности менеджеров.

4. Жесткое соблюдение законодательного регулирования деятельности компаний.

5. Наличие институциональных ограничений, касающихся намерений по приобретению крупных пакетов акций, то есть на приобретение необходимо получить разрешение.

6. Банковские связи с нефинансовыми компаниями подвержены жесткой регуляции юридическими нормами.

Особенности данной модели корпоративного управления самым непосредственным образом связаны с особенностями акционерной собственности в США, в частности с отсутствием в американских корпорациях крупных, доминирующих над прочими, инвесторов. Акционерный капитал американских корпораций в значительной степени распылен, причем огромное количество корпораций США не имеют в своих реестрах ни одного индивидуального или институционального акционера, чья доля составляла бы более одного процента от совокупного капитала. В результате ни одна из групп акционеров не может предъявить претензий на особое представительство в совете директоров.

Другой важной особенностью является то, что большинство акций, принадлежащих не индивидуальным инвесторам, сконцентрировано в руках институциональных инвесторов - пенсионных и взаимных (паевых) фондах. Эти инвесторы, сконцентрировавшие в своих руках более 50% акционерного капитала, склонны выступать, скорее, в роли финансовых менеджеров: они не стремятся к представительству в советах директоров и, как правило, избегают брать на себя ответственность, проистекающую из права собственности, за те компании, где они располагают крупными пакетами акций.

Распыленность акционерного капитала облегчает переток акций от одних собственников к другим. Мелкому акционеру гораздо проще принять решение о продаже принадлежащих ему акций, чем крупному, для которого продажа его пакета часто означает изменение стратегических планов и может повлечь потери из-за падения курсовой стоимости продаваемых акций (в результате значительного разового их предложения на рынке). Американский рынок ценных бумаг отличается высокой эффективностью и ликвидностью, что делает продажу пакетов мелкими инвесторами быстрым и технически легко осуществимым делом. Слияния, поглощения, захваты и выкупы компаний являются широко распространенной практикой на американском фондовом рынке, что делает их очень эффективным и легко реализуемым инструментом контроля за деятельностью менеджеров со стороны акционеров. Англо-американская модель предполагает разделение прав владения и контроля. Это юридическое разделение очень важно с деловой и социальной точек зрения, так как инвесторы, вкладывая свои средства и владея предприятием, не несут юридической ответственности за действия корпорации. Они передают функции по управлению менеджерам и платят им за выполнение этих функций как своим агентам по ведению дел. Плата за разделение владения и контроля называется агентскими услугами. Интересы акционеров и менеджеров не всегда совпадают. Корпоративное законодательство, действующее в странах, которые применяют англо-американскую модель управления, решает это противоречие разными способами. Одним из них является избрание акционерами Совета директоров, который становится их доверенным лицом и начинает выполнять фидуциарные обязательства, т.е. действовать в пользу акционеров при осуществлении функций контроля за управлением.

Интересы акционеров представлены большим количеством обособленных мелких инвесторов, которые находятся в зависимости от менеджмента корпорации. В связи с этим увеличивается роль фондового рынка, через который осуществляется контроль над менеджментом корпорации. Основными владельцами капитала компаний этих стран являются частные и институциональные инвесторы. Высшим органом управления корпорацией является общее собрание акционеров, которое проводится, как правило, один раз в год. Акционеры

осуществляют управление через участие в голосовании по вопросам выбора директоров или принятия важных для деятельности корпорации решений. Однако данные собрания в связи с большой распыленностью акций носят формальный характер.

Ведущим органом в англо-американской модели корпоративного управления является Совет директоров. Он выполняет функции управления, распоряжается всей деятельностью акционерного общества, защищает интересы акционеров, обеспечивает качество корпоративного управления и несет ответственность за него перед собранием акционеров и контролирующими государственными органами. Члены Совета директоров несут ответственность по всем делам корпорации, а в случае банкротства могут даже привлекаться к административной и уголовной ответственности. Количественный состав Совета директоров определяется потребностями эффективного управления. Минимальное число в соответствии с законами каждого штата может быть от одного до трех.

В состав Совета директоров входят внутренние и внешние (независимые) директора. Внутренние директора одновременно являются исполнительными директорами и менеджерами компании. Независимые директора – это лица, не имеющие интересов в компании. Внешних директоров должно быть не больше половины, так как решающее слово должно принадлежать тем, кто управляет компанией. Все директора (внутренние и внешние) несут равную ответственность по делам компании.

В настоящее время в советах директоров американских компаний преобладают независимые директора: при обычном составе в 10 человек независимые директора составляют 6-7 человек. Общей тенденцией последних двух десятилетий было увеличение количества независимых директоров в общем составе совета директоров и уменьшение представительства исполнительных директоров.

Одной из проблем такой структуры Совета директоров с преобладающим большинством внутренних директоров является то обстоятельство, что они, по сути своей, контролируют свою собственную деятельность. Внутренний директор как бы играет две роли: одна – менеджера определенного направления бизнеса, другая – директора, ответственного за руководство компаний.

Совет директоров осуществляет подбор и назначение президента, главного администратора, вице-президентов, казначея и других менеджеров корпорации, которые предусмотрены в уставе компании. Главный администратор (CEO), как правило, имеет огромные полномочия и подотчетен Совету директоров и акционерам.

Преимущества данной модели:

- высокая степень мобилизации личных накоплений через фондовый рынок;
- ориентация инвесторов на поиск сфер, обеспечивающих высокий уровень дохода;
- основная цель бизнеса – рост стоимости компании;
- достаточно высокая информационная прозрачность компаний.

К недостаткам модели можно отнести:

- высокую стоимость привлеченного капитала (высокие дивиденды);
- значительные искажения фондовым рынком реальной стоимости активов корпорации;
- отсутствие четкого разделения функций управления и контроля.

Двухуровневая (континентальная, инсайдерская) модель (Рис. 3.7).

Модель характерна для стран Центральной Европы и Скандинавских стран. В данной модели 70–80% акций сосредоточены у постоянных акционеров, а 20–30% акций поступают в свободную продажу, что рассматривается инвесторами как объект временного размещения средств. Данная модель основана на использовании методов самоконтроля, или внутренних методов контроля.

Среди основных особенностей данной модели принято выделять:

1. Управление превалирующей части корпораций осуществляется банками на основании различных договоренностей, основной формой финансирования выступает банковский кредит.
2. Защита интересов служащих, крупных акционеров в системе корпоративного управления осуществляется законодательной базой. Мелким акционерам разрешено покупать

акции через банки-депозитарии и голосовать так, как они считают нужным.

3. Механизм прозрачности информации не такой строго регламентированный, как в англо-американской модели. Финансовые отчеты не подразумевают подробной информации, данные предоставляются раз в полгода, вознаграждения директоров, менеджеров не расписываются по персоналиям.

4. Акционерный капитал в значительной степени состоит из оптовых инвесторов с широко развитой системой перекрестного и взаимного владения акциями (более зависимые);

5. Дальновидные инвесторы;

6. Рынок ценных бумаг меньше и менее ликвиден.

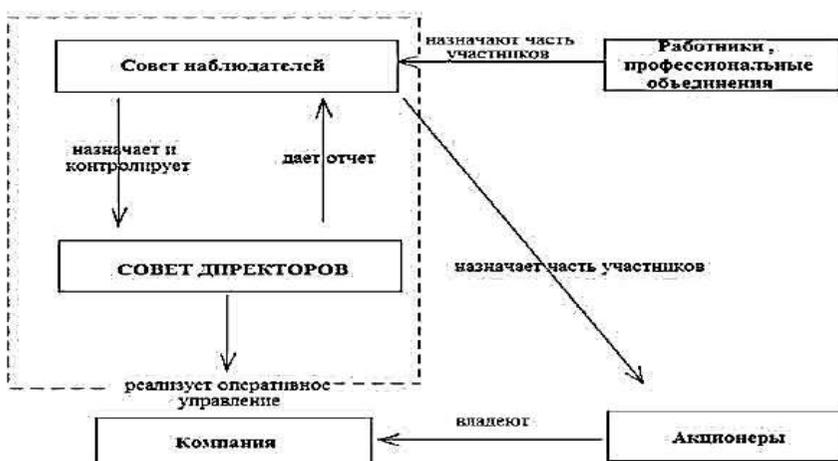


Рис. 3.7. Двухуровневая модель корпоративного управления⁴¹

Немецкая модель характеризуется слабой ориентацией на фондовые рынки и акционерную стоимость в управлении, так как компания сама контролирует свою конкурентоспособность и результаты работы. Кроме того, надежды на финансирование немецкие компании возлагают на финансово-промышленные группы (ФПГ), в которые эти компании входят.

⁴¹ Камбаров Ж.Х., Акрамова С.С. Анализ современных моделей корпоративного управления // URL: <http://jurnal.org/articles/2016/ekon14.html>

Особенностью ФПГ Германии является то, что в сравнении с другими странами они имеют менее чёткие границы: можно назвать лишь совокупность компаний, образующих ядро той или иной финансово-промышленной группы. Каждая из крупных компаний связана коммерческими, производственными, научно-техническими узлами с сотнями компаний малого бизнеса. Интеграция капитала в ФПГ Германии связана, во-первых, с наличием сравнительно небольшого круга должностных лиц, являющихся одновременно членами правления различных компаний и фирм, входящих в корпорацию. Например, из 100 крупнейших корпораций примерно в 80 хотя бы один член наблюдательного совета был членом правления другой компании. В 20 из них примерно от 17 до 36 должностных лиц являются одновременно членами наблюдательных советов других компаний. Во-вторых, с координирующей ролью входящих в корпорации финансово-кредитных институтов. Им принадлежит в настоящее время 35% акций 25 крупнейших промышленных корпораций страны. Прямо или косвенно банки Германии контролируют около 50% акций ведущих корпораций страны. В-третьих, в ряде случаев крупными акционерами компании выступают одновременно несколько банков. Более 90% свободно обращающихся акций в Германии связаны с организациями-инвесторами. Немецкие владельцы и финансовые институты, управляющие их активами, имеют гораздо более тесные деловые связи со своими корпорациями, чем их американские коллеги. Эмиссия акций до последнего времени не является основным источником денежных фондов для немецких компаний, которые традиционно прибегают к услугам банков для внешнего финансирования. В результате немецкие акционеры достаточно мало интересуются деятельностью фондового рынка. В немецкой модели сравнительно небольшое внимание уделяется краткосрочным результатам. Для акционерных обществ и акционеров, как правило, уровень дивидендов не играет особенной роли, а прибыль рассматривается прежде всего, как средство обеспечения конкурентоспособности, а не как цель всей деятельности.

На формирование немецкой модели оказал влияние целый ряд факторов объективного и субъективного характера. Прежде всего, это высокая степень концентрации акционерного капитала, доминирующая роль банков в принятии корпоративных решений и сравнительно небольшая распыленность акций среди частных

инвесторов. Фондовый рынок обладает значительно меньшей ликвидностью по сравнению с фондовыми рынками Великобритании и США. Наблюдательный совет осуществляет функции контроля за хозяйственной деятельностью компании и формируется из представителей акционеров и служащих компании. В совет также могут входить представители банков, инвестиционных структур и других компаний, имеющих тесные связи с данной компанией. Количественный состав наблюдательного совета зависит от масштабов компании. Минимальный состав его должен быть не менее трех членов. В крупных компаниях с размером основного капитала более 20 млн евро состав наблюдательного совета может насчитывать и более 20 человек. Члены правления избираются наблюдательным советом и подотчетны ему. Одновременно членство в обоих уровнях не допускается. Членам правления также запрещается заниматься какой-либо коммерческой деятельностью помимо основной работы. В правление обычно входят от 5 до 15 человек, каждый из которых отвечает за какое-либо направление бизнеса корпорации или за одну из ключевых функциональных областей. На правление возлагается задача непосредственного хозяйственного руководства компанией и ответственность за результаты ее деятельности. Специфической чертой немецкой системы корпоративного управления, закрепленной законодательством, является участие сотрудников в управлении компанией. Согласно принятому в Германии в 1976 г. закону в компаниях с числом сотрудников более 500 человек, работники выбирают своих представителей на 1/3 всех мест в наблюдательном совете. В компаниях с числом сотрудников более 2 тыс. человек, половина всех мест в наблюдательном совете предоставляется выборным представителям работников компании. Другая часть наблюдательного совета избирается акционерами. Численный состав наблюдательного совета колеблется в различных корпорациях от 9 до 22 человек. Таким образом, через данный орган реализуется основной принцип гуманитарного и социального взаимодействия.

Практически все компании Германии являются частью огромной сети перекрестного владения акциями. Под перекрестным владением акциями понимается ситуация, в которой две компании являются акционерами друг друга. Центральное место в данной системе занимают банки и страховые компании. Исторически

сложилось так, что банки при первичном размещении акций компаний (IPO) выступали в качестве андеррайтеров и часто приобретали акции компаний в большем количестве, чем могли реально разместить. Поэтому чем большее количество финансовых средств компания желала получить при IPO, тем больше была вероятность того, что банк станет крупным акционером и будет представлен в наблюдательном совете.

Еще одной характерной чертой корпоративного управления в немецкой модели является голосование по акциям, находящимся на хранении в коммерческих банках. Частные владельцы акций поручают банкам голосовать на ежегодном собрании акционеров по данным акциям. Существует практика выдачи коммерческими банками кредитов под залог акций, что одновременно влечет за собой право голосовать на собраниях акционеров по данным акциям. В руках коммерческих банков обычно находится около 80% голосов на собраниях акционеров. Банк является квалифицированным экспертом для корпорации, хорошо знающим ее бизнес и экономические условия в целом.

Преимущества данной модели:

- меньшая стоимость привлечения капитала;
- ориентация инвесторов на долгосрочные цели;
- высокий уровень устойчивости компаний;
- четкое разграничение функций управления и контроля.

Недостатки модели:

- незначительная роль фондового рынка как внешнего инструмента контроля;
- высокая степень концентрации капитала и недостаточное внимание к правам миноритарных акционеров;
- невысокая степень информационной прозрачности, что обуславливает сложность осуществления инвестиций.

Финансовая система при помощи которой осуществляется привлечение инвестиционных ресурсов в компанию определяет и модель корпоративного управления, и, соответственно, *модели совета директоров* – американская (унитарная) модель и немецкая (система двойных советов).⁴² (рис. 3.8)

⁴² См. Марек Хессель. Совет директоров корпорации: контроль через представительство. – Корпоративное управление. Владельцы, директора и

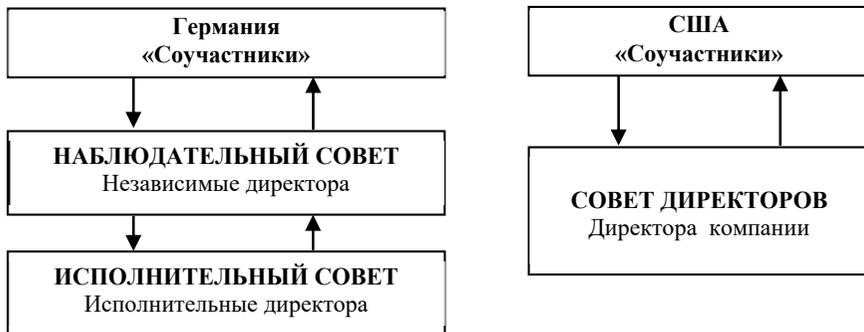


Рис. 3.8. Основные модели совета директоров

По американским законам деятельностью компании руководит *унитарный совет директоров*. Американские законы не дифференцируют распределение функций между исполнительными директорами (директорами, являющимися одновременно и менеджерами компании) и независимыми директорами (приглашенными лицами, не имеющими интересов в компании), а лишь определяют ответственность совета в целом за дела компании. Решение о распределении функций между этими двумя категориями директоров должны принимать акционеры компании

Характерна немецкая *двухуровневая система управления*, состоящая из *наблюдательного совета*, защищающего акционеров, включающего крупных собственников, работников и *правления*. Четкое разграничение функций руководства характеризуется тем, что правление отвечает за текущую деятельность предприятия, а контроль за работой руководства осуществляет надзорный совет.

В отличие от совета директоров в США, правление немецкой компании состоит из двух органов: наблюдательного совета, полностью состоящего из независимых директоров и исполнительного совета, состоящего из менеджмента компании. В немецкой модели существует строгое разделение наблюдательных и исполнительных функций, а сами советы имеют дифференцированную юридическую ответственность и полномочия. Немецкие законы проводят четкую границу между управлением и надзором. Исполнительный совет, в рамках этой

наемные рабочие акционерных обществ. – Москва: Джон Уайли энд Санз, 1996.

модели, подотчетен наблюдательному совету. Американская и немецкая системы представляют собой полярные точки, между которыми располагается широкий спектр форм организации корпоративного управления, существующих в других странах.

Сетевая (Японская, корейская) модель (Рис.3.9). Система корпоративного управления в Японии отражает местную бизнес культуру, где долговременные межличностные отношения, основанные на взаимном доверии, играют большую роль, чем деловые отношения, основанные на контрактах и потенциальных судебных разбирательствах. Как следствие, законодательство и государственное регулирование имеет меньшее значение в корпоративном управлении. Законодательство по акционерным обществам и регулированию - операций с ценными бумагами отражает американское влияние.



Рис. 3.9. Японская модель корпоративного управления⁴³

⁴³ Камбаров Ж.Х., Акрамова С.С. Анализ современных моделей корпоративного управления // URL: <http://jurnal.org/articles/2016/ekon14.html> [Дата обращения: 05.07.2021]

Вместе с тем, экономика Японии имеет ряд принципиальных отличий от экономики стран запада. Прежде всего — это значительная роль правительственных организаций в проведении экономической политики, в том числе в регулировании внешнеэкономической деятельности, при отсутствии непосредственного государственного вмешательства в коммерческую деятельность частных компаний и банков.

Японская модель по своей сути не похожа ни на американскую, ни на германскую. Американские и европейские компании в качестве основной тактической задачи выделяют ускорение оборота инвестируемых средств и увеличение стоимости акций. Именно по этим показателям и определяется эффективность работы управленческого аппарата. Японские компании основными целями оперативного характера обычно ставят расширение доли рынка и увеличение доли новых товаров в общем объеме выпускаемой продукции, что, по мнению руководителей этих компаний, должно обеспечить повышение конкурентоспособности и прибыли не только в краткосрочной, но и, что более важно, в долгосрочной перспективе. Подобная целевая ориентация в значительной мере влияет на производственно-сбытовую и финансовую стратегию корпораций, а также на особенности построения и работы всей системы управления.

Данная модель получила свое развитие в послевоенный период в Японии и во многом сочетает черты американской и немецкой моделей:

1. В составе Совета Директоров не имеется независимых Директоров, а все члены Совета — это представители высшего уровня управления или бывшие управляющие.

2. Акционерный капитал в значительной степени состоит из оптовых инвесторов и характеризуется высокой долей перекрестного владения акциями компаний, являющихся членами одной промышленной группы.

3. Для нее характерна полная закрытость и банковский контроль, что уменьшает влияние менеджеров на принятие решений.

Среди основных особенностей данной модели принято выделять:

1. В странах Азии структурной единицей бизнеса выступает группа взаимосвязанных компаний — «кейрецу» (в

Японии) или чеаболь (Корея). Показатель успеха – это успех всей группы, который способствует развитию национальной экономики.

2. Частных инвесторов практически нет, так как рынок акций полностью находится в руках финансовых организаций и корпораций.

3. Японская система корпоративного управления существует вокруг главного банка, кейрецу или финансово-промышленной группы. Корпорации имеют тесные отношения с главным банком, который, как правило, является основным владельцем акций.

4. Управление основывается на принципе социального единства, то есть все участники имеют социальное равенство. Принятие решений происходит посредством всеобщего согласия.

5. Большое значение имеют неформальные объединения – союзы, клубы, профессиональные ассоциации, уделяющие важное внимание поддержке дружеских и доверительных отношений, а также способствующие обмену информацией среди топ-менеджмента.

Специфическим для Японии вариантом ФПГ можно считать универсальные межотраслевые комплексы «сюданы», хотя параллельно с ними действуют и предпринимательские группы преимущественно вертикального типа — «кэйрэцу». Как правило, материнские компании «кэйрэцу» составляют горизонтально интегрированную структуру «сюданов».

Внутрикорпоративное взаимодействие в японских ФПГ обеспечивается следующими способами: во-первых, в качестве руководящего органа корпорации выступает совещание президентов головных фирм, одновременно являющееся и совещанием ведущих акционеров. Это совещание принимает важнейшие решения по всем вопросам производственно-финансовой деятельности. Во-вторых, объединение корпораций осуществляется посредством взаимочастия в акционерном капитале (перекрёстного акционирования). Каждая фирма — член «сюдана» имеет небольшие, недостаточные для одностороннего контроля пакеты акций всех остальных фирм; вместе они располагают контрольными пакетами акций каждого из своих членов. В-третьих, производится совместная реализация общекорпоративных проектов. В-четвёртых, внутри группы устанавливаются контрактные отношения и обмен, охватывающие

циркуляцию финансовых и промышленных ресурсов, а также научно-технической информации между участниками ФПГ.

Японские «сюданы» не имеют статуса юридического лица, их деятельность направляется координационными центрами.

Внутригрупповые отношения между нефинансовыми корпорациями и финансово-кредитными учреждениями характеризуются многосторонними связями, такими как взаимное владение акциями, преимущественное финансирование корпораций — членов «сюданов», взаимные поставки и товарообмен, техническое сотрудничество и персональные связи. Деятельность отдельных участников ФПГ согласуется с общей долговременной стратегией группы, которая ориентирована на общность целей расширения сфер оперирования и максимизации прибылей. Для «сюданов» характерна также значительная гибкость внутригрупповых связей. Так, например, действующая в них система взаимного участия, тем не менее, сохраняет возможности самостоятельного развития корпораций. Вместе с тем, уже с середины 80-х годов 20 века начался процесс сближения форм интеграции промышленного и банковского капитала.

Обычно акционеры осуществляют контроль за приватизированной корпорацией через совет директоров. У совета три функции - представительство, определение политики и надзор. В Японии совет, как правило, является не столько представителем акционеров, сколько продолжением администрации. Однако посредством широкого распространения перекрестной акционерной собственности, права вето и функций надзора акционеры, заинтересованные собственники и внутренние инвесторы (такие, как поставщики, потребители и банк корпорации), могут оказывать существенное влияние на определение политики администрации и осуществление надзора над ней.

На формирование японской модели существенное влияние оказали экономические и политические условия послевоенного развития Японии, а также культура данной страны, в основе которой лежит принцип социальной сплоченности и взаимозависимости.

Совет директоров в японских компаниях играет формальную роль. Количество членов в Совете директоров достаточно большое и практически все члены являются внутренними директорами. Внешние директора, как правило, если и присутствуют, то их число незначительно. Совету директоров подчиняются порядка 4-5

уровней менеджмента. Такой многочисленный состав Совета объясняется тем, что уходящие на пенсию менеджеры высшего уровня часто назначаются в Совет директоров одной из компаний-партнеров.

Практика враждебных поглощений не свойственна японским компаниям, поскольку сопряжена с довольно высокими издержками. Деятельность японских кейрецу оказывает значительное влияние на организацию японской промышленности и японского рынка в целом. Действующий в рамках объединения принцип внутренней специализации, при которой сферы деятельности компаний группы не пересекаются, способствует тому, что между поставщиком и потребителем закрепляются своеобразные монополистические отношения. В результате на японском рынке действует олигополистическая система, которая в связи с высокой конкуренцией между самими участниками олигополии способствует устойчивому развитию отраслей японской промышленности.

К преимуществам модели можно отнести:

- низкую стоимость привлечения капитала;
- ориентацию на долгосрочные цели;
- ориентацию компаний на высокую конкурентоспособность;
- высокий уровень устойчивости компаний.

К недостаткам модели относятся:

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

В общем виде особенности трех основных моделей корпоративного управления, применяющихся в индустриально развитых странах представлены в таблице 2.

Таблица 2

Сравнительные характеристики моделей корпоративного управления

Характеристика моделей	Англо – Американская модель	Немецкая модель	Японская модель
Система социальных ценностей	Индивидуализм, Свобода выбора	Социальное Взаимодействие	Взаимодействие и доверие
Роль трудовых коллективов	Пассивная	Активная	Активная сопричастность
Основной способ финансирования	Фондовый рынок	Банки	Банки
Временной горизонт инвестирования	Краткосрочный	Долгосрочный	Долгосрочный
Стоимость капитала	Высокая	Средняя	Низкая
Рынок капитала	Высоколиквидный	Ликвидный	Относительно ликвидный
Основная экономическая единица (в крупном бизнесе)	Компания	Холдинг	Финансово-промышленная группа
Тип инвестиций	Радикальные	Сложные	Инкрементальные
Оплата менеджмента	Высокая	Средняя	Низкая
Структура акционерного капитала	Дисперсная	Существенно сконцентрированная	Сконцентрированная

Анализ преимуществ и недостатков моделей корпоративного управления представлены в таблице 3.

Таблица 3

Сравнительный анализ преимуществ и недостатков моделей корпоративного управления

Модель	Преимущества	Недостатки
Англо-американская модель	<p>Высокая степень мобилизации личных накоплений через фондовый рынок;</p> <p>Ориентация инвесторов на поиск сфер, обеспечивающих высокий уровень дохода;</p> <p>Основная цель бизнеса - рост стоимости компании.</p> <p>Достаточно высокая информационная прозрачность компаний.</p>	<p>Высокая стоимость привлеченного капитала (высокие дивиденды);</p> <p>Значительные искажения реальной стоимости активов фондовым рынком;</p> <p>Отсутствие четкого разделения функций управления и контроля.</p>
Немецкая модель	<p>Более низкая стоимость привлечения капитала;</p> <p>Ориентация инвесторов на долгосрочные цели;</p> <p>Высокий уровень устойчивости компаний;</p> <p>Четкое разграничение функций управления и контроля.</p>	<p>Незначительная роль фондового рынка как внешнего инструмента контроля;</p> <p>Высокая степень концентрации капитала и недостаточное внимание к правам миноритарных акционеров;</p> <p>Невысокая степень информационной прозрачности что обуславливает сложность осуществления инвестиций.</p>
Японская модель	<p>Низкая стоимость привлечения капитала;</p> <p>Ориентация на долгосрочные цели;</p> <p>Ориентация компаний на высокую конкурентоспособность;</p>	<p>Сложность осуществления инвестиций; Недостаточное внимание к доходности инвестиций и абсолютное доминирование банковского финансирования; Слабая информационная</p>

	Высокий уровень устойчивости компаний.	прозрачность компаний; Незначительное внимание к правам миноритарных акционеров.
--	--	--

Возможности применения основных принципов и механизмов зарубежных моделей корпоративного управления в практике управления акционерными обществами в Узбекистане.

Акционерные компании зарубежных стран имеют свою философию управления, определяющую работу по согласованным правилам, которые соблюдаются всеми: акционерами, менеджерами, наемными работниками. Существует несколько механизмов осуществления эффективного корпоративного управления. В качестве первого контрольного механизма выступают сформированные товарные рынки: под постоянной угрозой банкротства в плохо работающих компаниях менеджеры начинают действовать эффективнее, учитывая интересы всех групп корпорации.⁴⁴

Вторым механизмом контроля является финансовый рынок, который предоставляет возможность владельцам, потерявшим интерес к деятельности акционерного общества, продать свои акции и, следовательно, изъять свою долю из его капитала. Угроза массового ухода владельцев, ранее предоставивших своей капитал компании, обуславливает влияние на поведение менеджеров, которые вынуждены искать другие источники капитала.

Внутренняя система корпоративного управления (Германия, Япония) базируется на долгосрочных взаимоотношениях между акционерами в ней преимущественно перекрестное владение акциями банков, сконцентрированная собственность, строгий контроль, который может оказывать содействие возникновению конфликтов между собственниками контрольных пакетов и отдельными акционерами.

Для внешней системы корпоративного управления (США, Великобритания) характерна основная роль фондового рынка, рассредоточение собственности и контроля, большое количество

⁴⁴ Афанасьев Мст., Кузнецов П., Фоминых А. Корпоративное управление глазами директора. // Вопросы экономики, № 5. 2007. С 87.

акционеров, повышающих возможности перекупки компании и ликвидность ценных бумаг.⁴⁵

В тех странах, где нет эффективной системы защиты прав инвесторов, лишь незначительное количество компаний находится в собственности большого числа акционеров, а компаниями, как правило, владеют семьи или государство, которое разрешает относить их к «внутренним» корпоративным моделям. В странах с сильной защитой инвесторов, где развитый фондовый рынок, корпоративная модель определяется как «внешняя».⁴⁶

Необходимым условием развития рыночной экономики является стимулирование структур и механизмов корпоративного управления. На сегодняшний день этот вопрос становится все более актуальным для Узбекистана, так как в числе приоритетов государственной экономической политики остается вопрос стимулирования притока прямых иностранных инвестиций, которые обеспечивают экономический рост страны. В Республике Узбекистан совершенствуется законодательная база по защите интересов инвесторов, предоставляются различные льготы, гарантии и преференции прямым иностранным инвесторам. Все эти меры направлены на формирование сильной инвестиционной политики. В достижении поставленных задач приватизации государственной собственности основную роль играет система корпоративного управления на отечественных предприятиях.

Эффективность развития и использования моделей корпоративного управления является процессом многоаспектным, который включает широкий круг методов, подходов, инструментов и решений. Следовательно, было бы ошибочным принять модели корпоративного управления, сложившиеся в западноевропейских или азиатских странах мира без учета специфических организационных форм производства, законодательной базы и национальных тенденций развития экономики. Все это требует проведения широкомасштабных национальных исследований, направленных на адаптацию передового зарубежного опыта в практику управления отечественных корпоративных предприятий.

⁴⁵ Бердникова Т.Б. Рынок ценных бумаг. – М.: ИНФРА-М, 2010. – 451 с

⁴⁶ Волк Е. Принципы корпоративного управления в США. //Журнал для акционеров, №12, 2011. С. 15-16

В Республике Узбекистан при формировании структурной модели корпоративного управления необходимо учитывать как общие процессы внутреннего управления, характерные для развитых стран, так и особые, которые связаны с дополнением «внутренней» системы корпоративного управления «внешней» системой. Необходимо использовать производственные, организационные и финансовые возможности основных звеньев модели (организационно-экономического механизма), согласовывать интересы и подходы разных групп физических лиц - участников корпорации в распределении акционерной прибыли.

Необходимо выбирать такую систему, которая должна отражать «уникальное» решение для Узбекистана и не должно быть просто копией моделей, используемых в других странах. При этом важно поддерживать гибкий подход к управлению, признавая, что соответствующая модель управления будет различаться не только в отдельных компаниях, но и будет различной на протяжении времени для отдельных компаний. Это утверждение становится особенно верным, принимая во внимание скорость реструктуризации компаний и возникновения фундаментальных изменений корпоративных структур по мере развития новых технологий и глобализации. Компании должны взять на себя ответственность по принятию корпоративных стандартов, наиболее соответствующих их положению и подходящих для принятия эффективных решений инвесторами, но построенных на основе международно-признанных принципов.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. Какова связь между финансовой системой государства и моделью корпоративного управления?
2. Какое влияние оказывает фондовый рынок на модель корпоративного управления?
3. В чем особенность англо-американской модели корпоративного управления?
4. Выделите основные преимущества континентальной модели корпоративного управления.
5. Разъясните суть японской модели корпоративного управления.
6. Чем вызвано применение тех или иных моделей корпоративного управления в разных странах?
7. Охарактеризуйте модель корпоративного управления принятую в Республике Узбекистан.
8. Проведите сравнительный анализ основных зарубежных моделей корпоративного управления.
9. Перечислите внутренние и внешние факторы, оказывающие влияние на применяемую модель корпоративного управления.
10. Какова взаимосвязь экономических, гуманитарных и социальных факторов корпоративного управления?

ТЕМА 4. ИНСТИТУЦИОНАЛЬНЫЕ ОСНОВЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РЕСПУБЛИКЕ УЗБЕКИСТАН

«Единственный урок, который можно извлечь из истории, состоит в том, что люди не извлекают из истории никаких уроков».

Фридрих Гегель

Учебные вопросы:

Предпринимательство как основной объект корпоративного права. Социальная направленность корпоративного права. Структура корпоративной формы хозяйствования и корпоративного управления, и их влияние на элементы институциональной основы корпоративного права. Внешние и внутренние механизмы корпоративного управления.

Понятие, признаки и структура корпоративного права. Соотношение императивных и диспозитивных норм управления, акционерного и корпоративного права. Требования к корпоративным нормативным актам.

Концептуальные основы формирования корпоративных отношений и корпоративного права в Республике Узбекистан. Нормативно-правовое обеспечение корпоративного управления в Республике Узбекистан.

Предпринимательство как основной объект корпоративного права. Социальная обусловленность корпоративного права.

Предпринимательство является сложным процессом, так как включает в себя комплекс различных отношений, а также деятельность множества людей. По этой причине предпринимательская деятельность подвергается правовому регулированию со стороны корпорации, которая стремится сделать ее максимально организованной и эффективной.

Корпорации являются участниками целого комплекса общественных отношений, которые входят в поле правового регулирования. Эти правовые связи входят в область правового регулирования различных отраслей права: налоговой, административной, предпринимательской, гражданской и так далее.

Объектом корпоративного права выступают следующие признаки предпринимательской деятельности (рис. 4.1).



Рис. 4.1. Признаки предпринимательской деятельности как объект корпоративного права

По субъектному составу выделяют следующие группы отношений:

1. Между корпорацией и ее участниками;
2. Между участниками корпорации.

Существование корпоративного права обусловлено множеством объективных факторов, среди которых можно выделить:

— Сложность и многообразие видов предпринимательской деятельности, которая выполняется различными организациями. Наиболее важные стороны деятельности нуждаются в правовом обособлении на государственном уровне (порядок регистрации, налоговая система и т. д.), но с другой стороны существует множество аспектов, регулирование которых наиболее эффективно со стороны самого предприятия, так как именно там находится вся необходимая информация (финансы, управление и т.д.).

— Предпринимательская деятельность, являющаяся одним из основных видов деятельности, суть которой заключается в удовлетворении многообразия человеческих потребностей. Фундаментальной закономерностью здесь выступает то, что

человеческая психология устроена таким образом, что еще до конца не использовав то, что было создано, люди стремятся к новому; по этой причине обуславливается тенденция к появлению неудовлетворенности имеющимся, наличным, уже существующим и смене потребностей с развитием общественных отношений.

По этой причине государственное регулирование предпринимательской деятельности осуществляется относительно. Государство регламентирует лишь некоторые стороны деятельности: налоги, экологические требования, нормы касающиеся охраны труда, минимальной заработной платы и т.п. Все остальное может регулироваться на основе корпоративных норм, а именно:

- Развитие демократических начал.
- Информационный предел, то есть субъекты права способны усвоить определенный объем информации, который исходит от государственных органов.
- Противостояние законности и целесообразности.
- Обеспечение эффективности в реализации норм права.

Общепризнано, что управомочивающие нормы, которые установлены государством, реализуются людьми более охотно, чем обязывающие и запрещающие. Это связано с тем, что степень волевого начала в данном случае выше. Нормы же корпоративного права выражают волю коллектива. Люди выполняют собственные решения (ведь они сами участвуют в принятии корпоративных норм) и действуют тем энергичнее, чем шире у них возможность проявить самостоятельность. Этот психологический фактор обуславливает то, что государство стремится делегировать решение насущных вопросов.

— Формирование и реализация корпоративных норм предполагает наличие высокоинтеллектуального и высококультурного коллектива.

В разрезе данных факторов, корпоративное право является явлением не только объективным, но и социальным. В общем смысле социальная обусловленность права обозначает:

1. Соответствие, адекватность права регулируемым общественным отношениям;
2. Способность права отражать объективную потребность общества.

Структура корпоративной формы хозяйствования и корпоративного управления, и их влияние на элементы институциональной основы корпоративного права.

Мировая наука и практика акционерной формы хозяйствования рассматривает корпорацию как институциональную систему, которая обладает набором элементов институциональной природы, таких как институты и механизмы, которые взаимосвязаны и готовы к взаимодействию между собой. Все эти элементы могут быть классифицированы и идентифицированы в конкретных корпорациях.

На институциональные основы корпоративной формы хозяйствования влияет сложная хозяйственная структура корпораций, которая характеризуется следующими критериями, отличающими ее от других форм бизнеса (рис.4.2).



Рис. 4.2. Критерии корпорации в качестве хозяйствующего субъекта

При всем разнообразии корпораций (численность, профиль, величина капитала и так далее) внутрикорпоративную деятельность можно представить в виде, представленном в рисунке 4.3.

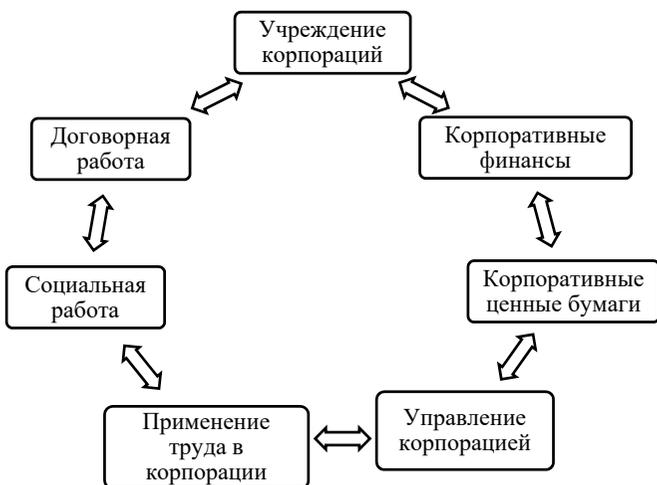


Рис. 4.3. Внутрикorporативная деятельность

Каждая из этих сторон является объектом правоотношений, регулируемых корпоративными нормативными актами. Они готовятся органами управления корпорацией (по компетенции) и утверждаются (также в зависимости от компетенции) общим собранием участников корпорации, общим собранием персонала (работников), наблюдательным советом, советом трудового коллектива, правлением (дирекцией), генеральным директором. Утвержденные документы должны отвечать определенным требованиям.

Любой корпоративный акт, который утвержден в установленном порядке, имеет правовой характер и приобретает статус официального, то есть юридически обязательного для участников корпорации, ее менеджеров, персонала и, более того, органов государственной власти (в частности, для судов, которым, возможно, придется рассматривать споры по вопросам, урегулированным этими актами).

Правильно составленная нормативная база становится благотворным фактором в процессе организации и функционирования корпорации и, наоборот, слабость юридической базы вследствие ошибок при выборе задач нормализации, средств, санкций, адресатов и т.п., приводит к дезорганизации ее работы,

влечет хаос, психологическую напряженность в коллективе, а то и нарушение прав и интересов ее членов.

Требования к корпоративным нормативным актам (Рис. 4.4):

1. Отражение объективной реальности;
2. Не противоречивость действующему законодательству;
3. Доступность для понимания всех членов, работников компании;
4. Наличие определенной структуры, а не представлять собой хаотичный набор нормативных положений;
5. Наличие всех необходимых реквизитов.



Рис. 4.4. Соотношение акционерного и корпоративного права

Внешние и внутренние механизмы корпоративного управления.

Для создания эффективной системы корпоративного управления в корпорации используются внутренние и внешние механизмы управления (Приложение к теме 4). Основой системы корпоративного управления является выстраивание эффективного внутреннего контроля за деятельностью менеджеров компании, исходящей от владельцев (инвесторов), так как только благодаря средствам, инвестируемым ими, компания в состоянии вести свою деятельность и создавать поле для деятельности других

заинтересованных групп. При это необходим учет всех внешних факторов, поскольку корпорация функционирует в определенной социально-экономической среде.

Аспекты реализации механизма корпоративного управления:

1. Концептуальный аспект;
2. Институциональный аспект;
3. Финансово экономический аспект;
4. Социально-психологический аспект;
5. Организационно-технический аспект;
7. Функциональный аспект;

Системы или модель корпоративного управления – это организационная модель, призванная, с одной стороны, регулировать взаимоотношения между менеджерами компании и их владельцами, а с другой — согласовывать цели различных заинтересованных сторон, обеспечивает тем самым эффективное функционирование компаний. То есть, корпоративное управление устанавливает: кому, как и с помощью каких инструментов, организовывать управление над распределением и использованием капитала корпорации (рис.4.5).⁴⁷

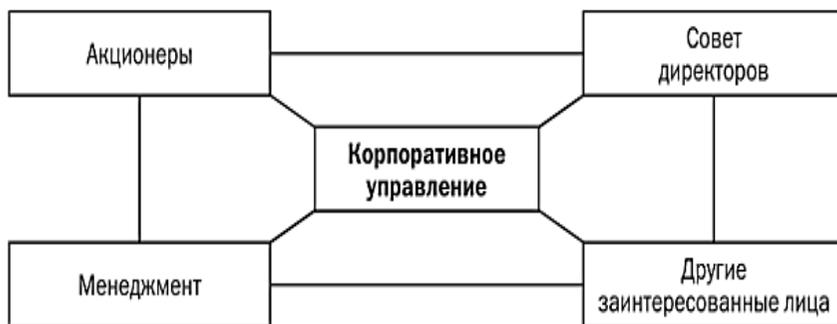


Рис. 4.5. Организационная модель системы корпоративного управления

⁴⁷ Карапетян Д., Грачева М. Корпоративное управление: основные понятия и результаты исследовательской практики // Управление компанией. 2004. № 1.-С. 42.

Эффективность корпоративного управления определяется качеством принятых управленческих решений. По этой причине, потенциальные инвесторы тщательно изучают работу высшего уровня управления компании, чтобы оценить состояние бизнеса и определить возможные риски и доходность своих вложений (рис.4.6).

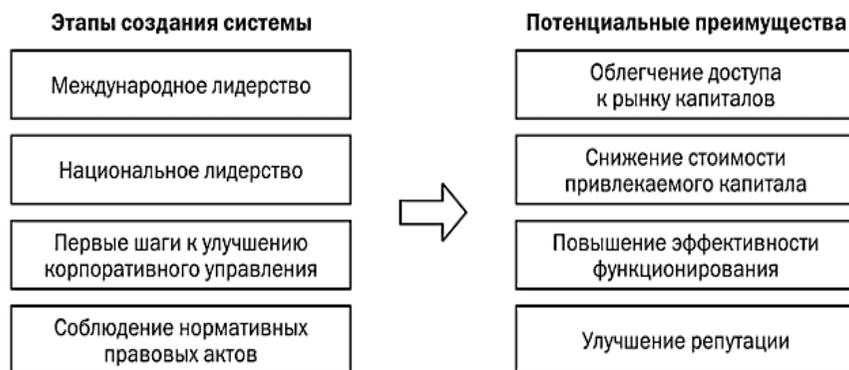


Рис. 4.6. Преимущества эффективного корпоративного управления⁴⁸

Традиционно выделяют три уровня управления в компаниях (рис. 4.7).

⁴⁸ Карапетян Д., Грачева М. Корпоративное управление: основные понятия и результаты исследовательской практики //Управление компанией. 2004. № 1. - С. 49.

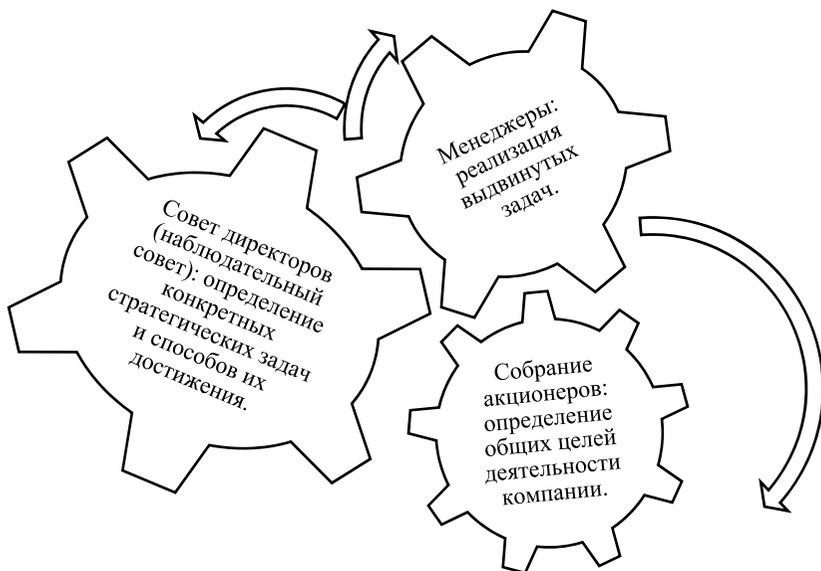


Рис. 4.7. Уровни управления в компаниях

Существование этих трех уровней предполагает разделение ответственности за деятельность компании между различными группами и возможность для владельцев реализовывать контроль над группой, которая напрямую занята управлением. Аналогичным примером в общественно-политической системе может служить демократия, которая основана на таких механизмах, как всеобщие выборы, парламент, правительство. Распределение полномочий между указанными уровнями управления, как правило, закреплено в уставе компании и в законе, который регулирует ее деятельность.

Основная цель механизмов корпоративного управления заключается в обеспечении ответственности Наблюдательного совета (НС) перед акционерами, менеджмента - перед НС, собственников крупных пакетов акций - перед миноритарными акционерами, корпорации - перед работниками и покупателями, обществом в целом.

Основными механизмами корпоративного управления, используемыми в странах с развитой рыночной экономикой, выступают:

1. Участие в Наблюдательном Совете. НС представляет собой сформированную группу лиц, которая свободна от деловых и иных взаимоотношений с компанией и ее менеджерами и обладает

определенным уровнем знаний о деятельности компании. Данная группа осуществляет надзорные функции от имени владельцев (акционеров/инвесторов) и других заинтересованных групп.

2. Враждебное поглощение. Суть данного механизма заключается в том, что акционеры, которые оказались, разочарованы в результатах деятельности своей компании, могут свободно продать свои акции. Если такие продажи несут массовый характер, то падение курсовой стоимости акций может позволить другим компаниям, купив их, получить большинство голосов на собрании акционеров. Это, в свою очередь, позволит заменить прежних управляющих на новых, которые смогут реализовать потенциал компании.

Недостатком этого механизма является то, что процесс поглощения может оказаться дорогостоящим, дестабилизировать на определенный срок деятельность как компании покупателя, так и приобретаемой компании. Кроме того, такая перспектива может поощрять менеджеров к работе только в рамках краткосрочных программ, из-за опасения, что долгосрочные инвестиционные проекты негативно скажутся на уровне курсовой стоимости акций их компаний.

3. Получение полномочий по доверенности от акционеров. Данный механизм распространен в странах с развитым фондовым рынком. Практика предусматривает, что менеджмент компании, извещая акционеров, о предстоящем общем собрании, просит у них доверенность на право голосовать принадлежащим им числом голосов и обычно получает таковую от большинства акционеров. Однако группа акционеров или иных лиц, которая недовольна менеджментом компании, также может попытаться получить от большого числа (или большинства) других акционеров доверенности на участие в голосовании от их имени и провести голосование против действующего менеджмента компании.

4. Банкротство используется кредиторами, если компания не в состоянии осуществлять платежи по своим долгам и кредиторы не одобряют план по выходу из кризисного состояния, который предлагается менеджментом компании.

В рамках данного механизма ориентация происходит, как правило, на интересы кредиторов, а требования акционеров в отношении активов компании будут удовлетворены в последнюю очередь.

Таким образом, главные элементы системы корпоративного управления включают:

- Правовые, организационные и другие механизмы взаимодействия лиц, вовлеченных в деятельность компании;
- Способы, с помощью которых акционеры и другие лица, вовлеченные в деятельность компании, представляют свои интересы.

Понятие, признаки и структура корпоративного права.

Корпоративные отношения по своей природе многогранны и обладают общими и уникальными чертами, нуждающиеся в исследовании и дифференциации в зависимости от потребностей дальнейшего совершенствования законодательства. Одним из основных показателей того или иного уровня развития корпоративных отношений выступают корпоративные акты, по которым судят об эффективности деятельности корпорации (по характеру взаимодействия между ее членами).

Понятие «корпоративного права», означает систему правил поведения, разработанных на предприятии в организации выражающих воли её коллектива и регулирующих различные стороны деятельности данной организации. Объектами правоотношений, регулируемых корпоративными нормативными актами являются учреждение, управление, финансы, ценные бумаги, трудовые отношения, договорная деятельность (Рис.4.8).

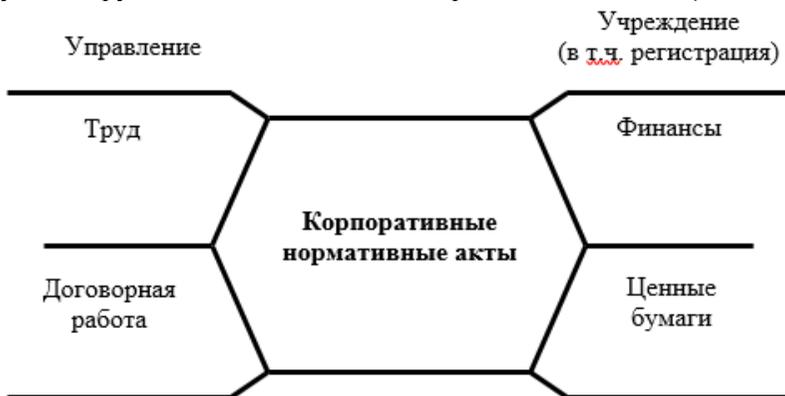


Рис. 4.8. Объекты корпоративного регулирования

Предмет корпоративного права составляют корпоративные отношения, то есть различные виды общественных отношений, нуждающихся в правовом регулировании.

Предмет корпоративного права включает в себя три основных группы отношений, которым присуща корпоративная природа:

1. Отношения «внутреннего» порядка, которые складываются внутри корпорации. Данные отношения развиваются путем воздействия на них гражданского права и трудового права, например: заключение учредительного договора между учредителями, трудовых договоров с работниками, разработка и введение правил внутреннего трудового распорядка организации и т.п.

«Внешние» отношения представляют собой как гражданско-правовую природу: заключение гражданско-правовых договоров; так и публично-правовую природу, например: бухгалтерская и налоговая отчетность, контроль и надзор государственных органов, судебная защита прав.

2. Отношения, которые возникают между корпоративными объединениями и образованиями.

3. Отношения, касающиеся государственно-правового регулирования корпоративной деятельности.

Данные группы общественных отношений составляют предмет «корпоративного права» и представляют собой совокупность общественных отношений, регулирование которых строится за счет норм различной отраслевой принадлежности.

Признаки корпоративного права представлены в рисунке 4.9.



Рис. 4.9. Признаки корпоративного права

Основные элементы структуры акционерного права состоят из:

1. Норм и правил статусного права – издаваемых государственными органами и упорядочивающие деятельность АО (централизованные нормы). Законы о компаниях, законодательство о ценных бумагах, о несостоятельности, законы о защите прав акционеров, инвестиционное и налоговое законодательство.

2. Норм, издаваемые самими АО, регулирующих их внутреннюю жизнь (акционерные корпоративные нормы): соглашения о добровольно принятых стандартах корпоративного управления/поведения и внутренние нормы, регулирующие порядок его осуществления на уровне компаний (требования к листингу корпоративных ценных бумаг, кодексы и рекомендации по корпоративному управлению).

3. Норм, содержащиеся в так называемых организационных договорах, то есть соглашениях, направленных на установление, продолжение, прекращение (одним словом, на организацию) делового сотрудничества с контрагентами.

4. Общественной практики и культуры ведения бизнеса.

Соотношение императивных и диспозитивных норм управления, акционерного и корпоративного права.

На поведение субъектов корпоративных правоотношений можно воздействовать как императивными нормами управления, то есть властно-побудительными, которые направлены на обеспечение выполнения предписаний, с соблюдением безоговорочного подчинения; так и диспозитивными нормами управления, или же автономными, которые предусматривают возможность выбора разных вариантов поведения субъектами корпоративных правоотношений, а также предоставляют значительные пространства для свободного волеизъявления (Рис. 4.10).

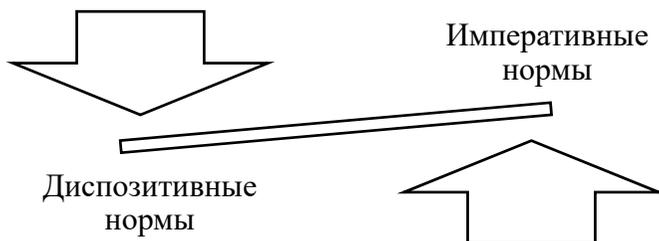


Рис. 4.10. Соотношение императивных и диспозитивных норм управления

Императивные нормы представляют собой обязательные и не допускающие какой-либо иной трактовки предписаний или отступлений. К ним относится большая часть норм корпоративного права.

Диспозитивные нормы предписывают определенный вариант того или иного поведения, оставляя возможность субъектам корпоративных правоотношений урегулирования отношений в пределах законных средств по своему усмотрению. Они представляют участникам широкую автономию, где стороны могут самостоятельно договориться о взаимных правах и обязанностях.

Нормы корпоративного права – это своего рода определенные правила поведения, разрабатываемые органами управления, которые направлены на регулирование отношений, которые формируются внутри корпорации и распространяются только на субъекты этих отношений.

Нормы корпоративного права не имеют качественной определенности, так как могут меняться конкретные участники корпорации. Однако, при этом корпоративные нормы сохраняют свою силу до того времени, пока они не будут отменены принятыми их органами управления корпорации. Нормы корпоративного права, как правило, оформлены в письменных документах. Особенно необходимы корпоративные акты в крупных корпорациях, в которых просто невозможно упорядочить внутреннюю жизнь коллектива без соответствующих нормативных документов.

Требования к корпоративным нормативным актам.

Корпоративные нормативные акты – это документы органов управления корпорации, которые содержат корпоративные нормы. Корпоративные акты создаются имеющимися на предприятии органами управления, компетентными в решении тех или иных вопросов производственной и социальной жизни коллектива. В них в той или иной мере должна выражаться воля коллектива, отсюда проистекает их властность, даже некоторая авторитарность, а также официальность и обязательность.

Для корпоративного акта, как для понятия, характерны следующие признаки:

- Корпоративный акт сочетает в себе правотворческий и правореализационный аспекты технологии подготовки;
- Корпоративный акт принимается юридическим лицом, которое построено на началах членства;
- Характеризуется большей оперативностью принятия, нежели законодательные акты;
- Корпоративный акт имеет действие на всех участников корпорации, в зависимости не от их нахождения на ее территории, а от их членства в ней.

В теории права существует несколько подходов к классификации корпоративных актов, которые представлены в рисунке 4.11.

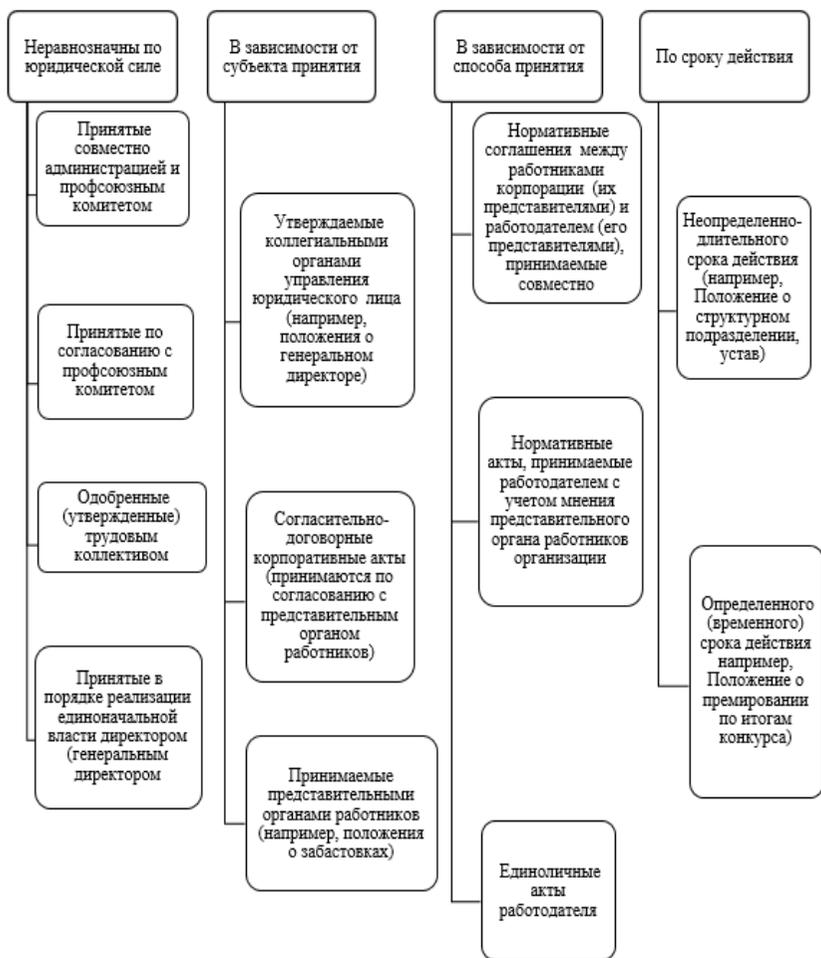


Рис. 4.11. Классификация корпоративных актов

Т. В. Кашанина рассматривает «законодательные нормы» и «корпоративные нормы» не как подчиненные, а как соподчиненные⁴⁹ и представляет, на наш взгляд, наиболее развернутую классификацию нормативных актов (рис.4.12).

⁴⁹ Кашанина Т. В. Корпоративное право. М., 2010. - С. 228.



Рис. 4.12. Классификация Т.В. Кашаниной

Концептуальные основы формирования корпоративных отношений и корпоративного права в Республике Узбекистан.

Создание корпоративных предприятий в Узбекистане напрямую связано с процессом разгосударствления и приватизации, начатым с первых дней обретения республикой независимости.

Узбекская модель разгосударствления и приватизации определила и первичные характеристики корпоративного управления, законодательная основа которого стала складываться в первые годы реформ. Приватизация, в том числе и преобразование государственных предприятий в акционерные общества, является способом быстрого введения прав частной собственности; она также открывает перспективы для установления действенного корпоративного контроля над деятельностью предприятия.

Если процесс разгосударствления и приватизации явился предпосылкой создания корпораций в Республике Узбекистан, то институциональной основой формирования в них системы корпоративного управления стал принятый в 1996 году, Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».⁵⁰ В целом этот закон, как с функциональной точки зрения, так и в аспекте содержания основных норм по регулированию корпоративных отношений, оказался «самодостаточным», или на английском языке — «*self enforcing*», что буквально переводится как «сам обеспечивающий свое исполнение». При его разработке авторы опирались на три основных постулата:

- во-первых, закон должен учитывать специфические условия того государства, в котором он будет имплементироваться;
- во-вторых, несмотря на специфичность той юрисдикции, в которой закон будет применяться, в настоящее время проблемы корпоративного права во многих государствах идентичны;
- в-третьих, несмотря на трудности создания закона для новых и сложных условий, многие проблемы корпоративного права не являются «не решаемыми».

Рассмотрим подробнее значение каждого из этих постулатов. Представляется, что, скорее всего, самым сложным для авторов было учесть первый постулат. Как уже говорилось, закон должен учитывать специфические условия того государства, в котором он будет применяться. Б.Блэк и Р.Крекман⁵¹ выделяют пять национальных факторов, формирующих корпоративное право данной страны:

⁵⁰ Новая редакция закона была принята в 2014 году.

⁵¹ Б. Блэк и Р.Крекман «Самодостаточная модель корпоративного права».- М.: Дело, 1999. - С. 18.

- 1) цели корпоративного права;
- 2) развитость рынка ценных бумаг и связанных с ним институтов;
- 3) развитость и надежность правовых институтов;
- 4) структура владения в публичных компаниях;
- 5) культурно-моральные ожидания участников корпоративного объединения.

В процессе приватизации в Узбекистане, как кстати и в других странах на пост советском пространстве, сложилась инсайдерская модель структуры собственности. Держателями акций своих предприятий стали многие руководители прежних государственных предприятий, либо новые собственники контролируют деятельность корпораций через владение крупными пакетами акций.

Учитывая сохраняющийся высокий уровень монополизации отечественной экономики различия между общественными и частными деньгами в Узбекистане часто размыты. Это на самом деле дает гораздо больше оснований для государственного вмешательства, чем первоначально предполагалось. Государство до сих пор владеет крупными пакетами акций приватизированных предприятий, которые производят существенную долю ВВП, что требует более пристального внимания к роли государства в переходной экономике. Другая особенность структуры собственности, сложившейся в ходе приватизационного процесса заключается в незначительном объеме владения акциями физическими лицами.⁵²

Корпоративное управление, как уже неоднократно отмечалось выше, определяется как набор координирующих механизмов, при помощи которых различные заинтересованные субъекты производят и распределяют продукцию предприятия. Эти заинтересованные субъекты могут также владеть ресурсами, необходимыми для организации производства (то есть, с одной стороны, капиталом, техническими и управленческими навыками и, с другой стороны, определенными правами и обязательствами по отношению к предприятию).

⁵² Р.И. Яушев, М.Б. Хамидулин, К.Ф. Толипов, Ж.А. Фаттахова Проблемы внедрения корпоративного управления в Узбекистане // Рабочий доклад 2006/1.- Ташкент. Центр экономических исследований. 2006.

В этой связи механизмы корпоративного управления способные разрешить проблемы агентства и дающие возможность аутсайдерам хотя бы частично принимать участие в управлении предприятиями, которые приводят Е. Фелпс, Р. Фридман и др.⁵³ работают со «скрипом». Эти механизмы можно сгруппировать по четырем категориям:

1. Побудительные механизмы (то есть выделение менеджерам пакета акций или другие формы оплаты, угроза увольнения, репутация менеджера);

2. Рыночные механизмы (соревнование и угроза банкротства);

3. Механизмы вкладчиков (перераспределение прибылей, вмешательство активных инвесторов);

4. Долговые обязательства (общественные и частные).

Хотя данные механизмы часто упоминаются в качестве движущей силы успеха некоторых экономик, представление о том, что копирование этих схем в переходной экономике приведет к более эффективному корпоративному управлению, кажется не слишком обоснованным. Так, узбекские менеджеры, являясь, как правило, одновременно и крупными собственниками, не испытывают угрозы увольнения, непредсказуемость в политике управления государственной долей и доступ к ресурсам компании толкают менеджеров на материальное возмещение своих усилий, и получение отдачи на вложенные инвестиции через механизмы завышения затрат на производство. Вкупе с патерналистической политикой государства к собственным предприятиям, отсутствием реальной конкуренции с ведущими мировыми производителями, позволяет отечественным предпринимателям выживать, несмотря на затратный метод ценообразования, сохраняющийся во многих узбекских фирмах.

Поэтому, как отмечал Р. Фридман: «Несмотря на кажущуюся взаимную выгоду, предлагаемую определенными структурами, основанными на системе побудительных стимулов, некоторые структуры управления оказываются неспособными в погоне за выгодой выработать достаточно убедительные стимулы для

⁵³ E. Phelps, R. Frydman, A. Rapaczynski & A. Shleifer, 'Needed Mechanisms of Corporate Governance and Finance in Eastern Europe', Working Paper, 1993, No. 1. European Bank for Reconstruction and Development.

менеджеров, так же, как и для служащих».⁵⁴ Иными словами, вероятность того, что, несмотря на все усилия, сговор между менеджерами и внешним наблюдателем (*board member*), роль которого в крупных отечественных предприятиях представляет управляющие государственными пакетами акций, все же произойдет, остается достаточно высокой.

Решение данной проблемы видится в необходимости четкого представления о роли так называемых «заинтересованных субъектов» (*stakeholders*).⁵⁵ Корпоративное управление определяется как набор координирующих механизмов, при помощи которых различные заинтересованные субъекты производят и распределяют продукцию предприятия. Эти заинтересованные субъекты могут также владеть ресурсами, необходимыми для организации производства (то есть, с одной стороны, капиталом, техническими и управленческими навыками и, с другой стороны, определенными правами и обязательствами по отношению к предприятию).

Структура управления с точки зрения этой теоретической предпосылки заключается в распределении различных прав, касающихся рычагов управления, финансовых потоков, имущества должников, активов и пассивов и информации заинтересованным лицам. Такие права и обязательства координируются рыночными механизмами и являются субъектами государственного регулирования. Все остаточные права и обязательства принадлежат владельцам предприятий.

Отсутствие слоя эффективных частных собственников приводит к тому, что руководители исполнительного органа оказываются вне контроля частных акционеров (рыночный контроль), поскольку последние не берут на себя ответственность за решения и, соответственно, за результаты работы, надеясь на других, имеющих большее количество акций, что западные

⁵⁴ E. Phelps, R. Frydman, A. Rapaczynski & A. Shleifer. Упомянут.соч. Р. 187.

⁵⁵ Под «заинтересованными субъектами» здесь и далее понимаются отдельные личности, группы лиц или юридически самостоятельные структуры, проявляющие интерес к данному предприятию, который может выражаться в ресурсах (например, в капитале или определенном наборе прав или обязательств).

экономисты называют проблемой «бесплатного проезда» (*free raider*). В результате, разгосударствление, не смогло коренным образом изменить отношения собственности во всех сегментах экономики Узбекистана. Не был активизирован и процесс послеприватизационного перераспределения акций, который мог бы в значительной степени ослабить первоначальную нерациональность структуры их распределения. Происходит это вследствие отсутствия зрелого, ликвидного и хорошо отрегулированного фондового рынка.

Нормативно-правовое обеспечение корпоративного управления в Республике Узбекистан.

Корпоративное управление в Узбекистане регулируется, во-первых, Гражданским кодексом РУз, во-вторых, Законами «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», «О рынке ценных бумаг», «Об обществах с ограниченной ответственностью» «О хозяйственных товариществах», в-третьих, нормативными актами Президента, Правительства и государственных органов, регулирующих корпоративные отношения в стране (Агентство по управлению государственными активами, Департамент по развитию рынка капитала Министерства финансов) и в совокупности включает:

1. Законодательство Республики Узбекистан.
 2. Подзаконные акты — указы и постановления Президента, постановления Правительства, ведомственные нормативно-правовые акты.
 3. Правовые позиции судов.
 4. Устав, внутренний регламент (кодексы) и иные внутренние документы корпораций.
 5. Нормы, устанавливаемые различными договорами (учредительный договор, договор доверительного управления и др.).
 6. Общепринятые в хозяйственном сообществе нормы этики и культуры деловых отношений.
 7. Обычаи.
- Отсюда формула хорошего корпоративного управления может иметь вид (Рис. 4.13):

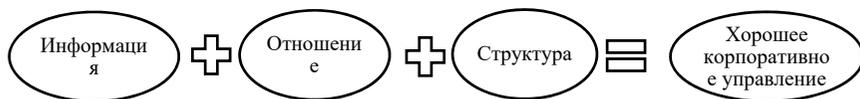


Рис. 4.13. Формула корпоративного управления

С формальной точки зрения узбекское корпоративное законодательство достаточно развито, но необходимо укреплять механизмы правоприменения, ужесточать требования по соблюдению прав акционеров, раскрытию информации и т. д. Это проявляется как в прямом государственном регулировании отдельных сторон финансово-хозяйственной деятельности компаний посредством установления квот, цен, лимитов, использования механизма вертикально интегрированного управления (через отраслевые управляющие акционерные общества, ассоциации), института государственных поверенных и государственных управляющих, так и во вмешательстве местных органов власти в деятельность компаний. Таким образом, одним из основных внешних факторов, оказывающих влияние на уровень и содержание корпоративного управления на предприятиях, является незначительное различие между функциями государства как акционера, с одной стороны, регулирующего и контролирующего органа, с другой стороны.

Корпоративные нормы нельзя назвать абсолютно автономными, этого не позволяет сделать действующее законодательство, но и абсолютно подчиненными законодательным нормам их назвать тоже нельзя. Конечно корпорация не может существовать без определенных рамок, санкционированных государством, так как есть прямая угроза установления в ней хаоса, а с другой стороны, данные рамки не должны превратиться в «железную руку» государства.

Институциональные основы корпоративного управления составляют механизмы, функционирующие на основе и в рамках определенных правил норм и стандартов, выработанных государственными регулирующими органами, судебными органами, самими деловыми кругами. Совокупность этих правил норм и стандартов составляют институциональную основу

корпоративного управления. Результатом этого стало формирование институциональной структуры корпоративного управления в Республике Узбекистан, которая представлена в рис. 4.14.

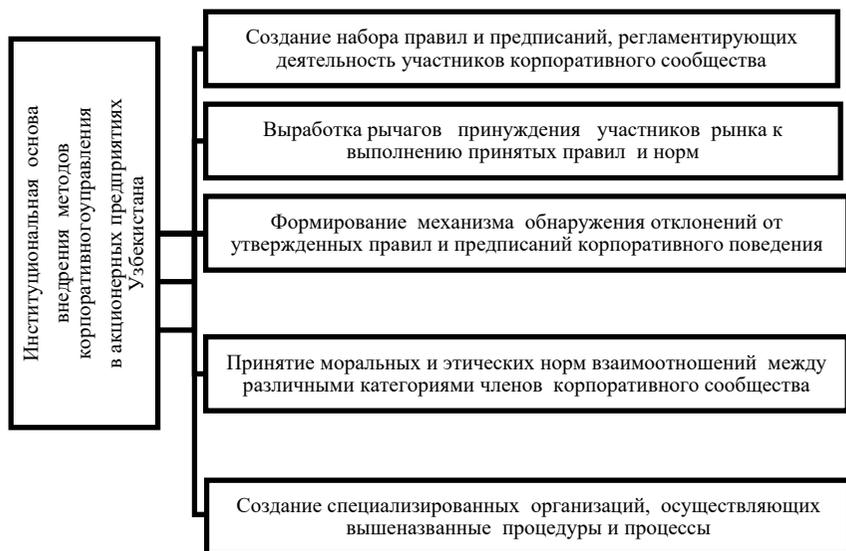


Рис. 4.14. Институциональная основа внедрения методов корпоративного управления в акционерных предприятиях Узбекистана

Корпоративное законодательство Республики Узбекистан следует общепризнанным в мире принципам и обеспечивает:

- Защиту прав акционеров, предварительное урегулирование и разрешение возникающих конфликтов интересов;
- Равное отношение ко всем группам акционеров, включая мелких и иностранных акционеров, обеспечивающее каждому из них одинаково аффективную защиту в случае нарушений их прав;

— Соблюдение установленных законодательством прав заинтересованных лиц и поощрение сотрудничества всех субъектов корпоративного управления в развитии корпорации;

— Информационную открытость компании, своевременное и полное раскрытие информации по всем существенным вопросам ее финансово-хозяйственной деятельности;

— Эффективное выполнение управляющими своих функции, а также подотчетность органов управления и самой компании, и акционерам.

С 2015 года в АО Узбекистана принят типовой Кодекс Корпоративного управления, который установил требования к: Уставным документам эмитента; Дивидендной политике эмитента; Процедуре созыва и проведения Общего Собрания акционеров эмитента; Процедуре голосования по доверенности; Правилам формирования Наблюдательного Совета; Порядку определения вознаграждения членам Совета; Порядку осуществления-контроля над деятельностью независимого аудитора; Процедурам внутреннего контроля над совершением сделок с использованием инсайдерской информации, а также за совершением сделок, в которых имеется заинтересованность; Процедурам принятия решений, связанных с реорганизацией и ликвидацией эмитента; Процедурам принятия решений об эмиссии ценных бумаг и осуществлении корпоративных действий (крупные приобретения и продажа активов, слияния, поглощения); Принципам отношений эмитента с органами государственной власти и органами местного самоуправления.

Необходимо отметить, что Кодекс не является нормативным актом, носит рекомендательный характер и представляет собой свод рекомендаций по основным компонентам процесса корпоративного управления в компаниях. Целью применения Кодекса является защита интересов всех акционеров независимо от размера пакета акций, которым они владеют. Чем более высокого уровня защиты интересов акционеров удастся достичь, тем на большие инвестиции смогут рассчитывать узбекские акционерные общества, что окажет положительное влияние на экономику Узбекистана в целом.

Устав - учредительный документ организации, который содержит определенные сведения, которые установлены Законом. Должен утверждаться учредителями единогласно. Внесение в Устав

общества изменений, возможно только путем общего собрания с квалифицированным большинством голосов. Положения Устава имеют значение для третьих лиц (в частности, они являются условием признания сделок недействительными), а внутренние документы регулируют внутренние отношения в корпорации и, как правило, не имеют значения для третьих лиц.

К внутренним документам корпорации относятся утвержденные учредителями (участниками корпорации), а также иные документы, принимаемые компетентными органами корпорации и регулирующие корпоративные отношения.

Внутренние документы обязательны для всех участников, членов органов корпорации не в силу публичного принуждения, а исходя из самой сущности корпоративной формы организации предпринимательской деятельности. Она заключается в том, что участники корпорации при вступлении в нее добровольно приняли на себя бремя подчинения воле большинства, которая, в частности, выражается в принятии внутренних документов и их исполнении.

«Нормативность» внутренних документов носит локальный, ограниченный рамками корпорации характер и обладают следующими основными чертами:

1. Они основаны на нормативных правовых актах, обеспечивают их реализацию и не могут им противоречить. Принимаются в рамках диспозитивного регулирования и не вопреки императивному запрету.

2. Утверждаются учредителями (участниками) корпорации или принимаются компетентными органами корпорации в установленном порядке.

3. В отличие от организационно-распорядительных документов (приказов, распоряжений руководителя, решений коллегиальных органов управления по отдельным вопросам), носящих индивидуально определенный характер, содержат общие предписания, рассчитаны на многократное применение и распространяются на всех соответствующих субъектов корпоративных отношений.

4. Учитываются судебными и правоохранительными органами при рассмотрении споров, вытекающих из внутренней деятельности корпорации.⁵⁶

Вопросы для самопроверки знаний:

1. В чем особенности формирования корпоративного права предпринимательской деятельности?
2. Какие критерии характеризуют корпорацию в качестве сложной хозяйственной структуры?
3. Какова структура акционерного права?
4. Какие основные рычаги институционального обеспечения корпоративного управления в Республике Узбекистан?
5. Что такое корпоративный нормативно-правовой акт?
6. В чем заключается социальная природа корпоративного права?
7. Объясните взаимосвязь различных уровней корпоративного права.
8. В чем суть различных аспектов реализации механизма корпоративного управления?
9. Назовите особенности и актуальность разработки внутренних корпоративных документов.
10. Охарактеризуйте нормативно-правовое обеспечение корпоративного управления в Республике Узбекистан.

⁵⁶ Корпоративное право в таблицах и схемах. / И. С. Шиткина - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: Юстицинформ, 2016. - С.30.

ТЕМА 5. ОРГАНЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ И ИХ ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ С ИСПОЛНИТЕЛЬНЫМ ОРГАНОМ

«Хуже программы, которая не работает, когда нужно, может быть программа, которая работает, когда не нужно».

Боб Арчер, американский программист

Учебные вопросы:

Принципы формирования и «разграничение прав» органов корпоративного управления. Общее собрание акционеров. Виды, компетенция и исключительная компетенция Общего собрания акционеров. Формирование повестки дня и механизм принятия решения Общим собранием акционеров. Кворум Общего собрания акционеров. Протокол и типичные ошибки в подготовке и проведении Общего собрания акционеров.

Полномочия и права Наблюдательного совета. Компетенция Наблюдательного совета. Эффективное использование компетенции Наблюдательного совета. Основные сферы деятельности Наблюдательного совета. Необходимые качества для члена Наблюдательного совета.

Исполнительный орган. Принципы вознаграждения высших управляющих общества.

Функции и задачи Корпоративного секретаря общества. Порядок назначения Корпоративного секретаря. Ответственность Корпоративного секретаря. Создание эффективной системы взаимоотношений органов управления в АО Узбекистана.

Принципы формирования и «разграничение прав» органов корпоративного управления.

Корпорация, являясь субъектом рыночной экономики, функционирует в конкретных условиях, производит определенную продукцию, проводит исследования в области маркетинга, осуществляет различные финансовые операции – все эти процессы требуют контроля, планирования, а также скоординированной деятельности между всеми участниками корпорации. Реализация данных процессов обеспечивается в рамках корпоративного управления, направленного на функциональные области: производство, маркетинг, финансы, инновации, персонал.

Корпоративное управление имеет сложную иерархическую структуру, состоящую из нескольких управленческих уровней,

каждый из которых имеет свои полномочия (соответствующую ответственность) и подотчетных друг другу. Законодательством регламентируется состав, компетенция и правила организации высших звеньев управления корпорацией. Этими звеньями управления, которые образуют подсистему высшего руководства, являются Общее собрание акционеров, Наблюдательный совет и Правление. В акционерных обществах, крупные пакеты акций которых принадлежат государству, подсистема высшего руководства дополняется управляющим (коллекцией управляющих), который представляет интересы государства в рамках компетенции по управлению государственным имуществом.

Представление внутрикорпоративных факторов в виде системы способствует реализации сущностных особенностей корпоративного управления. Ядром всей системы является организационный механизм корпоративного управления, который представлен в рисунке 5.1.



Рис. 5.1. Структура корпоративного управления акционерными обществами в Республике Узбекистан⁵⁷

Основы формирования структуры власти в акционерном обществе:

⁵⁷ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. -Т.: Молия, 2008. - С. 26.

— Высший орган власти в акционерном обществе представляющий собственника объединенного капитала - Общее собрание акционеров общества;

— Высший орган управления в промежутках между общими собраниями акционеров, избираемый акционерами на своем собрании для осуществления надзора за деятельностью общества в целях обеспечения интересов собственника и несущий ответственность перед собственником за управление делами общества – Наблюдательный совет общества;

— Глава общества, руководящий текущей деятельностью общества, назначаемый, как правило, собственником - Генеральный директор общества;

— Орган управления оперативной деятельностью общества, состоящий из профессионалов: управленцев и менеджеров высшего звена – Правления общества;

— Орган, осуществляющий функции контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества общим собранием акционеров в соответствии с уставом общества – Ревизионная комиссия общества, члены которой избирается собственником (общим собранием акционеров).

Корпоративное управление обеспечивает баланс интересов участников корпоративных отношений, а также защищает собственников (акционеров) от менеджеров. Система сдержек и противовесов, используемых в корпоративном управлении:

- 1) Собрание акционеров - Наблюдательный совет
- 2) Наблюдательный совет - Ревизионная комиссия
- 3) Наблюдательный совет - Правление АО
- 4) Наблюдательный совет - Постоянные комитеты акционеров
- 5) Наблюдательный совет - Комитет миноритарных акционеров
- 6) Наблюдательный совет - Институт независимых директоров
- 7) Правление АО - Служба внутреннего аудита АО
- 8) Правление АО - Корпоративный секретарь АО
- 9) Финансовые службы АО - Служба внутреннего аудита АО
- 10) Ревизионная комиссия АО - Служба внутреннего аудита АО
- 11) Регламенты работы АО - Кодекс корпоративного управления

Общее собрание акционеров.

Высшим органом управления общества является Общее собрание участников. Каждый участник общества имеет на общем собрании число голосов, пропорциональное его доле в уставном фонде (за исключением отдельных случаев, например, при кумулятивном голосовании). Общее собрание акционеров АО является формой (способом) реализации акционерами своих прав по управлению АО путем участия в собрании и голосовании по вопросам, вынесенным на решение Собрания. В этом случае АО приобретает гражданские права и принимает на себя гражданские обязанности через решения его участников (акционеров).

Общество обязано проводить, не позднее 6 месяцев после завершения финансового года, очередное годовое Общее собрание и может проводить внеочередные Общие собрания акционеров (Табл.1).⁵⁸ В обществах с количеством акционеров менее тридцати Общее собрание акционеров может выполнять функции Наблюдательного совета.⁵⁹

Для Общего собрания акционеров характерны следующие черты:

1. Оно является высшим органом управления акционерным обществом.

2. Данный орган обособлен от управления акционерным обществом, то есть Общее собрание ни при каких обстоятельствах не может осуществлять непосредственные функции управления активами акционерного общества.

3. Посредством данного органа акционеры управляют акционерным обществом. Речь идет об акционерах, которые располагают акциями с правом голоса. Все другие акционеры в большинстве случаев не принимают участия в работе Общего собрания.

4. Данный орган является органом владельческого контроля над акционерным обществом.

5. Общее собрание акционеров обладает исключительными компетенциями, а также компетенциями,

⁵⁸ Ст. 58 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

⁵⁹ Ст. 74 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

которые оно может передать другим органам корпоративного управления, в частности Наблюдательному совету.

Таблица 1

Виды общих собраний акционеров

По периодичности проведения	
<i>Годовое собрание акционеров</i>	<i>Внеочередное собрание акционеров</i>
Проводится один раз в год в сроки, установленные уставом акционерного общества, но не ранее чем через два месяца и не позднее чем через шесть месяцев после окончания финансового года акционерного общества.	Проводится помимо годового в течение данного года по инициативе акционеров или органов управления общества.
По форме проведения	
Очная	Заочная
Организуется на основе непосредственного присутствия акционеров или их представителей. Решения на них принимаются при непосредственном участии акционеров или их представителей в обсуждении повестки дня и в голосовании.	Собрания, на которых голосование акционеров по вопросам повестки дня осуществляется заочно, без предоставления им возможности совместного присутствия для обсуждения и принятия решений.
Для данной формы организации общего собрания характерно то, что оно может быть проведено как годовое, так и внеочередное и на нем может решаться любой вопрос, отнесенный к его компетенции.	– В этой форме не могут быть приняты решения по вопросам избрания совета директоров, ревизионной комиссии, утверждение аудитора общества, годового отчета, бухгалтерского баланса, счета прибылей и убытков общества, а также о распределении прибылей и убытков общества.
	– Голосование проводится только с использованием бюллетеней, независимо от количества акционеров;
	– Не может быть проведено путем заочного голосования новое общее собрание акционеров взамен несостоявшегося, которое должно было быть проведено путем совместного присутствия.

Формирование повестки дня и механизм принятия решения Общим собранием акционеров. Порядок формирования повестки дня Общего собрания акционеров представлен в Рис. 5.2.

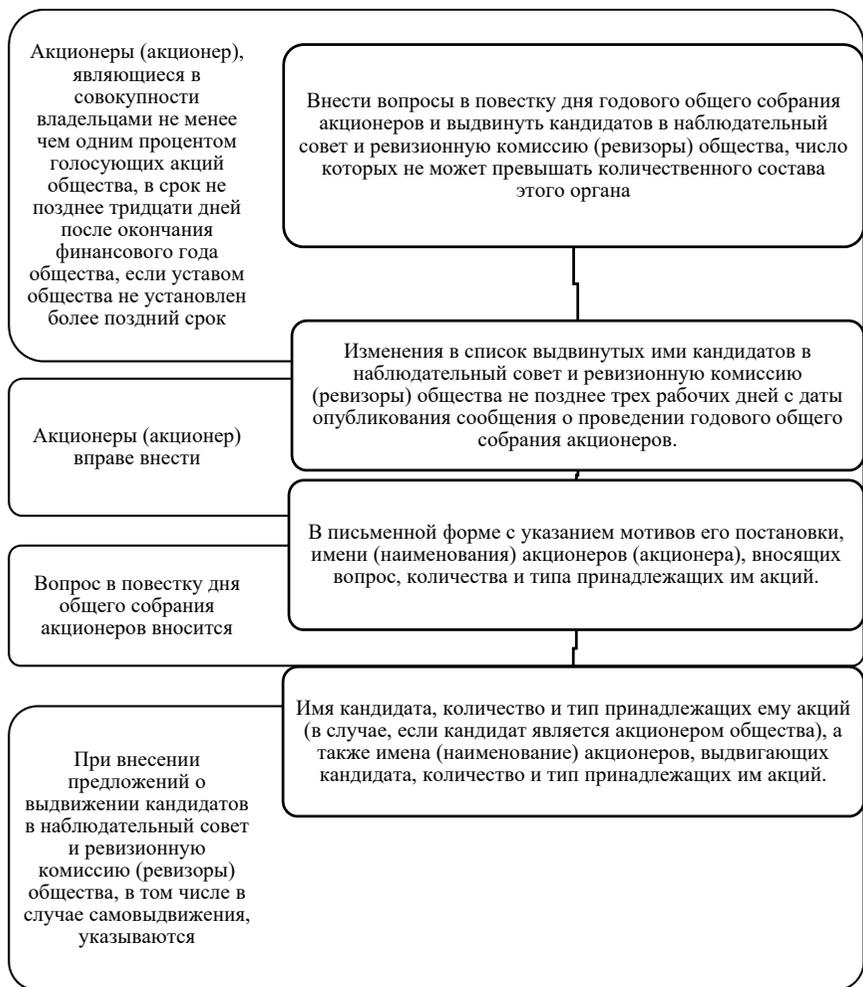


Рис. 5.2. Порядок формирования повестки дня Общего Собрания акционеров

Вопрос, внесенный акционерами (акционером), подлежит включению в повестку дня Общего собрания акционеров, равно как выдвинутые кандидаты подлежат включению в список кандидатур для голосования по выборам в Наблюдательный совет и Ревизионную комиссию (ревизора) общества, за исключением случаев, когда:

— Акционерами (акционером) не соблюден срок, установленный Законом;

— Акционеры (акционер) не являются владельцами предусмотренного количества голосующих акций общества;

— Данные, являются неполными;

— Предложения не соответствуют требованиям.

Мотивированное решение Наблюдательного совета общества об отказе во включении вопроса в повестку дня Общего собрания акционеров или кандидата в список кандидатур для голосования по выборам в Наблюдательный совет и Ревизионную комиссию (ревизора) общества направляется акционерам (акционеру), внесшим вопрос или представившим предложение, не позднее трех рабочих дней с даты его принятия.

Решение Наблюдательного совета общества об отказе во включении вопроса в повестку дня Общего собрания акционеров или кандидата в список кандидатур для голосования по выборам в Наблюдательный совет и Ревизионную комиссию (ревизора) общества может быть обжаловано в суд.

Принятие решений на Общем собрании акционеров.

Голосование на Общем собрании акционеров осуществляется по принципу одна голосующая акция – один голос. Правом голоса на Общем собрании акционеров по вопросам, поставленным на голосование, обладают:

акционеры — владельцы простых акций общества;

акционеры — владельцы привилегированных акций общества в случаях, предусмотренных настоящим Законом.

Голосование на Общем собрании акционеров общества с числом акционеров - владельцев голосующих акций общества более ста по вопросам повестки дня осуществляется только бюллетенями для голосования.

В обществе, состоящим из одного участника, решения по вопросам, относящимся к полномочиям Общего собрания участников, принимаются единственным участником общества единолично и оформляются письменно. Уставом общества может быть предусмотрено образование Наблюдательного совета общества, но это не обязательно.⁶⁰

⁶⁰ Ст. 58 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

В отличие от АО, в котором наиболее существенные вопросы решаются квалифицированным большинством (3/4 голосов акционеров, присутствующих на собрании), в ООО решение наиболее существенных вопросов требует единогласия всех участников общества, а не только присутствующих на собрании. Весьма демократичен порядок в ООО формирования повестки дня собрания участников. Независимо от того, является ли собрание очередным или внеочередным - любой участник общества вправе за 15 дней до собрания внести дополнительные вопросы в повестку дня и они должны быть включены в нее (за исключением вопросов, которые не относятся к компетенции Общего собрания).

*Решение принимается большинством по вопросам.*⁶¹

— $\frac{1}{2}$ голосов, если иное не предусмотрено Законом или Уставом;

— $\frac{3}{4}$ голосов, по вопросам внесение изменений и дополнений в устав общества или утверждение устава общества в новой редакции, реорганизация общества, ликвидация общества, назначение ликвидационной комиссии и утверждение промежуточного и окончательного ликвидационных балансов, определение предельного размера объявленных акций, совершение крупных сделок;

— $\frac{1}{2}$ голосов незаинтересованных акционеров, если сумма сделки, в которой имеется заинтересованность, превышает 5% активов общества или сделка является размещением голосующих акций общества или иных ценных бумаг, конвертируемых в голосующие акции в количестве, превышающем пять процентов ранее размещенных голосующих акций;

— Не менее $\frac{2}{3}$ по вопросам формирования или увеличения государственной доли в уставном фонде (уставном капитале) общества за счет имеющейся налоговой и иной задолженности перед государством, при наличии согласия акционеров (кроме государства).

*Кворум Общего собрания акционеров.*⁶²

⁶¹ Ст. 60 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

⁶² Ст. 68 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

Общее собрание акционеров правомочно (имеет кворум), если на момент окончания регистрации для участия в общем собрании акционеров зарегистрировались акционеры (их представители), обладающие в совокупности более чем пятьюдесятью процентами голосов размещенных голосующих акций общества.

При отсутствии кворума для проведения Общего собрания акционеров объявляется дата проведения повторного Общего собрания акционеров. Изменение повестки дня при проведении повторного Общего собрания акционеров не допускается.

Повторное Общее собрание акционеров, созванное взамен несостоявшегося, правомочно, если на момент окончания регистрации для участия в нем зарегистрировались акционеры (их представители), обладающие в совокупности более чем сорока процентами голосов размещенных голосующих акций общества.

При переносе даты проведения Общего собрания акционеров в связи с отсутствием кворума менее чем на двадцать дней акционеры, имеющие право на участие в Общем собрании, определяются в соответствии с реестром акционеров, имевших право на участие в несостоявшемся Общем собрании.

Регистрация участников Общего собрания и процедура голосования:

- Начало, продолжительность и окончание регистрации определяется решением Наблюдательного совета;
- Регистрация проводится счетной комиссией;
- Регистрация проводится согласно списка лиц, имеющих право на участие в Общем собрании акционеров.

Протокол Общего собрания акционеров.

Протокол Общего собрания акционеров составляется не позднее десяти дней после закрытия Общего собрания акционеров в двух экземплярах. Оба экземпляра подписываются председательствующим на Общем собрании и секретарем Общего собрания.

В протоколе Общего собрания акционеров указываются:
дата, время и место проведения Общего собрания акционеров;
общее количество голосов, которыми обладают акционеры – владельцы голосующих акций общества;

количество голосов, которыми обладают акционеры, принимающие участие в Общем собрании;

председатель (президиум) и секретарь Общего собрания, повестка дня собрания.

В протоколе Общего собрания акционеров должны содержаться основные положения выступлений, вопросы, поставленные на голосование, и итоги голосования по ним, решения, принятые собранием.⁶³

Типичные ошибки в подготовке и проведении Общего собрания акционеров.

На практике не соблюдаются минимальные требования по оповещению акционеров о проведении Общего собрания.

Нарушаются сроки процедур по созыву Общих собраний. Например, нельзя созвать годовое Общее собрание до 15 марта, не нарушая действующих нормативов.

Неполный перечень информации (материалов), предоставляемых акционерам при подготовке к проведению Общего собрания акционеров.

Недостаточно четкие формулировки вопросов повестки дня Общего собрания акционеров и включение в один вопрос для голосования разноплановых проблем, а также наличие в повестке дня Собрания пункта «Разное».

Ошибки и нарушения при созыве, подготовке, проведении, подсчете итогов голосования и оформлении решений Общего собрания акционеров снижают эффективность корпоративного управления в обществе, так как:

— Ослабляется контроль органов управления АО со стороны акционеров;

— Снижается эффективность Исполнительного органа, повышается вероятность действий Исполнительного органа во вред интересам акционеров;

— Деятельность Наблюдательного совета и Ревизионной комиссии начнет носить формальный характер.

Полномочия и права Наблюдательного совета (НС).

НС общества осуществляет общее руководство деятельностью общества, за исключением решения вопросов, отнесенных Законом Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» и уставом общества к

⁶³ Ст. 73 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

компетенции Общего собрания акционеров. Основной функцией НС является осуществление общего руководства деятельностью общества и контроль работы его Правления. Из числа членов НС общества могут создаваться комитеты для рассмотрения наиболее важных вопросов и подготовки рекомендаций НС.

В обществе с числом акционеров — владельцев голосующих акций менее тридцати, уставом общества функции Наблюдательного совета общества могут возлагаться на Общее собрание акционеров. В этом случае устав общества должен содержать указание об определенном лице или органе управления общества, к компетенции которого относится решение вопроса о проведении Общего собрания акционеров.

Для общества с числом акционеров более пятисот количественный состав Наблюдательного совета общества не может быть менее семи членов, а для общества с числом акционеров более одной тысячи — менее девяти членов. Выборы членов Наблюдательного совета общества осуществляются кумулятивным голосованием, при котором число голосов, принадлежащих каждому акционеру, умножается на численный состав НС. Акционер вправе отдать полученные таким образом голоса полностью за одного кандидата или распределить их между двумя и более кандидатами.⁶⁴ Таким образом, реализуется базовый принцип корпоративного управления – справедливость.

Миссия Наблюдательного Совета. Рекомендуются, чтобы каждое общество имело документ, описывающий цели, задачи, полномочия и ответственность Совета, включающий описание Миссии НС и содержащий следующие основные положения:

— Базовая идея деятельности НС – формирование группы лиц, свободных от деловых и иных взаимоотношений с обществом и его деятельности, которые осуществляют надзорные функции от имени владельцев (акционеров/инвесторов) и других заинтересованных лиц;

— Миссия НС заключается в максимальном увеличении стоимости вклада акционеров. В своей деятельности НС должен руководствоваться целями и интересами акционеров.

Компетенция Наблюдательного Совета:

⁶⁴ Ст. 76 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

1. Вопросы исключительной Компетенции НС, которые не могут быть переданы на рассмотрение ни Общему собранию, ни Исполнительным органам. Уставом общества эти вопросы должны быть отнесены только к исключительной компетенции НС;

2. Вопросы исключительной компетенции НС, которые также входят в компетенцию Общего собрания акционеров. Уставом они могут быть отнесены к компетенции либо Общего собрания, либо НС; Вопросы общей компетенции Собрания акционеров, которые не вошли в исключительную компетенцию НС. Уставом общества они могут быть отнесены к компетенции либо Общего собрания, либо НС, либо Исполнительных органов;

4. Вопрос о принятии решения о проверке финансово - хозяйственной деятельности общества Ревизионной комиссией. Уставом общества он должен быть включен одновременно в компетенцию Общего собрания, НС и Ревизионной комиссии;

5. Вопросы, связанные с инициативами по формированию повестки Общего собрания акционеров.

Эффективное использование компетенции Наблюдательного совета предусматривает:

1. Система наблюдения за исполнением решений Общих собраний акционеров и НС.

2. Система обеспечения адекватной обратной связи по обращениям акционеров в НС.

3. Солидарная ответственность НС и Исполнительного органа при составлении и реализации бизнес-плана.

4. Сбалансированная дивидендная политика, учитывающая дивидендные «ожидания» акционеров и потребности производства в реинвестициях.

5. Прямой контроль НС над всеми сделками по приобретению и отчуждению имущества, не относящиеся к основной деятельности АО, а также использованием средств резервного и иных фондов.

6. Взаимодействие с Исполнительным органом, строго в рамках контракта по найму.

Основные сферы деятельности

- Выработка и реализация стратегии компании;
- Обеспечение создания системы управления рисками;
- Текущая финансово - хозяйственная деятельность общества;

- Работа Исполнительного органа (высших менеджеров) компании;

- Работа самого НС и его отдельных членов;

- Подготовка и раскрытие информации о деятельности компании;

- Кризисное управление.

Необходимые качества для члена Наблюдательного Совета:

- Компетентность в корпоративном праве;

- Наличие отраслевых знаний и необходимой профессиональной квалификации;

- Репутация добросовестной, принципиальной и ответственной личности;

- Наличие достаточного времени;

- Способность к эффективному взаимодействию с другими членами НС, менеджерами компании, акционерами;

- Способность высказывать и отстаивать независимое суждение;

- Способность соблюдать баланс интересов участников корпоративных отношений;

- Наличие активной позиции в вопросах защиты интересов акционеров и общества.

Исполнительный орган.

Руководство над текущей деятельностью компании осуществляет ее Исполнительный орган, который может быть коллегиальным и единоличным. Исполнительный орган избирается Общим собранием участников общества если уставом общества решение этих вопросов не отнесено к компетенции Наблюдательного совета общества. В соответствии с уставом общества или по решению Общего собрания акционеров либо Наблюдательного совета общества назначение директора или членов Правления общества осуществляется, как правило, на основе конкурсного отбора, в котором могут принимать участие иностранные менеджеры (Рис. 5.3).⁶⁵

Основные задачи Исполнительного органа:

— Оперативное и тактическое управление;

— Текущее планирование;

⁶⁵ Ст. 79 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

- Представительские функции;
- Заключение соглашений и сделок от имени общества;
- Разработка и реализация текущей хозяйственной политики.

За свою деятельность исполнительные органы несут ответственность перед Общим собранием акционеров и НС. Перед ними же они регулярно отчитываются, чем обеспечиваются принципы корпоративного управления *соответствующей ответственности и подотчетности*.



Рис. 5.3. Исполнительный орган корпоративного управления

Принципы вознаграждения высших управляющих общества.

Политика вознаграждения менеджмента компании устанавливает общие правила разработки критериев и форм вознаграждения менеджмента в компании (рис. 5.4).

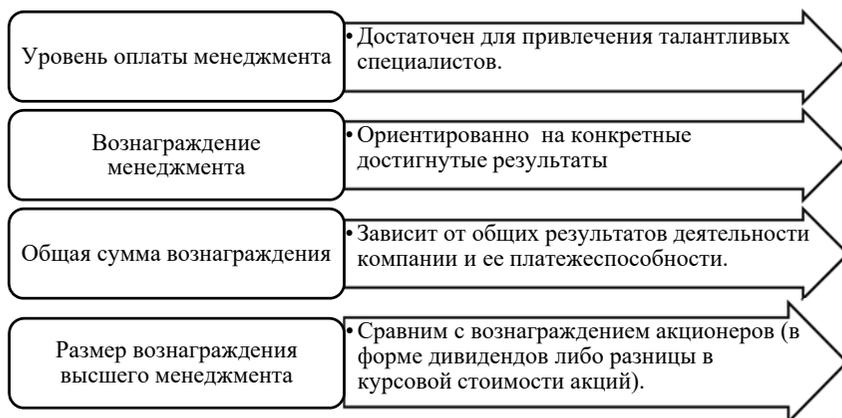


Рис. 5.4. Примеры принципов вознаграждения менеджмента компании

Функции и задачи корпоративного секретаря общества.

Корпоративное законодательство предусматривает в системе корпоративного управления должность Корпоративного секретаря. Его основными функциями и задачами является обеспечение соблюдения органами и должностными лицами общества процедурных требований, гарантирующих реализацию прав и интересов акционеров общества (Рис.5.5).

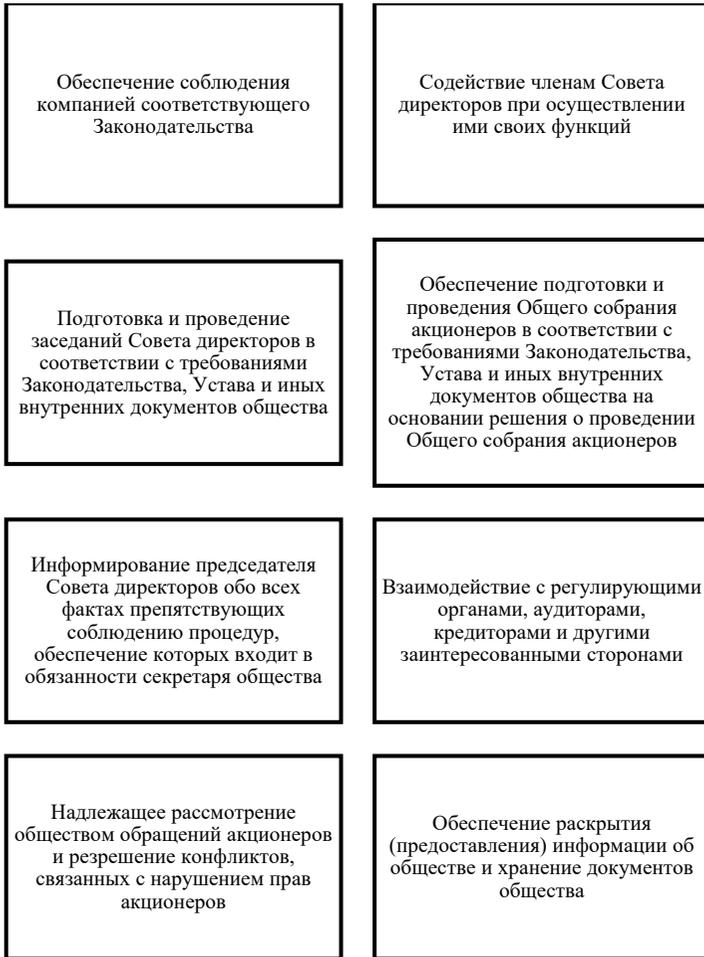


Рис. 5.5. Функции Корпоративного секретаря

Порядок назначения Корпоративного секретаря и его обязанности должны быть изложены в Уставе общества.

Корпоративный секретарь назначается Наблюдательным Советом Общества. При рассмотрении и утверждении кандидатуры Корпоративного секретаря решение принимается Наблюдательным советом простым большинством голосов.

Кандидат на должность Корпоративного секретаря обязан сообщить Наблюдательному совету общества о фактах привлечения его к уголовной, административной и иной ответственности.

Представляя кандидатуру Корпоративного секретаря, Председатель Наблюдательного совета информирует об условиях заключения контракта, размере вознаграждения за исполнение своих обязанностей и согласии кандидата на заключение трудового договора, подтвержденном личным заявлением кандидата.

Кандидат на должность Корпоративного секретаря может присутствовать на заседании Наблюдательного совета при рассмотрении своей кандидатуры.

Ответственность Корпоративного секретаря.

Корпоративный секретарь не должен использовать права, предоставленные его служебным положением, в целях и интересах юридических и физических лиц, с которыми он находится в трудовых отношениях.

Корпоративный секретарь не должен допускать действий по извлечению личных выгод из распоряжения имуществом акционерного общества.

Корпоративный секретарь Общества несет ответственность перед Обществом за ущерб, причиненный ему в результате неисполнения или ненадлежащего исполнения им своих функций, в полном объеме по возмещению ущерба, причиненного Обществу, в соответствии с действующим законодательством Республики Узбекистан и Уставом Общества.

Создание эффективной системы взаимоотношений органов управления в АО Узбекистана.

Законодательство и лучшая практика корпоративного управления распределяет зоны компетенции органов управления следующим образом: общее собрание принимает решения по наиболее важным вопросам деятельности и существования общества, зона ответственности НС - стратегия и контроль за

менеджментом, а исполнительные органы занимаются вопросами управления текущей деятельностью (Рис.5.6).



Рис. 5.6. Зоны компетенции органов корпоративного управления

Компетенция Общего собрания акционеров ограничена Законом, что означает возможность может принимать решения только по вопросам, перечисленным в Законе, но может быть расширена Уставом. Существует несколько альтернатив: вопросы могут быть отданы в компетенцию либо Общего собрания акционеров, либо НС. Например, избрание исполнительных органов или увеличение уставного капитала посредством выпуска дополнительных акций.

При этом компетенция НС Законом не ограничена. Это не означает, что он может решать любой вопрос по своему усмотрению; это значит, что Закон позволяет в Уставе отнести к его компетенции и иные вопросы, и эта возможность используется. Зачастую это собрание акционеров, а НС перегружается большим количеством вопросов, относящихся к оперативному управлению. Компетенция лишается возможности уделять внимание стратегическим вопросам в необходимом объеме.

Компетенция исполнительных органов формируется по остаточному принципу и признаку управления текущей деятельностью. Если в компании сформирован и единоличный, и

коллегиальный исполнительный органы, их компетенция должна быть разграничена Уставом.

В соответствии с потребностями компании акционеры могут выбрать структуры управления от простейшего, то есть Общее собрание акционеров + генеральный директор), до полного набора (Табл. 3).

Таблица 3

Структура органов управления

Варианты структуры	Общее собрание акционеров	Наблюдательный Совет	Коллегиальный исполнительный орган	Единоличный исполнительный орган
1	+	+	+	+
2	+	+	-	+
3	+	-	+	+
4	+	-	-	+

Акционеры могут сформировать структуру управления исходя из масштабов компании, учитывая количество акционеров. Если акции компании востребованы на фондовом рынке, то процедурами включения ценных бумаг в биржевой список, предъявляются свои требования в отношении структуры органов управления.

Законодательство требует обязательного создания только Общего собрания акционеров и единоличного исполнительного органа. НС обязателен только для акционерных обществ с количеством акционеров свыше 30. Коллегиальный исполнительный орган обязательным не является. Если НС или Правление указаны в Уставе, они обязательно должны быть сформированы.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. В чем сущность «разграничения прав» органов корпоративного управления.
2. Перечислите функции и задачи различных уровней корпоративного управления.
3. Перечислите виды общих собраний акционеров и их назначения.
4. На каких принципах основано формирование власти в акционерном обществе?
5. Что входит в компетенцию Наблюдательного совета?
6. Формирование исполнительного органа и его взаимодействие с органами корпоративного управления и контроля.
7. Перечислите основные функции корпоративного секретаря общества.
8. Охарактеризуйте структуру национальной модели корпоративного управления.
9. Каким образом осуществляется порядок формирования повестки дня Общего собрания акционеров?
10. Что такое простое большинство и квалифицированное большинство голосов?

ТЕМА 6. ФУНКЦИИ И ЗАДАЧИ ОРГАНОВ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ

«Работай с умом, а не до ночи»

Луций Анней Сенека

Учебные вопросы:

Система корпоративного контроля. Внешний и внутренний контроль в системе корпоративного управления. Комитет аудита при Наблюдательном совете. Внутренний аудит. Комитет миноритарных акционеров.

Ревизионная комиссия. Правовой статус и состав Ревизионной комиссии. Компетенция Ревизионной комиссии. Объекты контроля Ревизионной комиссии. Требования, предъявляемые к лицам, избираемым в Ревизионную комиссию. Ответственность членов Ревизионной комиссии.

Внешний аудит. Принцип существенности и выборка. Ответственность и критерии независимости внешнего аудитора. Основные направления аудита операций с ценными бумагами акционерного общества.

Система корпоративного контроля.

Корпоративный контроль – это функция управления корпорацией, которая заключается в отслеживании отклонений и коррекции управленческих решений, влияющих на баланс участников корпоративных взаимоотношений. Система корпоративного контроля – это составная часть корпоративного управления, предназначенная для сбалансирования интересов участников корпоративных отношений в процессе их участия в корпоративной деятельности. Основные объекты корпоративного контроля представлены в рис.6.1.



Рис. 6.1. Объекты корпоративного контроля

Сущность корпоративного контроля, несмотря на многообразии субъектов, форм и методов, а также объектов контроля заключается в подтверждении выполнения всеми руководящими органами общества международно-признанных принципов корпоративного управления, разработанных Организацией экономического сотрудничества и развития, а также соответствующего корпоративного законодательства страны и внутренних корпоративных документов.

Исходя из международной практики, корпоративный контроль активно осуществляется в виде:

- Рыночного контроля;
- Акционерного контроля;
- Аудиторского контроля.

Систему корпоративного контроля можно рассматривать в качестве системы своеобразной системы сдержек и противовесов, позволяющих при учете интересов отдельных групп корпоративных отношений не нарушать права других групп. Данная система необходима для обеспечения консолидированной управленческой конфигурации предприятия, при соблюдении которой воплощается принцип институционального распределения и функционального взаимодействия ветвей власти. Эффективная система сдержек и противовесов определяет полномочия каждого участника корпоративных отношений и их равноправие.

Система сдержек и противовесов может быть обеспечена внедрением системы корпоративного контроля, которая предусматривает эффективное сочетание управленческих функций планирования, регулирования и контроля на всех уровнях корпоративного управления.

Контролировать деятельность корпорации означает осуществлять выбор долгосрочных целей, определять ее стратегию и политику (финансовую, производственную), а также формировать предложения по составу Наблюдательного совета и Правления. С этой точки зрения главными видами корпоративного контроля являются:

1. Акционерный контроль, или же контроль за собственностью, позволяющий принимать или отклонять решения теми акционерами, которые имеют необходимое количество голосов.
2. Производственно-хозяйственный контроль, или же контроль за осуществлением предпринимательской деятельности, производством, реализацией продукции (работ, услуг).
3. Финансовый контроль, направленный на распределение финансовых потоков.
4. Управленческий контроль за неформальными и формальными должностными позициями, и принятием решений.

Эффективность корпоративного контроля может быть обеспечена следующими факторами:

- Балансом между максимальным числом участников и оптимальной концентрацией собственности в руках каждого из них. Как правило, компании с ограниченным числом участников пользуются большим доверием у инвесторов.

- Прозрачностью структуры собственности, доступностью информации (финансово-хозяйственная деятельность, сведения о владельцах акций, членах Наблюдательного совета и Правления, бухгалтерский баланс и так далее).

- Соблюдением принципа «одна акция – один голос» в отношении всех акционеров, что обеспечит равноправие и равное распределение прибыли.

- Своевременностью уведомления акционеров о проведении собраний.

- Созданием Наблюдательного совета, обеспечение возможности досрочного прекращения его полномочий, ограничение представительства заинтересованных лиц в нем (то есть не более половины участников, другую половину должны составлять независимые члены). Недопустимость совмещения должностей: председателя Наблюдательного совета и Правления.

- Формированием в составе Наблюдательного совета независимыми комитетами аудита, внутреннего контроля и так далее.

- Наличием свода правил корпоративного поведения, который отражает систему ценностей, принципы вознаграждения.

- Применением международных стандартов бухгалтерского учета.

- Использованием правил осуществления заинтересованных сделок.

- Четким распределением полномочий между различными органами управления корпорацией, соблюдением принципа квалифицированного большинства при принятии особо важных решений.

- Надежным механизмом контроля за действиями менеджеров.

Таким образом, корпоративный контроль может базироваться как на материальных началах, которые включают в себя собственность владения акциями, финансовыми ресурсами; так и на нематериальных началах, то есть власти, интеллекте и рабочей силе.

Внешний и внутренний контроль системы корпоративного управления.

Внешний контроль реализации корпоративного управления предусматривает контроль за деятельностью общества со стороны внешнего окружения корпорации, имеющей различные интересы и обладающими соответствующими правами. Кроме регулярного опосредованного контроля со стороны поставщиков и потребителей продукции корпорации, местных органов государственной власти и региональной общественности, и т.п., эффективность применяемой системы корпоративного управления непосредственно контролирует ряд субъектов рыночной инфраструктуры, представленной в рис. 6.2.



Рис. 6.2. Элементы внешнего контроля системы корпоративного управления

Внутренний контроль реализуется субъектами, непосредственно входящими в систему корпоративного управления и контроля и связанными между собой корпоративными отношениями. Основными органами, осуществляющими внутренний контроль системы корпоративного управления являются:

- Исполнительный орган;

- Комитет по аудиту при Наблюдательном совете;
- Служба внутреннего аудита (внутренний аудитор) при Наблюдательном совете;

- Комитет миноритарных акционеров;
- Ревизионная комиссия.

Система внутреннего контроля предназначена для обеспечения:

- Соблюдения политики (стратегии) руководства;
- Сохранности имущества и информации;
- Своевременности и достоверности информации;
- Соблюдения требований законодательства.

Внутренний контроль разрабатывается и осуществляется теми, кто ответственен за руководство и управление предприятием для того, чтобы предоставить разумную уверенность относительно достижения целей предприятия по вопросам надежности финансовой отчетности, эффективности деятельности и соответствия законам и нормативным документам (Рис.6.3).



Рис. 6.3. Система внутреннего корпоративного контроля

Система внутреннего контроля реализуется посредством ряда инструментов (Табл.1).

Таблица 1

Внутренние инструменты корпоративного контроля

Инструмент	Описание
Ежегодные собрания АО	Акционеры, пользуясь наличием крупного пакета голосующих акций, могут принимать необходимые решения.
Постоянный мониторинг и аудит менеджмента	Воздействие производится со стороны совета директоров и крупнейших акционеров.
Привлечение к управлению как можно большего числа лиц	Примером могут служить представители трудового коллектива.
Следование кодексам	Кодексы отражают принципы корпоративного управления.

Комитет аудита при Наблюдательном совете общества:

- Отвечает за работу с внешними аудиторами и службой внутреннего аудита;

- Проводит регулярные, не реже двух раз в год, встречи с внешним аудитором для ознакомления с объемом и результатами его работы;

- Проводит анализ годовой финансовой отчетности и любой другой публикуемой информации до ее представления Совету на утверждение и ее публикации;

- Информировует Наблюдательный совет о состоянии постановки системы внутреннего контроля, возможных фактах мошенничества или недостойного поведения должностных лиц общества, выявленных при проведении аудита;

- Осуществляет надзор за проведением тендеров по выбору внешнего аудитора, оценивает уровень вознаграждения аудитора и дает Совету рекомендации по назначению внешнего аудита.

Внутренний аудит.

Для осуществления постоянного контроля за деятельностью Исполнительного органа при Наблюдательном совете общества формируется служба внутреннего аудита (внутренний аудитор), которая является структурным подразделением Общества,

создаваемым с учетом требований, устанавливаемых Положением о Службе внутреннего аудита, утверждаемым Наблюдательным советом общества.

Основная цель службы внутреннего аудита состоит в осуществлении внутреннего контроля за всеми финансово-хозяйственными операциями, осуществляемыми в обществе и содействие органам управления акционерного общества в обеспечении эффективного функционирования производственной и финансовой деятельности, посредством предоставления руководству общества объективного анализа, оценок, рекомендаций и информации по контролю и результатам деятельности.

Основные задачи службы внутреннего аудита представлены в рис. 6.4.

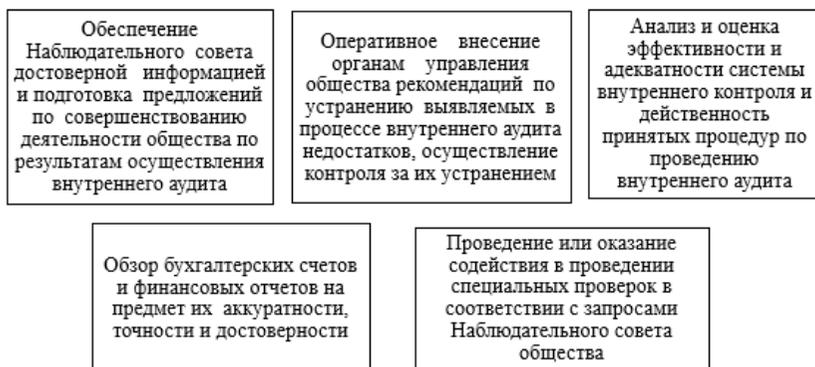


Рис. 6.4. Задачи службы внутреннего аудита

Задачи службы внутреннего аудита в корпорации реализуются посредством соответствующих функций, представленных в рис. 6.5.



Рис. 6.5. Функции службы внутреннего аудита

*Сотрудники Службы внутреннего аудита должны:*⁶⁶

1. Иметь квалификационный сертификат аудитора;
2. Иметь высшее образование, полученное в высших образовательных учреждениях РУз, либо в образовательном учреждении иностранного государства, признанное эквивалентным образованию в РУз;

⁶⁶ Постановление Кабинета Министров Республики Узбекистан №215 16.10.2006 // О мерах по обеспечению эффективного управления предприятиями с государственной долей в уставном фонде и надлежащего учета государственного имущества // URL: <https://lex.uz/docs/1072918#1073642>

3. Иметь стаж практической работы (в том числе по совместительству) в сфере бухгалтерского учета, аудита и финансового или налогового контроля не менее двух лет из десяти последних;

4. Владеть знаниями по применению правил бухгалтерского учета, установленных в Республике Узбекистан и общепринятых международных стандартов бухгалтерского учета и аудита, а также регулярно проходить обучение на специализированных курсах в соответствии с изменениями в международных стандартах.

Наблюдательный совет общества совместно с главным аудитором должны производить оценку профессионализма каждого сотрудника Службы внутреннего аудита, принимая во внимание рост профессионализма сотрудника в процессе отбора информации, проведении проверок, оценки и подготовке заключений. Профессиональная компетенция сотрудников Службы внутреннего аудита должна поддерживаться посредством их систематического и непрерывного обучения. Сотрудники Службы внутреннего аудита подлежат ежегодной аттестации Наблюдательным советом общества.

Основные полномочия сотрудников Службы внутреннего аудита при осуществлении проверок:

1. Требовать от руководства и сотрудников общества все необходимые документы, относящиеся к деятельности общества, или документы, являющиеся предметом аудита;

2. В течение проведения внутренней аудиторской проверки получать объяснения от руководителей и сотрудников общества по возникающим вопросам. В случае необходимости сотрудник Службы внутреннего аудита имеет право затребовать письменные объяснения по интересующим его вопросам;

3. Получать копии необходимых документов;

4. В целях проверки иметь доступ во все помещения, а также электронные и бумажные архивы общества;

5. Контролировать после проведенной аудиторской проверки выполнение мер по устранению нарушений, обнаруженных в ходе проверки.

Сотрудники Службы внутреннего аудита несут ответственность за:

1. Искажение результатов проверок;

2. Разглашение служебной, коммерческой и иной получаемой в обществе информации. В случае разглашения такой информации решением Наблюдательного совета на сотрудника службы может быть наложен штраф в размере, соответствующим причиненному ущербу. В случае разглашения конфиденциальных сведений общества стоимость ущерба будет оцениваться аудиторской проверкой соответствующего уровня.

3. Не обеспечение сохранности и возврата полученных от соответствующих подразделений документов.

4. Несут ответственность и другую ответственность в соответствии с действующим законодательством Республики Узбекистан, а также внутренними положениями общества, регуливающими ответственность внутренних аудиторов.

Свою деятельность Служба внутреннего аудита осуществляет на основании утверждаемого Наблюдательным советом плана, пример которого показан в таблице 2.

Таблица 2

Пример рабочего плана службы внутреннего аудита

1	Ознакомление с деятельностью клиента, изучение Устава, законодательства и нормативных документов в области хозяйственной деятельности общества
2	Аудит расчетов с учредителями
3	Аудит наличия и движения основных средств и нематериальных активов
4	Аудит правильности начисления износа по основным средствам и нематериальным активам
5	Проверка правильности налогообложения по основным средствам и нематериальным активам
6	Аудит учета движения материальных ценностей
7	Аудит правильности учета использования материальных ценностей, списания недостач, потерь и хищения
8	Аудит сводного учета материальных ценностей
9	Аудит финансовых вложений в уставные капиталы других организаций
10	Аудит вложений в совместную деятельность
11	Аудит вложений в займы, предоставленные другим хозяйствующим субъектам
12	Аудит кассовых операций
13	Аудит расчетов с подотчетными лицами

14	Аудит расчетов по расчетному, валютному, и прочим счетам в банках
15	Учет расчетов с поставщиками и подрядчиками
16	Аудит расчетов с поставщиками и заказчиками
17	Анализ кредиторской и дебиторской задолженности
18	Аудит учета расчетов по оплате труда
19	Аудит формирования затрат на производство продукции, работ и услуг
20	Аудит по учету готовой продукции
21	Аудит отчетности предприятия
22	Аудит правильности исчисления и уплаты налогов и других обязательных платежей
23	Соблюдение Законов, Кодексов, Постановлений и т.п.

Комитет миноритарных акционеров.

Миноритарные акционеры – это владельцы акций, участие и голосование которых на общем собрании акционеров не влияет на результаты голосования по вопросам повестки дня собрания. В целях защиты прав и законных интересов миноритарных акционеров в АО может создаваться из их числа комитет. Возможность создания комитета должна быть предусмотрена в Уставе общества.

*Основные требования к созданию комитета миноритарных акционеров.*⁶⁷

Акционеры (акционер) в срок не позднее тридцати дней после окончания финансового года, если Уставом общества не установлен более поздний срок, вправе выдвинуть в повестку дня годового Общего собрания акционеров предложения по кандидатурам в состав комитета. Акционеры (акционер) вправе внести изменения в список выдвинутых ими кандидатур в комитет не позднее трех рабочих дней с даты опубликования сообщения о проведении годового Общего собрания акционеров.

Решение об избрании членов в комитет принимается Общим собранием акционеров сроком на один год. Лица, избранные в состав комитета общества, могут переизбираться неограниченно. При избрании членов Комитета участвуют акционеры,

⁶⁷ Ст. 82 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

присутствующие на Общем собрании акционеров, которые не выдвигали кандидатов в Наблюдательный совет общества либо кандидатуры, от которых не были избраны в Наблюдательный совет на проводимом Общем собрании акционеров.

В состав Комитета не могут входить руководитель и члены Исполнительного органа общества, а также лица, избранные в Наблюдательный совет и Ревизионную комиссию (ревизором) общества.

Количество членов комитета определяется Уставом общества, но не может быть менее трех человек, а также должно составлять нечетное число. Председатель Комитета избирается его членами из состава данного Комитета большинством голосов⁶⁸.

Компетенция Комитета:

1. Участие в подготовке предложений по вопросам, связанным с заключением крупных сделок и сделок с аффилированными лицами, вносимым на рассмотрение Общего собрания акционеров или Наблюдательного совета акционерного общества;

2. Рассмотрение обращений миноритарных акционеров, связанных с защитой их прав и законных интересов;

3. Обращение в уполномоченный государственный орган по регулированию рынка ценных бумаг по вопросу защиты прав и законных интересов миноритарных акционеров;

4. Рассмотрение иных вопросов в соответствии с законодательством и Уставом общества.

Ревизионная комиссия.

Для осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества Общим собранием акционеров в соответствии с Уставом общества избирается Ревизионная комиссия.

Компетенция Ревизионной комиссии общества определяется настоящим Законом Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» и Уставом общества.

⁶⁸ Ст. 82 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

Порядок деятельности Ревизионной комиссии общества определяется Положением, утверждаемым Общим собранием акционеров.

Проверка (ревизия) финансово-хозяйственной деятельности общества осуществляется по итогам деятельности за год или иной период по инициативе Ревизионной комиссии, решению Общего собрания акционеров, Наблюдательного совета или по требованию акционера (акционеров), владеющего в совокупности не менее чем десятью процентами голосующих акций общества.⁶⁹

Правовой статус и состав ревизионной комиссии (Рис. 6.6):



Рис. 6.6. Правовой статус и состав ревизионной комиссии

⁶⁹ Статья 110. Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

- Члены комиссии должны быть независимыми;
- Открытые обсуждения с руководством и внешними аудиторами вопросов качества финансовой отчетности и соответствия стандартам;
- Эффективная связь и обмен информацией с руководством и аудиторами;
- Ключевая роль в мониторинге процесса аудита;
- Периодический обзор работы ревизионной комиссии.

Компетенция Ревизионной комиссии.⁷⁰

Члены Ревизионной комиссии вправе (Рис. 6.7):



Рис. 6.7. Объекты контроля Ревизионной комиссии

- Осуществлять ревизию финансово-хозяйственной деятельности общества по итогам деятельности общества за год, а также во всякое время;

⁷⁰ Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

- Знакомиться со всеми необходимыми документами и материалами (включая бухгалтерские), связанными с финансово-хозяйственной деятельностью общества;
- Требовать личных разъяснений от любого должностного лица общества;
- Требовать созыва заседания Наблюдательного совета и внеочередного Общего собрания акционеров;
- Привлекать на договорной основе экспертов и аудиторские фирмы;
- Проверять соблюдение обществом законодательства, корпоративных нормативных и других актов, регулирующих его деятельность, постановку банковского контроля, кредитные, расчетные, валютные и другие операции, проведенные обществом в течение отчетного периода (сплошная или выборочная проверка), состояние кассы и наличие имущества.

Расширение компетенции Ревизионной комиссии за счет включения в Устав общества следующих вопросов:

- Проверка финансовой документации общества, бухгалтерской отчетности, заключений комиссии по инвентаризации имущества, сравнению указанных документов с данными первичного бухгалтерского учета;
- Анализ правильности и полноты ведения бухгалтерского, налогового, управленческого и статистического учетов;
- Проверка правильности исполнения бюджетов общества, утверждаемых Наблюдательным советом общества;
- Проверка правильности исполнения порядка распределения прибыли общества за отчетный финансовый год, утвержденного Общим собранием акционеров;
- Анализ финансового положения общества, его платежеспособности, ликвидности активов, соотношения собственных и заемных средств, чистых активов и уставного капитала, выявление резервов улучшения экономического состояния общества, выработка рекомендаций для органов управления обществом;
- Проверка своевременности и правильности платежей поставщикам продукции и услуг, платежей в бюджет и

внебюджетные фонды, начислений и выплат дивидендов, процентов по облигациям, погашения прочих обязательств;

- Проверка правомочности единоличного исполнительного органа по заключению договоров от имени общества;

- Проверка правомочности решений, принятых Наблюдательным советом, единоличным исполнительным органом, ликвидационной комиссией, их соответствия Уставу общества и решениям Общего собрания акционеров;

- Анализ решений Общего собрания акционеров на их соответствие законодательству и Уставу общества.

Требования, предъявляемые к лицам, избираемым в Ревизионную комиссию, включают:

- Законодательные ограничения на возможность определенными лицами осуществлять функции членов управления и контроля коммерческих организаций.

- Законодательные ограничения на совмещение одним лицом членства в различных органах управления и контроля одной коммерческой организации или членства в органах управления нескольких организаций. (Члены Ревизионной комиссии не могут одновременно являться членами Наблюдательного совета, а также занимать иные должности в органах управления общества).⁷¹

- Возможность установления специальных требований к лицам, избранным в состав Ревизионной комиссии.

Ответственность членов Ревизионной комиссии, включает:

- Ущерб, умышленно или по неосторожности причиненный членами Ревизионной комиссии в процессе контрольной деятельности, а также в результате разглашения конфиденциальной информации, должен быть ими возмещен.

- Общее собрание акционеров может досрочно прекратить полномочия члена Ревизионной комиссии, если в его действиях будет усмотрена недобросовестность, т.е. грубое нарушение должностных обязанностей, совершение действий, создающих опасность причинения вреда или причинивших ущерб обществу,

⁷¹ Статья 110. Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров»

либо повлекших иные неблагоприятные последствия, которые могут выражаться:

а) В уничтожении, повреждении или фальсификации документов и материалов, в том числе и бухгалтерских документов общества;

б) В сокрытии обнаруженных злоупотреблений должностных лиц, работников или акционеров по вопросам деятельности общества;

в) В сознательном введении в заблуждение должностных лиц или работников либо в содействии этим злоупотреблениям;

г) В попытке помешать законным действиям работников общества, оказании на них давления;

е) В уничтожении, порче, отчуждении в собственных интересах какой-либо части имущества общества и т.п.

- Члены Ревизионной комиссии обязаны хранить коммерческую тайну или конфиденциальную информацию об обществе, ставшую им известной в ходе проверок и ревизий.

Внешний аудит. Цель внешнего аудитора - формирование мнения о достоверности бухгалтерского учета во всех существенных аспектах. Аудиторская проверка – проверка аудиторскими организациями финансовой отчетности и связанной с ней финансовой информации хозяйствующего субъекта с целью установления достоверности и соответствия финансовой отчетности и иной финансовой информации законодательству.

Аудит осуществляется на основе принципов *существенности и выборки*. *Существенными* в аудите признаются обстоятельства, значительно влияющие на достоверность финансовой отчетности хозяйствующего субъекта.

Под достоверностью финансовой отчетности во всех существенных отношениях понимается такая степень точности показателей финансовой отчетности, при которой квалифицированный пользователь этой отчетности оказывается в состоянии делать на ее основе правильные выводы и принимать правильные решения. Существенность информации – это ее свойство, которое делает ее способной влиять на решения разумного пользователя такой информации.

Под уровнем существенности понимается предельное значение искажения финансовой отчетности, начиная с которого

квалифицированный пользователь этой отчетности перестанет быть в состоянии делать на ее основе правильные выводы и принимать правильные решения.

Аудиторская выборка проводится с целью применения аудиторских процедур в отношении не менее чем 100% объектов проверяемой совокупности. При определении объема (размера) выборки аудиторская организация должна установить риск выборки, допустимую и ожидаемую ошибки.

Ответственность и критерии независимости внешнего аудитора.

Статья 8 Закона Республики Узбекистан «Об аудиторской деятельности» закрепляет ответственность аудиторских организаций перед заказчиками аудиторской проверки, хозяйствующим субъектом и другими пользователями финансовой отчетности за причинение им ущерба вследствие составления аудиторского заключения, содержащего неправильный вывод о финансовой отчетности и иной финансовой информации хозяйствующего субъекта.

Убытки, включая упущенную выгоду, причиненные хозяйствующему субъекту и (или) заказчику аудиторской проверки в результате некачественного или ненадлежащего проведения аудиторской проверки, подлежат возмещению в порядке, установленном законодательством.

Аудиторская фирма (аудитор) считается независимой, если:

- Проверяемое общество не является ее учредителем, собственником, акционером, кредитором, страховщиком;
- Аудиторская фирма (аудитор) не является учредителем или акционером общества, чью финансово-хозяйственную деятельность она проверяет.

Основные направления аудита операций с ценными бумагами акционерного общества.

Кроме обязательной проверки результатов финансово-хозяйственной деятельности акционерного общества и правильности ее отражения в финансовой отчетности внешний аудитор может проводить аудит операций с ценными бумагами акционерного общества, который осуществляется по нескольким направлениям:

1. *Аудит учредительных документов.* Аудитор обязан проверить в протоколе учредительного собрания и уставе акционерного общества:

- Тип акционерного общества, правомерность операций по ценным бумагам, форме подписки и т.д.;

- Количество, тип, категории, номинальную стоимость объявленных и размещенных ценных бумаг;

- Порядок и условия выпуска, размещения и конвертации ценных бумаг;

- Полномочия Наблюдательного совета по принятию решений осуществления акционерным обществом операций с ценными бумагами;

- Порядок выплаты дивидендов по акциям, процентов по облигациям;

- Порядок и условия оплаты ценных бумаг акционерного общества;

- Права и полномочия владельцев определенных видов, категорий ценных бумаг;

- Содержание внутреннего аудита, задачи ревизора (ревизионной комиссии).

Далее, аудитор обязан обратить внимание на соблюдение конкретных положений учредительных документов в практике акционерного общества.

2. *Аудит расчетов с акционерами-учредителями.* Следует обратить внимание на:

- Соблюдение сроков оплаты уставного капитала;

- Своевременность и полноту оплаты ценных бумаг;

- Законность и обоснованность оценки оплаты ценных бумаг не в денежной форме;

- Правильность оформления документов по взносам в уставный капитал, квитанций, актов приемки имущества, нематериальных активов, интеллектуальной собственности;

- Правильность расчетов при реорганизации и ликвидации предприятия;

- Полноту и правильность бухгалтерского учета расчетов с учредителями.

3. *Аудит оценки ценных бумаг.* Проверяются следующие позиции:

- По какой стоимости реализуются ценные бумаги;

- Как отражается разница между рыночной и номинальной стоимостью ценной бумаги в бухгалтерском учете;

- Как оценивается рыночная стоимость ценных бумаг при крупных сделках;

- Производится ли переоценка балансовой стоимости ценных бумаг;

- Как оцениваются акции при выкупе их по требованию акционеров;

- Кто производит оценку ценных бумаг, имеет ли это лицо необходимые полномочия;

- Имеются ли протоколы аукционов, проведения инвестиционных конкурсов, установления договорной цены, передачи ценных бумаг в доверительное (трастовое) управление;

- По какой стоимости выкуплены обществом ценные бумаги и как это отражено в учете.

4. Аудит движения ценных бумаг. Аудитор обязан проверить:

- Оформление движения ценных бумаг;

- Соблюдение сроков и обоснованность записей в реестре акционеров;

- Ведение журнала выдачи выписок из реестра акционеров;

- Ведение бухгалтерского учета движения ценных бумаг;

- Соблюдение порядка расчетов при движении ценных бумаг;

- Отражение в учете движения ценных бумаг при реорганизации акционерного общества.

5. Аудит начисления и выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям. Проверяются:

- Процедура выплаты дивидендов по акциям и процентов по облигациям и соответствие фактического порядка утвержденному положению;

- Очередность и сроки выплаты дивидендов владельцам конкретных ценных бумаг;

- Сроки выплаты процентов по видам облигаций;

- Соответствие размера дивиденда его утвержденной величине;

- Порядок выплаты дивидендов, процентов в денежной форме, наличие ведомостей получения имущества, товаров и услуг, протоколов решений о такой выплате;

- Источники выплаты дивидендов и процентов;

- Правильность составления списка лиц, имеющих право на получение дивидендов;

- Законность решений о выплате дивидендов по типам акций;

- Соблюдение установленных законодательством ограничений на выплату дивидендов;

- Правильность и правомерность начисления и выплаты дивидендов и процентов по всем ценным бумагам;

6. Аудит налогообложения операций с ценными бумагами.

Аудитор прежде всего должен обратить внимание на:

- Правильность исчисления налогооблагаемой базы;

- Правильность применения ставки налога на операции с ценными бумагами;

- Правильность расчета налога и соблюдение сроков уплаты налога;

- Действия, позволяющие уклониться от уплаты налога;

- Правильность составления справки об уплате налога и определения источника уплаты налога.

7. Аудит конвертации ценных бумаг. Это одно из наиболее сложных направлений аудита ценных бумаг при котором обращается внимание на:

- Наличие утвержденного положения о порядке и условиях конвертации ценных бумаг;

- Соблюдение положения, порядка и условий конвертации на практике;

- Учет движения стоимости ценных бумаг при их конвертации;

- Учет доплат, выплат разницы в стоимости конвертируемых ценных бумаг;

- Обоснованность определения цены размещения ценных бумаг, конвертируемых в акции;

- Правильность оплаты труда посредника при конвертации ценных бумаг;

- Обоснованность уменьшения рыночной стоимости обыкновенных акций при размещении среди акционеров ценных бумаг, конвертируемых в обыкновенные акции;

- Законность способов размещения акций и ценных бумаг общества, конвертируемых в акции;

- Обеспечение прав акционеров при размещении ценных бумаг общества, конвертируемых в акции;

- Отражение в учете всех операций с конвертацией.

8. *Аудит наследования и дарения ценных бумаг.* В этом случае проверяется:

- Наличие документов и законность наследования и дарения;
- Соблюдение сроков вступления наследников в свои права;
- Наличие соответствующего решения общего собрания акционеров или совета директоров;
- Отражение в учете передачи права собственности наследникам или получателям даров, соответствующее изменение в реестре.

9. *Аудит купли-продажи ценных бумаг.* Аудитор проверяет:

- Наличие договора купли-продажи и правомерность заключения договора купли-продажи;
- Внесение в реестр акционеров покупателя и исключение из реестра продавца;
- Правильность оформления сделки купли-продажи при аукционных торгах.

10. *Аудит хранения ценных бумаг.* Порядок хранения ценных бумаг аналогичен хранению денежных документов. Аудитор проверяет:

- Организацию учета хранящихся ценных бумаг;
- Фактическое хранение ценных бумаг;
- Наличие приходных документов на хранение ценных бумаг;
- Основания на хранение ценных бумаг;
- Регистрацию хранящихся ценных бумаг в бухгалтерском учете.

11. *Аудит трастовых и залоговых операций.* Эти операции являются относительно новыми на вторичном рынке ценных бумаг Узбекистана, поэтому аудитор должен обратить на них особое внимание. Следует проверить:

- Соответствие процедуры передачи ценных бумаг в траст или залог решениям Общего собрания акционеров или решениям Наблюдательного совета;
- Отражение этих операций в учете;
- Наличие и соблюдение условий договора о трасте или залоге;
- Степень финансового риска траста или залога ценных бумаг;
- Соответствие доверительного управляющего своим служебным обязанностям;

- Наличие страхового договора финансового риска на операции по трасту и залогу.

Если аудит финансовой отчетности акционерного общества в большей мере регулируется и отвечает требованиям финансового законодательства, то аудит операций с ценными бумагами общества практически полностью работает на повышение эффективности корпоративного управления. Кроме указанных видов аудита для акционерных обществ, осуществляющих публичное предложение своих акций обязательным является аудит применяемой системы корпоративного управления, что будет рассматриваться в последующих темах данного учебного пособия.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. Что такое корпоративный контроль?
2. Рассматривая систему корпоративного контроля в качестве системы сдержек и противовесов, определите ее структуру и основные положения.
3. Выделите объекты корпоративного контроля.
4. Что является элементами аутсайдерского контроля?
5. Что выступает основными особенностями инсайдерской (внутренней) модели реализации корпоративного контроля?
6. Определите внутренние инструменты корпоративного контроля.
7. Выделите типы контрольных систем и определите их содержание.
8. Что входит в компетенцию ревизионной комиссии?
9. Что выступает объектами контроля ревизионной комиссии?
10. Каковы задачи и механизмы их реализации в комитете миноритарных акционеров?
11. В чем различия функций внутреннего аудитора и ревизионной комиссии?
12. Что такое внешний аудит?
13. Определите основные направления аудита операций с ценными бумагами акционерного общества.

ТЕМА 7. УПРАВЛЕНИЕ СТОИМОСТЬЮ КОРПОРАЦИИ И ДИВИДЕНДНАЯ ПОЛИТИКА

*«Некоторые люди настолько бедны,
что у них есть только деньги»*

Луций Сенека

Учебные вопросы:

Корпоративное управление и стоимость компании. Виды стоимости и заинтересованные стороны. Стоимость и инвестиционная привлекательность корпорации. Структура капитала (собственный и заемный капиталы). Модели оценки стоимости капитала. Показатели оценки процесса создания стоимости компании.

Дивиденды и дивидендная политика: сущность и принципы формирования. Теоретические подходы к формированию дивидендных политик и соответствующие им типы дивидендных выплат. Виды дивидендных политик и их влияние на стоимость акционерного капитала. Порядок и формы выплаты дивидендов.

Корпоративное управление и стоимость компании. Виды стоимости и заинтересованные стороны.

Корпоративное управление представляет собой самостоятельный значимый риск для владельцев капитала и, в особенности, для владельцев акционерного капитала (акционеров) в связи с отсутствием у последних обеспечения и наиболее низкого статуса в очереди на возврат средств в случае банкротства компании. Оказывая существенное влияние на стоимость капитала компании (дисконт-фактор при теоретической оценке стоимости, или, иными словами, оценка рисков денежных потоков компании), корпоративное управление влияет на стоимость компании и ее реальную рыночную оценку (рыночную капитализацию). Таким образом, корпоративное управление является, наряду с фундаментальными показателями, важнейшим фактором создания стоимости компании, и система корпоративного управления эффективной компании должна быть интегрирована в общую стратегию и систему управления стоимостью.

Важнейшей проблемой для создания комплексных систем управления стоимостью остается разработка инструментария

оценки вклада корпоративного управления в стоимость и эффективности альтернативных стратегий создания стоимости через фундаментальные и нефундаментальные факторы. Однако прежде необходимо рассмотреть ряд вопросов, связанных непосредственно с корпоративным управлением и его ролью в создании стоимости компании. В широкой интерпретации корпоративное управление можно трактовать как комплексную систему внутренних и внешних механизмов, которая направлена на оптимизацию структуры корпоративных агентских отношений с целью обеспечения справедливого баланса интересов различных владельцев капитала (доминирующих и миноритарных акционеров, кредиторов), реализации эффективного инвестиционного процесса в компании и роста ее стоимости.

Исследование формирования и развития финансового механизма корпоративного управления выявляет главную проблему строительства надлежащей системы корпоративного управления, которая замыкается на основном *мотивационном* вопросе – как учитываются интересы сторон, который нельзя рассматривать в отрыве от проблемы инвестиционной привлекательности (система должна устраивать потенциальных инвесторов), а также стратегии развития (система должна удовлетворять действующих собственников) (Рис. 7.1).⁷²

⁷² Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. - Т.: Молия, 2008.- С. 127.

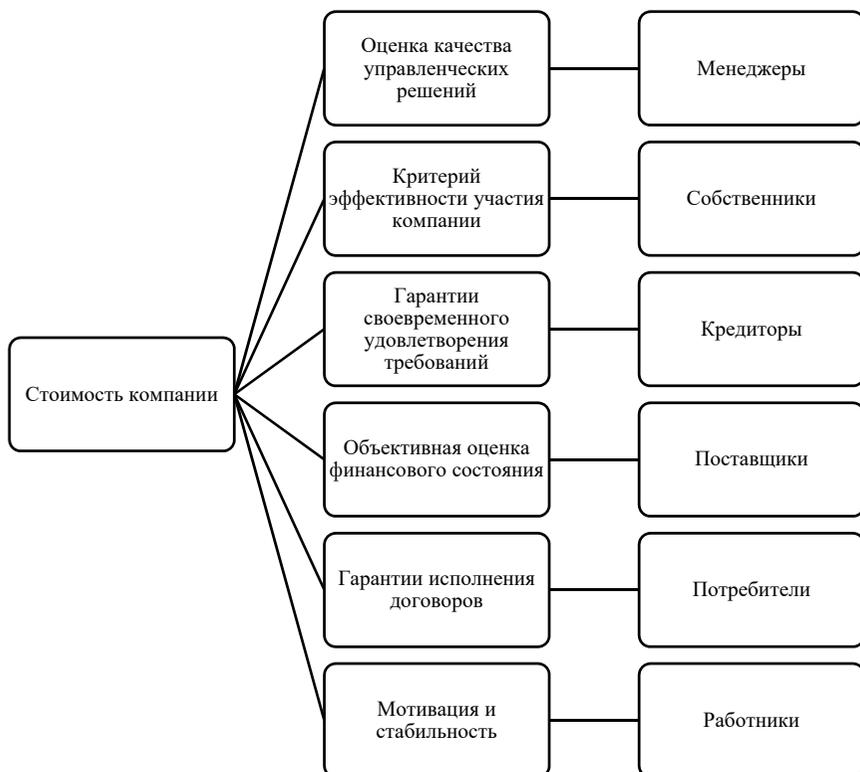


Рис. 7.1. Значение показателя стоимости компании для различных заинтересованных сторон

Стоимость предприятия - это мера общей стоимости компании, часто используемая в качестве более полной альтернативы капитализации рынка ценных бумаг, включает в свои расчеты рыночную капитализацию компании, краткосрочную и долгосрочную задолженности, а также любые денежные средства на балансе компании. Стоимость предприятия - это популярный показатель, используемый для оценки потенциального поглощения компании (табл. 1).

Таблица 1.

Сравнительная характеристика видов стоимости, основанных на предположении о действующем бизнесе

Характеристики	Справедливая Рыночная стоимость (fair market value)	Инвестиционная стоимость (investment value)	Внутренняя фундаментальная стоимость (fundament value)
Сделка	Гипотетическая	Конкретная	Гипотетическая
Покупатель	Финансовый, вносит только капитал и менеджмент	Стратегический, привносит в компанию «добавочную стоимость»	Типичный для рынка, действует в собственных интересах
Продавец	Типичный для рынка, действует в собственных интересах	Ищет выгоду от конкретной сделки	Типичный для рынка, действует в собственных интересах
Оценка риска	На основании альтернативных вариантов инвестирования	В соответствии с требованиями конкретного инвестора	Трактовка конкретного аналитика

Стоимость и инвестиционная привлекательность корпорации.

Уровень материального интереса к определенному виду бизнеса, преподносимый для потенциальных инвесторов в виде конкретного проекта инициирует возникновение (расширение, сужение или ликвидацию существующего) корпоративного сообщества. Корпоративное сообщество исходя из своих целей строит систему корпоративного управления, на которого возлагается задача формирования корпоративного менеджмента на предприятии. Корпоративный менеджмент являясь способом (механизмом, инструментом) достижения конечного результата, в свою очередь работает над получением прибыли, ростом собственных активов, в результате чего происходит рост благосостояния компании. Чем выше (ниже) финансовые возможности и устойчивость компании, тем выше

(ниже) вероятность получения для инвесторов доходов в виде дивидендов и курсовой разницы акций, что делает компанию инвестиционно-привлекательной (либо нет), то есть повышает (понижает) интерес к конкретному бизнесу, компании (Рис. 7.2).



Рис. 7.2. Корпоративная диалектика или замкнутая спираль инвестиционной привлекательности⁷³

Обычно, с течением времени состояние корпораций меняется. Таким образом, круговорот инвестиционной привлекательности имеет форму восходящей или нисходящей спирали. Интересно отметить, что в указанной причинно-следственной последовательности существует иерархия факторов. Например, корпоративное сообщество *строит* систему корпоративного управления (утверждение устава и иных корпоративных стандартов, выбор формы и персонального состава органов корпоративного управления). Система корпоративного управления, в свою очередь, *строит* систему корпоративного менеджмента (утверждает организационную структуру предприятия, устанавливает внутренние правила, поручает выполнение бизнес-плана).

⁷³ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.-Т.: Молия, 2008.-С. 129.

Основа деятельности субъектов корпоративного управления заключена, прежде всего, в его компетенции. Компетенция определяет не только их права, но и обязанности. Компетенция субъекта корпоративного управления, закрепленная действующим законодательством, означает существование круга вопросов, по которым он не только имеет право принимать решение по своему усмотрению, но также обязан принимать к рассмотрению вопросы, инициированные другими членами корпоративного сообщества.

Структура капитала (собственный и заемный капиталы).

Структура капитала предприятия определяет многие аспекты не только финансовой, но также операционной и инвестиционной деятельности, оказывает активное воздействие на конечный результат этой деятельности. Она влияет на показатели рентабельности активов и собственного капитала, коэффициенты финансовой устойчивости и ликвидности, формирует соотношение доходности и риска в процессе развития предприятия.

Финансовая структура капитала – это структура основных источников средств, то есть соотношение собственного и заемного капитала, которые отражаются в пассиве бухгалтерского баланса предприятия.

Собственный капитал является финансовой основой предприятия и характеризует общую стоимость средств предприятия, принадлежащих ему на правах собственности и используемых им для формирования определенной части его активов. Собственный капитал представляет собой разницу между суммами активов и обязательств организации за минусом доходов будущих периодов. Величина собственного капитала может быть определена только после отражения и оценки остальных статей баланса.

Эффективное использование и управление собственным капиталом связано не только с рациональным использованием накопленной его части, но и в большей степени зависит от источников формирования собственных ресурсов. Источники формирования собственного капитала подразделяются на внутренние и внешние. В состав внутренних источников включают:

- ✓ нераспределенную прибыль;
- ✓ средства амортизационного фонда;
- ✓ средства, присоединяемые к собственному капиталу в

результате переоценки (дооценки) основных средств;

- ✓ средства целевого финансирования;
- ✓ прочие внутренние источники (резервные фонды).

В состав внешних источников средств включают:

✓ мобилизацию дополнительного паевого капитала (путем взносов средств учредителей в уставный или складочный капитал);

✓ привлечение дополнительного акционерного капитала (посредством повторной эмиссии и реализации акций);

✓ собственные акции (паи), выкупленные акционерным обществом у их владельцев для последующего аннулирования или перепродажи;

✓ безвозмездную финансовую помощь от юридических лиц и государства (например, государственным унитарным предприятиям, финансово-промышленным группам и т.д.);

✓ конверсию заемных средств в собственные (например, обмен корпоративных конвертируемых облигаций на привилегированные акции);

✓ средства целевого финансирования, поступившие на инвестиционные цели;

✓ прочие внешние источники (эмиссионный доход, образуемый при продаже акций выше их номинальной стоимости).

В составе внутренних источников формирования собственных финансовых ресурсов основное место принадлежит прибыли, остающейся в распоряжении предприятия. С точки зрения финансовой характеристики хозяйствующего субъекта имеет значение не вся его прибыль и даже не чистая прибыль, а только ее накопленная часть.

Определенную роль в составе внутренних источников играют также амортизационные отчисления, особенно на предприятиях с высокой стоимостью основных средств и нематериальных активов. На таких предприятиях создается фонд амортизационных отчислений, являющийся составной частью собственного капитала. В качестве финансовых резервов используются только остатки амортизационного фонда как разница между накопленной и израсходованной его суммами, однако они не увеличивают сумму собственного капитала предприятия, а лишь являются средством его реинвестирования. *Именно способность капитала сохранять и накапливать стоимость посредством амортизационных*

отчислений и определяет долгосрочную инвестиционную привлекательность акции как объекта инвестирования.

Заемный капитал, который используется предприятием, характеризует в совокупности объем его финансовых обязательств (общую сумму долга). Финансовые обязательства в современной хозяйственной практике могут быть дифференцированы следующим образом (Рис. 7.3).⁷⁴

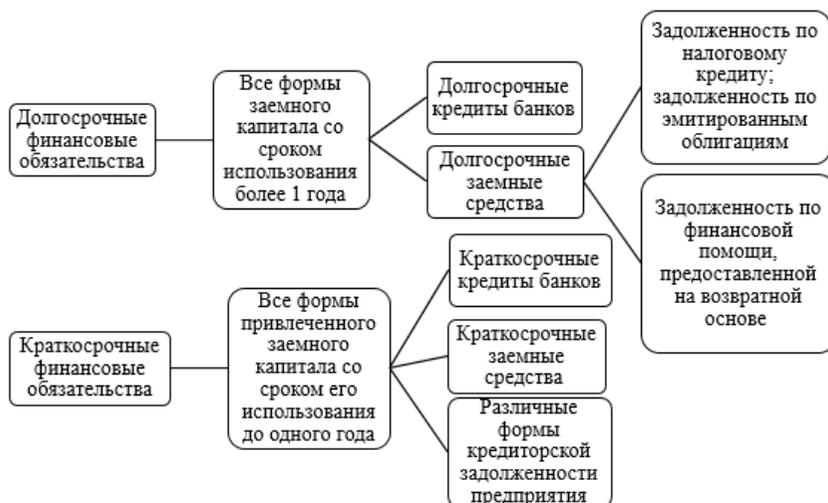


Рис. 7.3. Структура финансовых обязательств

В процессе развития предприятия по мере погашения его финансовых обязательств возникает потребность в привлечении новых заемных средств. Источники и формы привлечения заемных средств предприятием могут быть разнообразны. Исходя из этого, заемные средства могут быть классифицированы по целям, источникам, формам и периоду привлечения (Рис. 7.4). Следовательно, сама структура заемного капитала не является неизменной, а может изменяться в зависимости от принадлежности

⁷⁴ Хамидулин М. Б., Абдуллаева Ш.Р. и др. Повышение эффективности финансовых инструментов в обеспечении стабильного роста национальной экономики. - Ташкентский филиал «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2016. Глава 3.

к той или иной отрасли предприятия, а также доступности того или иного источника финансирования и т. д.⁷⁵



Рис. 7.4. Источники заемного капитала

Модели оценки стоимости капитала.

Экономический смысл стоимости капитала - это измеряемая в процентах цена, которую компания должна заплатить инвесторам за привлечение их средств для создания своего капитала. Каждое предприятие должно знать свою оптимальную структуру капитала как комбинацию различных источников, приводящую к максимизации цены его акций. Привлекая новый капитал, предприятие обычно старается осуществить финансирование таким образом, чтобы сохранить фактическую структуру капитала по возможности более близкой к оптимальной.

Наиболее полно характеризующий рентабельность корпорации показатель - рентабельность инвестированного капитала (ROIC):

$$ROIC = \frac{NOPAT}{IC},$$

⁷⁵ Хамидулин М. Б., Абдуллаева Ш.Р. и др. Повышение эффективности финансовых инструментов в обеспечении стабильного роста национальной экономики. - Ташкентский филиал «РЭУ им. Г.В. Плеханова», 2016. Глава 3.

где NOPAT - операционная прибыль за вычетом налогов, но до выплаты процентов; IC - инвестированный капитал.

Такой анализ позволяет выявить наиболее существенные факторы, влияющие на показатель рентабельности и при реализации финансовых планов компании установить за ними специальный контроль (рис. 7.5).



Рис. 7.5. Модель формирования ROIC компании⁷⁶

Данный показатель не только отражает окупаемость и прибыльность акционерного капитала, но и позволяет рассмотреть основные показатели, влияющие на рентабельность продаж,

⁷⁶ Самылин А. И. Корпоративные финансы: Учебник/Самылин А. И. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2015. - 472 с.: 60x90 1/16. - (Высшее образование: Бакалавриат) ISBN 978-5-16-008995-9, Куприянова Л. М. Финансовый анализ: Учебное пособие / Л.М. Куприянова. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2015. - 157 с.: 60x90 1/16 + (Доп. мат. znanium.com). - (Высшее образование: Бакалавриат). ISBN 978-5-16-009806-7.

оборачиваемость оборотных средств и соответственно долю капитала в оборотных активах.

Однако, данная модель не учитывает реальную стоимость собственных источников финансирования - их стоимость приравнивается к стоимости долевого капитала, что практически не соответствует действительности.⁷⁷ Рассматривая структуру собственного капитала компании, можно выделить долевой (акционерный) капитал и нераспределенную прибыль, которая, в свою очередь, частично найдет свое отражение в форме дебиторской и кредиторской задолженностей. При этом дебиторская задолженность представляет собой временно недоступные для предприятия собственные финансовые ресурсы, тогда как кредиторская - наоборот, дополнительно привлеченные ресурсы предприятия.

Брейли Р. и Майерс С. отмечают, что «так как нераспределенная прибыль представляет собой ту капитализированную часть чистой прибыли, которая будет использована в предстоящем периоде, то ценой сформированной нераспределенной прибыли выступают планируемые на ее сумму выплаты собственникам, которым она принадлежит».⁷⁸ Такой подход к оценке нераспределенной прибыли основан на том, что если бы она была выплачена собственникам капитала при ее распределении по результатам отчетного периода, то они, инвестировав ее в любые объекты, получили бы определенную прибыль, которая являлась бы ценой этого инвестированного капитала. Но собственники предпочли инвестировать эту прибыль в собственное предприятие и поэтому ее ценой выступает планируемая к распределению сумма чистой прибыли предстоящего периода на эту часть инвестируемого капитала.

Следующая модель эффективности инвестиций в акционерном капитале, базируется на ставке дисконтирования, так как эта ставка является ключевым параметром для оценки

⁷⁷ Ивашковская И. В. Финансовые измерения корпоративных стратегий. Стейкхолдерский подход: Монография / И.В. Ивашковская. - 2-е изд., перераб. и доп. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2013. - 320 с.: 60x90 1/16. - (Научная мысль; Экономика). (п) ISBN 978-5-16-006874-9, 1000 экз.

⁷⁸Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. Н. Барышниковой. – М. : Олимп-Бизнес, 2008. – С. 102.

инвестиционных вложений. А использование некорректной ставки дисконтирования может привести к ошибкам при принятии инвестиционных решений.

В корпоративных финансах в качестве ставки дисконтирования используется средневзвешенная стоимость различных компонентов финансирования, используемых предприятием (капитала) - *WACC (Weight Average Cost of Capital)*. Средневзвешенные затраты на капитал отражают объединенные затраты на заемный и собственный капитал, причем вес этих источников определяется исходя из их стоимости.

Таким образом, расчет этого показателя осуществляется по формуле:

$$WACC = \sum K_i W_i,$$

где K_i - цена источника финансирования; W_i - удельный вес конкретного источника в общем объеме капитала.

На практике в каждой акционерной компании выделяются две составляющие акционерного капитала - собственный и заемный. Для таких расчетов с учетом эффекта налогового щита *WACC* определяется:

$$WACC = Re * We + Rd * Wd(1 - T),$$

где, Re – стоимость собственного капитала;

Rd – стоимость заемного капитала;

We – доля собственного капитала в структуре капитала компании;

Wd – доля заемного капитала в структуре капитала компании;

T – ставка налога на прибыль.

Рассчитывая *WACC* необходимо определять цену собственного капитала (RE) на основе цены акционерного капитала с учетом поправки на средневзвешенную цену дебиторской и кредиторской задолженности (при этом учитывается не только стоимость задолженности, но и ее величина):

$$RE = R_A - \frac{\Delta DZ}{E} * R_{DZ} + \frac{\Delta KZ}{E} * R_{KZ},$$

где RE - цена собственного капитала; R_A - цена долевого (акционерного) капитала; ΔDZ - приращение дебиторской задолженности в прошедшем периоде; ΔKZ - приращение кредиторской задолженности в прошедшем периоде; E - общая величина собственного капитала компании; R_{DZ} - цена дебиторской задолженности; R_{KZ} - цена кредиторской задолженности.

Таким образом, если общая стоимость кредиторской задолженности больше стоимости дебиторской, то WACC увеличивается и наоборот, если предприятие фактически кредитует своих дебиторов, то WACC уменьшается.

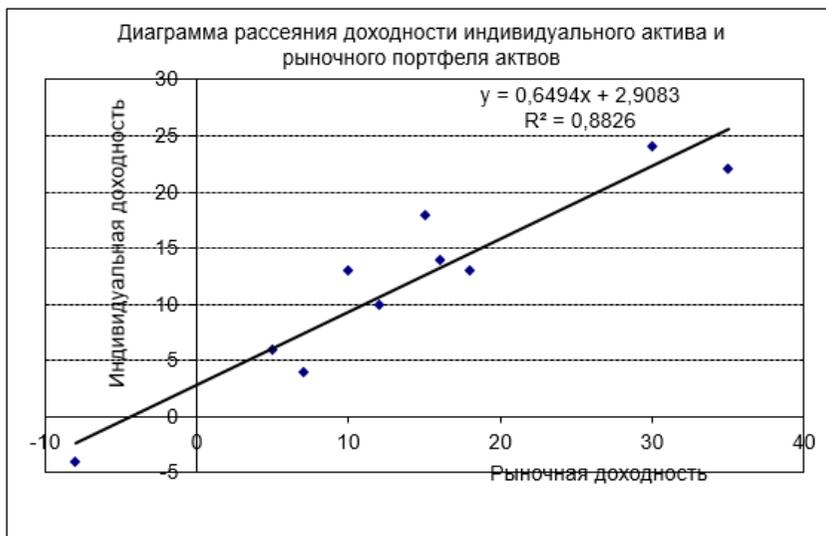
Совместный анализ показателей ROIC и WACC позволяет оценивать эффективность деятельности компании с точки зрения ее экономического роста и создания дополнительной стоимости для акционеров.⁷⁹

Стоимость собственного капитала рассчитывается на основе модели оценки долгосрочных активов – *CAPM (Capital Asset Pricing Model)*. Данная модель выражается в том, что ожидаемая доходность инвестора складывается из двух компонентов: безрисковой ставки доходности (R_f) и премии за риск инвестирования в акционерный капитал (ERP). Сама же премия за риск корректируется на систематический риск актива. Систематический риск обозначается коэффициентом бета (β). Таким образом, если данный коэффициент больше 1, то актив представляется более рискованным, чем рынок, и тем самым ожидаемая доходность инвестора будет выше. Ну, а если коэффициент бета меньше 1, то актив соответственно представляется менее рискованным, чем рынок, и тем самым ожидаемая доходность инвестора будет ниже.⁸⁰

⁷⁹ Ким Л.И. Стратегический управленческий учет: Монография / Л.И. Ким. - М.: НИЦ ИНФРА-М, 2014. - 202 с.: 60x88 1/16 + (Доп. мат. znanium.com). - (Научная мысль). (обложка) ISBN 978-5-16-009571-4.

⁸⁰ Бухвалов А.В. Бухвалов, А.В. Лекции по избранным вопросам классических финансовых моделей : учеб. пособие [Электронный ресурс] / А.В. Бухвалов, Е.А. Дорофеев, В.Л. Окулов; под научн. ред. А.В. Бухвалова; Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2010. — 352 с. - ISBN 978-5-9924-0050-2.

Годы	Доходность актива j, %	Доходность рыночного портфеля активов, %
1	10	12
2	6	5
3	13	18
4	-4	-8
5	13	10
6	14	16
7	4	7
8	18	15
9	24	30
10	22	35



Формула CAPM выглядит следующим образом:

$$R_e = R_f + b * ERP,$$

где R_f – безрисковая ставка доходности

b – бета коэффициент (систематический риск)

ERP – премия за риск инвестирования в акционерный капитал

С математической точки зрения стоимостью капитала является процентная ставка, используемая для пересчета будущих потоков доходов в единую величину текущей стоимости. В экономическом же смысле стоимость капитала представляет собой альтернативную доходность, которую можно получить на фондовом рынке от инвестирования в бумаги, подобные по риску и сроку погашения рассматриваемому объекту инвестирования.

Основная идея модели оценки долгосрочных активов заключается в том, что существует только один источник риска, влияющий на долговременную доходность вложений в реальные активы и ценные бумаги. Модель CAPM утверждает, что этот риск есть рыночный риск, т. е. тенденция акций изменять свои позиции относительно уровня рынка акций в целом. Рыночная премия за риск рассчитывается на основе: 1) фактической доходности или 2) ожидаемой доходности.

В первом случае премия за риск исчисляется как среднегодовая величина за предшествующий моменту оценки длительный период — за многие годы. Такая оценка предполагает сохранение сложившихся ранее тенденций. Во втором случае используется модель дисконтированного денежного потока.

Еще один способ оценки темпов прироста изучается в модели оценки прироста нераспределенной прибыли. Данная модель может выглядеть как:

$$q = b * ROE,$$

где ROE — доходность собственного капитала;

b — доля доходов, которую предприятие реинвестирует.

Вычисления по этой формуле дают постоянный темп прироста. При этом предполагается что:

– доля нераспределенной прибыли остается неизменной;

– доходность собственного капитала, вложенного в новый инвестиционный проект, равна текущему показателю, ROE — ожидаемая доходность собственного капитала останется неизменной;

– предприятие не собирается эмитировать новые обыкновенные акции или эти новые акции будут продаваться по номиналу;

– будущие инвестиционные проекты предприятия будут иметь такую же степень риска, как уже существующие активы предприятия.

Показатели оценки процесса создания стоимости компании.

Основываясь на исследованиях некоторых западных специалистов, таких как Г. Дональдсон, А. Раппопорт, Р. Хиггинс, приходим к выводу, что компании, выбирающие неверную политику и пытающиеся достичь слишком больших темпов роста в кратчайший период, нередко становятся банкротами. Однако и слишком медленные темпы роста в рыночных условиях также неприемлемы, то есть нужна некоторая «золотая середина». Найти ее формализованными методами с большой точностью практически невозможно, можно задать лишь определенные ориентиры.

Рассмотренные модели могут служить основой для оценки эффективности деятельности современных акционерных обществ и построения системы управления компанией, имеющей в качестве основных ориентиров интересы собственников. Показатели, входящие в модели обладают возможностью пофакторного расщепления, что не только способствует пониманию влияния всех происходящих на предприятии процессов на конечную стоимость компании, что позволяет, на основании целевых стратегических показателей деятельности, установить для каждого уровня менеджмента свой набор оперативных контрольных показателей, определить их количественные целевые значения и допустимые отклонения, то есть осуществить переход от стратегических показателей к оперативным, от оценки эффективности работы компании в целом к оценке эффективности работы отдельных ее подразделений и менеджеров, создавая тем самым базу для системы мотивации персонала.

В настоящее время большинство ведущих мировых компаний функционируют на принципах управления стоимостью. В западной практике этот подход получил название стоимостной финансовый менеджмент - *VBM (Value-Based Finance Management)*. Такая организация управления означает, что воздействия менеджмента в конечном итоге направляются на достижение главной стратегической цели: максимизации стоимости бизнеса компании. В системе менеджмента - это построение системы оценки результатов деятельности на основе стоимости и выстраивание по этому интегрированному показателю рычагов управления. VBM ориентирует топ-менеджмент на максимизацию рыночной стоимости предприятия. Стоимость же предприятия определяется ее дисконтированными будущими свободными денежными потоками. *Принципиальным различием по сравнению с классической концепцией управления является ориентация на стоимость предприятия, а не на текущую прибыль, что, собственно, является и основной целью корпоративного управления.* Согласно концепции VBM, классические бухгалтерские критерии оценки деятельности компании неэффективны. К основным ограничениям традиционной финансовой отчетности относятся:

- Ориентация на прошлое, а не на будущее;
- Не позволяет оценить устойчивость финансовых результатов;

- Не показывает, что происходит со стоимостью предприятия.

Концепция управления стоимостью компании предполагает, что топ-менеджмент фирмы принимает лишь те управленческие решения, которые способствуют не только усилению текущей бизнес-модели предприятия, а направлены на ее устойчивое развитие.⁸¹ Существует прямая взаимосвязь между стоимостью компании и ее бизнес-моделью, так как в зависимости от

⁸¹ Бизнес-модель – это структурированное представление деятельности компании, которое можно описать с помощью ее взаимосвязанных элементов. Элементы же бизнес-модели можно обозначить следующим образом: как компания удовлетворяет потребности целевого клиента и как доносит и захватывает ценность, какую формулу прибыли компания использует для трансляции ценности клиентов в стоимость компании, и какими ресурсами и процессами обладает компания для тиражирования и защиты ценностного предложения для клиента и формулы прибыли.

используемой бизнес-модели или используемых бизнес-моделей напрямую зависит то, какими будут будущие свободные денежные потоки компании.

Согласно оценке рыночной стоимости предприятия методом дисконтированных денежных потоков, стоимость предприятия складывается из дисконтированных прогнозируемых свободных денежных потоков и приведенной стоимости остаточной стоимости бизнеса. Остаточная стоимость бизнеса, как правило, составляет 50% и более текущей стоимости предприятия. Таким образом, «управление стоимостью – это управление будущим».

В теории финансов стоимость актива (в т.ч. компании) определяется как дисконтированная стоимость свободных денежных потоков, доступных для владельцев капитала, и зависит, таким образом, от:

- 1) факторов операционной эффективности (темпа роста продаж, рентабельности продаж, эффективной налоговой ставки и др.);
- 2) факторов инвестиционной эффективности (эффективности инвестиций в оборотные активы и долгосрочные активы);
- 3) факторов финансовой эффективности (оптимизации структуры и стоимости капитала).

Данные факторы можно объединить термином фундаментальные показатели. Концепции и практические методики управления фундаментальными показателями достаточно хорошо изучены и отработаны на практике.

Один из существующих показателей, предназначенных для оценки процесса создания стоимости компании, является показатель *экономической добавленной стоимости (Economic Value Added (EVA))*. EVA является индикатором качества управленческих решений: положительная постоянная величина этого показателя свидетельствует об увеличении стоимости компании, тогда как отрицательная — о ее снижении.

Значительный вклад в разработку показателя экономической добавленной стоимости (EVA) внесен Беннетом Стюартом (G. Bennett Stewart) на основе разработок, основанной им в 80-х гг. XX в. консалтинговой компании «Stern Stewart & Co» и имеющей зарегистрированную торговую марку EVA.

$$EVA_k = I^*(ROIC_k - WACC_k) = NOPLAT_k - I^*WACC$$

- где EVA_k — экономическая прибыль в k -том году;

- I - сумма инвестированного капитала;
- WACC к - средневзвешенная стоимость инвестированного капитала в к-том году;
- ROIC к - рентабельность инвестиций в к-том году;
- NOPLAT к - чистая операционная прибыль за вычетом налогов.

SVA- метод «акционерной» добавленной стоимости (Shareholder Value Added) Показатель SVA подробно освещен в книге А. Рапппорта (Alfred Rappaport), написанной на основе результатов деятельности консалтинговой компании «L.E.K. Consulting», основанной им же в 80-х гг. и имеющей зарегистрированную торговую марку SVA.

SVA исходит из предположения о том, что создание добавленной стоимости для акционеров (положительная величина SVA) происходит в тот момент, когда рентабельность новых инвестиций компании превосходит средневзвешенные затраты на капитал ($ROIC > WACC$). При этом важным условием является то, что любые действия менеджеров компании должны быть направлены на получение дополнительной выгоды для собственников компании, которая фактически определяется приростом ее акционерного капитала (Shareholder Value).

• *Стоимость компании (Corporate Value)² = Рыночная стоимость инвестированного капитала в начале периода + Накопленная величина SVA прогнозного периода + Рыночная стоимость ценных бумаг и иных инвестиций (Marketable securities and other investments)³*

1 способ:

SVA = Изменение стоимости инвестированного капитала,

где:

Стоимость инвестированного капитала = накопленная текущая стоимость денежного потока + Текущая стоимость остаточной стоимости

2 способ:

SVA = Текущая стоимость остаточной стоимости – Текущая стоимость стратегических инвестиций, где:

• *Остаточная стоимость = капитализированное изменение чистой прибыли (NOPAT),*

• Текущая стоимость стратегических инвестиций =
= текущей стоимости изменения инвестированного капитала.

В результате формируется модель, позволяющая рассчитать стоимости компании:

$$V = СК + EVA,$$

где СК — стоимость чистых активов компании.

Благодаря тому, что в стоимость компании изначально включена стоимость ее чистых активов, модель не требует ряда корректировок, вводимых при расчете экономической добавленной стоимости.

Дивиденды и дивидендная политика: сущность и принципы формирования.

Управление финансами компании осуществляется исходя из интересов ее владельцев. Чаще всего при этом выделяются две основные цели - максимизация цены фирмы путем наращивания ее капитализированной стоимости и эффективная дивидендная политика.

Дивиденд (от лат. *dividendum* -- то, что надлежит разделить), доход, периодически (обычно ежегодно) выплачиваемый акционерам на каждую акцию из прибыли акционерного общества.

Дивидендная политика – совокупность ориентиров и ограничений по формированию распределения прибыли между собственниками в соответствии с их вкладом в уставной капитал и инвестициями в развитие компании.

Термин «дивидендная политика» связан с распределением прибыли в акционерных обществах. Однако, рассматриваемые принципы и методы распределения прибыли применимы не только к акционерным обществам, но и к любой иной форме корпорации – в этом случае меняется только терминология — вместо терминов акция и дивиденд используются термины пай, вклад и прибыль на вклад; механизм же выплаты доходов собственникам останется таким же. Инвестиционная политика предприятия требует определения и проведения предприятием дивидендной политики. Она включает выбор размера дивиденда, источника финансирования выплат и формы выплаты дивидендов.

Основной целью разработки дивидендной политики является установление необходимой пропорциональности между текущим потреблением прибыли собственниками и будущим ее ростом, максимизирующим рыночную стоимость предприятия и обеспечивающим стратегическое его развитие. Поэтому можно определить *дивидендную политику как составную часть общей стратегии корпорации, направленную на достижение максимизации доходов ее участников, и основная функция которой, как инструмента финансового механизма корпоративного управления, заключается в оптимизации пропорций между потребляемой и капитализируемой частями прибыли с целью максимизации рыночной стоимости предприятия.*⁸²

Из определения вытекает, что дивидендная политика, следуя двойственной природе корпорации, несет в себе двойную функцию. С одной стороны, дивидендная политика как инструмент финансового механизма корпоративного управления широко используется для достижения целей корпорации и реализации корпоративной стратегии, а с другой, выступает в качестве критерия оценки эффективности корпоративного управления.

Проще говоря, дивидендная политика, как составная часть управления структурой капитала, оказывает существенное влияние на положение компании на рынке капитала, в частности на динамику цены его акций, а также, представляя собой денежный доход акционеров, в определенной степени сигнализируют им о том, что коммерческая организация, в акции которой они вложили свои деньги, работает успешно.

Можно выделить 3 основные цели дивидендной политики компании:

1. Реинвестирование в масштабирование, увеличение доли влияния на рынке (например, многие IT компании почти не платят дивиденды либо со временем уменьшают их размер. В основном они направляют чистую прибыль в разработки и развитие новых стартапов. Показательные примеры в российском сегменте компания Yandex, в американском - Apple).

2. Увеличение стоимости (*Market Value*). Выплаты дивидендов для повышения инвестиционной привлекательности

⁸² Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.- Т.: Молия, 2008.

компании на фондовом рынке. Цель бизнеса является рост капитализации за счет регулярных, частых (раз в месяц) с постоянным увеличением размера дивидендных выплат. Так, например, ряд американских компаний направляет на выплаты дивидендов 100% и даже 150% от своей чистой прибыли, тем самым повышая краткосрочную инвестиционную привлекательность.

3. Доходы для собственников. Дивиденды — это непосредственно доходы собственников и акционеров компании.

Выплаты дивидендов в Республике Узбекистан могут осуществляться из «чистой прибыли общества за текущий год», а также «за счет специально предназначенных для этого фондов общества».⁸³ Поэтому, теоретически, предприятие может выплатить общую сумму текущих дивидендов в размере, превышающем прибыль отчетного периода. Однако базовым является вариант распределения чистой прибыли текущего периода.

К факторам, влияющим на дивидендную политику относятся обстоятельства формальной и неформальной, объективного и субъективного характеров. Они определяются существующими в каждой конкретной стране нормативными документами, регулирующими экономическую деятельность предприятия, национальными традициями, общими тенденциями в отношении выплаты дивидендов и многим другим.

Несмотря на различные подходы акционеров к целям инвестирования, а финансовых менеджеров к дивидендной политике, существует ряд факторов, требующих безусловного учета при использовании данного инструмента финансового механизма корпоративного управления и заключающихся в следующем:

- во-первых, дивидендная политика оказывает влияние на отношения с инвесторами. Акционеры негативно относятся к компаниям, которые сокращают дивиденды, потому что связывают такое сокращение с финансовыми трудностями компании и могут продать свои акции, влияя на снижение их рыночной цены. Поэтому, если компания принимает решение об увеличении дивидендов, она должна быть уверена в том, что сможет сохранить этот уровень дивидендов и в последующие годы;

⁸³ Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров», Ст. 56.

- во-вторых, дивидендная политика влияет на финансовую программу и бюджет капиталовложений предприятия. Сумма выплачиваемых дивидендов оказывает влияние на финансовые пропорции компании, ее бюджет и ликвидность;

- в-третьих, дивидендная политика воздействует на движение денежных средств предприятия (компания с плохой ликвидностью может быть вынуждена ограничить выплаты дивидендов). Дивиденды уменьшают собственный капитал компании, поскольку дивиденды выплачиваются из прибыли, оставленной на предприятии. При прочих равных условиях выплаты дивидендов приводят к увеличению соотношения между заемным и собственным капиталом;

- в-четвертых, дивидендная политика сокращает собственный капитал, так как дивиденды выплачиваются из нераспределенной прибыли;

- в-пятых норма дивиденда по акциям компании должна соответствовать средней рыночной норме доходности по финансовым вложениям аналогичного риска. В противном случае инвесторы предпочтут альтернативные источники вложения средств.

Таким образом, дивидендная политика определяет размер привлекаемых предприятием внешних источников финансирования и одновременно определяет долю средств, отвлекаемых от реинвестирования, для выплаты дивидендов. При прочих равных условиях, чем большая часть прибыли расходуется на выплату дивидендов, тем меньше средств может быть реинвестировано в компанию, тем медленнее темпы ее роста и тем медленнее, и проблематичнее, рост курсовой стоимости ее акций.

Инвесторы обычно выбирают компанию, дивидендная политика которой в наибольшей степени соответствует их целям инвестирования. Поэтому изменение дивидендной политики может вызвать большее неудовлетворение акционеров, чем низкий уровень дивидендов. Поэтому, стабильность дивидендной политики является одним из наиболее важных факторов, который влияет на отношение инвесторов компании.

Решение фирмы по поводу дивидендов часто переплетаются с другими решениями в области финансирования и инвестиций. Некоторые фирмы выплачивают низкие дивиденды, поскольку менеджеры, оптимистично воспринимая будущее своей компании,

намеренны использовать нераспределенную прибыль для расширения. В этом случае дивидендная политика является побочным продуктом решений фирмы по бюджетному (капитальному) планированию. Иная фирма может финансировать капитальные вложения главным образом за счет долга. Это высвобождает денежные средства для выплаты дивидендов. Тогда дивидендная политика фирмы является побочным продуктом решений в области заимствования.

В любом случае дивидендная политика должна способствовать реализации главной цели корпоративного управления – рост долгосрочной стоимости капитала акционеров.

Теоретические подходы к формированию дивидендных политик и соответствующие им типы дивидендных выплат. Виды дивидендных политик и их влияние на стоимость акционерного капитала.

С теоретической позиции выбор дивидендной политики предполагает решение двух ключевых вопросов:

1) Влияет ли величина дивидендов на изменение совокупного богатства акционеров?

2) Если да, то какова должна быть оптимальная их величина?

Утвердительный ответ на первый вопрос не вызывает сомнения — дивидендная политика, как и управление структурой капитала компании, оказывает существенное влияние на изменение благосостояния ее владельцев. Для того чтобы подтвердить эту достаточно очевидную истину, приведем одну из основных моделей оценки акций — модель Гордона:⁸⁴

$$V_t = \frac{D_i}{R - G}$$

где V_t - теоретическая стоимость акции;

D_i - ожидаемый дивиденд очередного периода;

R - приемлемая доходность (коэффициент дисконтирования);

G - ожидаемый темп прироста дивидендов.

⁸⁴ Gordon M.J. 1959. Dividends, earnings and stock prices, Review of Economics and Statistics. Vol. 41, May, pp. 99-105.

Из данного представления видно, что чем больше ожидаемый дивиденд и чем выше темп его прироста, тем больше теоретическая стоимость акции. Повышение стоимости акции как раз и равносильно увеличению благосостояния акционеров. Таким образом, напрашивается вывод о целесообразности наращивания величины дивиденда во времени. Однако такой вывод чересчур прямолинеен, поскольку можно рассуждать и иначе.

Во-первых, в классическом смысле выплата дивидендов предполагает, что компания в этот момент времени имеет в распоряжении крупную сумму свободных наличных денег; очевидно, что такая предпосылка верна не всегда, более того, ситуация, когда компания испытывает нужду в наличных денежных средствах, встречается гораздо чаще, причем это не обязательно связано с неудовлетворительным финансовым состоянием.

Во-вторых, выплата дивидендов уменьшает возможности рефинансирования прибыли, что с позиции долгосрочной перспективы может отрицательно повлиять на прибыли компании, т.е. и на благосостояние ее владельцев. При такой схеме рассуждений напрашивается прямо противоположный вывод — большие дивиденды невыгодны.

Другой известный экономист Д. Линтнер⁸⁵ разработал простую модель, которая согласуется с этими фактами и хорошо объясняет величину дивидендов. Допустим, фирма всегда придерживается намеченного коэффициента дивидендных выплат. Тогда дивиденды в предстоящем году (*DIV 1*) должны равняться постоянной доле прибыли на акцию (*EPS 1*):

$DIV 1 = \text{планируемые дивиденды} = \text{нормативный коэффициент} \times EPS 1$

Изменение дивидендов составит:

$DIV 1 - DIV 0 = \text{план. изменение} = \text{нормативный коэффициент} \times EPS 1 - DIV 0$

Фирма, которая всегда придерживается нормативного коэффициента дивидендных выплат, была бы вынуждена изменять размер дивидендов всякий раз при изменении прибыли. Но, по наблюдениям Линтнера, менеджеры делают это неохотно. Они

⁸⁵ Lintner, J. 1962. Dividends, earnings, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, pp.243–269.

полагают, что акционеры предпочитают устойчивый рост дивидендов. Поэтому, даже если условия позволяют значительно повысить дивиденды компании, менеджеры лишь частично продвинулись к нормативному уровню выплат. Таким образом, изменение дивидендов, видимо, вписывается в следующую модель:

$DIV1 - DIV0 = \text{корректирующий коэффициент } x \text{ планируемое изменение} = \text{корректирующий коэффициент } x \text{ (нормативный коэффициент } x \text{ EPS1 - DIV0)}$

Чем консервативнее компания, тем медленнее она станет двигаться к нормативному уровню и, следовательно, тем ниже будет корректирующий коэффициент.

Согласно простой модели Линтнера, размер дивидендов зависит частично от текущей прибыли фирмы и частично - от величины дивидендов в предыдущем году, которая, в свою очередь, зависит от прибыли в том же году и от величины дивидендов годом раньше, и т. д. Стало быть, если Линтнер прав, мы можем описать дивиденды через средневзвешенную величину текущих и прошлых прибылей. Вероятность повышения коэффициента дивидендных выплат будет наибольшей при росте текущей прибыли; она будет несколько меньше, если прибыль росла только в предыдущем году и т. д.

Выводы, которые можно сделать из данных представлений, заключаются в следующем:

1. Фирмы придерживаются установленного на длительный срок нормативного коэффициента дивидендных выплат. Зрелые компании, имеющие стабильный доход, обычно выделяют на дивиденды большую долю прибыли; у растущих компаний дивидендные платежи ниже (если они вообще платят дивиденды).

2. Менеджеры уделяют больше внимания изменению дивидендов, нежели их абсолютному уровню. Так, выплата дивидендов в размере 2,0 дол. является важным финансовым решением, если дивиденды предыдущего года составляли 1,0 дол., но не имеет особого значения, если дивиденды предыдущего года составляли те же 2,0 дол.

3. Изменение величины дивидендов является следствием долговременного и устойчивого изменения прибыли. Временные колебания прибыли, как правило, не сказываются на дивидендах.

4. Менеджеры неохотно идут на изменение дивидендов, если существует вероятность возврата к их прежнему уровню. Особенно они беспокоятся о том, чтобы не пришлось отменить объявленное повышение дивидендов.

Мы должны вычленить дивидендную политику из других проблем финансового менеджмента, поставив конкретный вопрос: «Какое влияние на стоимость оказывают изменения в выплате денежных дивидендов при данных решениях фирмы относительно капитальных вложений и займов?». Конечно, деньги на повышение дивидендов нужно откуда-то взять. Если объем инвестиций и займы фирмы мы принимаем за постоянную величину, то остается единственный возможный источник – выпуск акций. Таким образом, мы определяем дивидендную политику как компромисс между реинвестированием прибыли, с одной стороны, и выплатой дивидендов за счет выпуска новых акций – с другой.⁸⁶

С учетом рассмотренных принципов дивидендная политика АО формируется согласно основным этапам и использует механизмы основных *типов дивидендной политики*.

Большинство практиков считает проблему оптимизации дивидендной политики чрезвычайно актуальной. Однако признается и тот факт, что какого-то единого формализованного алгоритма в выработке дивидендной политики не существует - она определяется многими факторами, в том числе и трудно формализуемыми, например, психологическими. Поэтому каждая компания должна выбирать свою субъективную политику исходя, прежде всего, из присущих ей особенностей. Вместе с тем можно выделить две основополагающие инвариантные задачи, решаемые в процессе выбора оптимальной дивидендной политики. Они взаимосвязаны и заключаются в обеспечении:

- а) максимизации совокупного достояния акционеров;
- б) достаточного финансирования деятельности компании.

Эти задачи ставятся во главу угла при рассмотрении всех основных элементов дивидендной политики: источников дивидендов, порядка их выплаты, видов дивидендных выплат и др. Формированию оптимальной дивидендной политики в странах с

⁸⁶ См. подробнее Ричард Брейли, Стюарт Майерс Принципы корпоративных финансов.- М.: Олимп-бизнес. 2004. С. 57- 62, 406-428.

развитой рыночной экономикой посвящены многочисленные теоретические исследования.⁸⁷

- *теория независимых (нерелевантности) дивидендов* (Миллер М. и Модильяни Ф.) утверждает, что цена акций компании и ее рыночная капитализация не зависят от дивидендной политики. Инвесторам безразлично, получать доход в виде прироста стоимости акций или дивидендов. Стоимость предприятия определяется его способностью приносить прибыль при минимизации риска;

- *теория предпочтительности дивидендов или синица в руках* (Гордон М., Литнер Дж.) считали, что инвесторы оценивают каждый доллар ожидаемых дивидендов более высоко, чем доллар капитального дохода, поскольку дивидендная составляющая требуемой доходности их акций. Суть этого аргумента хорошо описывает известная поговорка: «Лучше синица в руках, чем журавль в небе»;

- *теория минимизации дивидендов или теория налоговых предпочтений* (Литценбергер Р., Рамасвами К.) отдаст предпочтение увеличению инвестиций и росту капитала, т. к. двойное налогообложение дивидендов невыгодно их получателям. То есть, необходимо минимизировать дивидендные выплаты при максимальном росте капитализации компании.

Практическое использование этих теорий позволило выработать три подхода к формированию дивидендной политики — «консервативный», «умеренный» («компромиссный») и «агрессивный». Каждому из этих подходов соответствует определенный тип дивидендной политики (Табл.2).

⁸⁷ M.H. Miller and F. Modigliani. "Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares". Journal of Business. Vol. XXXIV (October, 1961), 235-264; Lintner, J. 1962. Dividends, earnings, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations, Review of Economics and Statistics, Vol. 44, pp.243–269; Litzenberger, Robert H. and Krishna Ramaswamy, "The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?," The Journal of Finance, (May 1982), pp. 429-443.

Таблица 2

Основные типы дивидендных политик⁸⁸

Подход к формированию дивидендной политики	Варианты используемых типов дивидендной политики
I. Консервативный подход	1. Остаточная политика дивидендных выплат 2. Политика стабильного размера дивидендных выплат
II. Умеренный (компромиссный) подход	3. Политика минимального стабильного размера дивидендов с надбавкой в отдельные периоды
III. Агрессивный подход	4. Политика стабильного уровня дивидендов 5. Политика постоянного возрастания размера дивидендов

Теоретические дискуссии по поводу того, какая из рассмотренных теорий верна, продолжают до сих пор. Более того, большинство крупных компаний на Западе до 90-х годов XX столетия все же предпочитали регулярно выплачивать дивиденды. Примеры такого подхода, отдающего приоритет стабильности в дивидендной политике, приводятся в западной литературе.⁸⁹ Кроме

⁸⁸ Ретроспектива составлена по: Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. Н. Барышниковой.–М.:Олимп-Бизнес, 2008; Бланк И.А. Управление инвестициями предприятия. – Киев: Ника-Центр, Эльга, 2003; Ковалев В.В. Введение в финансовый менеджмент.–М.: Финансы и статистика. 2001.

⁸⁹ В частности, проведенное американскими учеными в 1987 г. обследование показало, что 76% компаний, котирующих ценные бумаги на Нью-Йоркской фондовой бирже (NYSE) и Американской фондовой бирже (ASE) и включенных в файлы системы «Standart and Poor's Compustat» выплачивали дивиденды своим акционерам (См. The New Corporate Finance, 1987. С.36). Известны также и весьма уникальные свидетельства отношения ряда компаний к выплате дивидендов. Так, «American Telephone and Telegraph Company» (AT&T), действующая на рынке связи и телекоммуникаций с 1885г., на протяжении всей своей истории не только постоянно выплачивает дивиденды, но даже ни разу не снизила их размера. Ряд американских компаний постоянно выплачивают дивиденды в течение почти 150 лет, а корпорация «Chemical New York» делает это с 1827 г! (См. Стивен Росс, Рэндольф Вестерфилд, Боздфорст

того, имеются многочисленные свидетельства о том, что любые серьезные изменения в области дивидендной политики немедленно отражаются на цене акций данной компании. Так, когда в мае 1987 г. известная фирма «Apple Computer» впервые в своей истории объявила о выплате дивидендов в размере четырех центов на акцию (всего 5 млн. долл.), рыночная цена ее акций в тот же день возросла на 219 млн. долл. США.⁹⁰

Тип дивидендной политики определяет характер выплат в зависимости от внешних условий. Выделяют следующие типы:

1. *Фиксированные дивидендные выплаты.* Компания выплачивает дивиденды постоянно и равными долями. Размер дивидендов не меняется. На практике зачастую размер таких выплат небольшой. Например, фонд Advisor Shares Dorsey Wright ADR ETF (AADR) выплачивает дивиденды размером 0,02%. На российском рынке такая политика у Юнипро для квазиоблигаций.

2. *Минимальный размер дивидендов с надбавками.* Данная политика более гибкая, т.к. подразумевает не только минимальный порог выплат, но и возможность для увеличения размера. Такая политика характерна для ММББ и МТС.

3. *Постоянный рост дивидендных выплат.* Такую стратегию выплат придерживаются многие иностранные компании, т.к. постоянные выплаты способствуют привлечению новых инвесторов и повышают стоимость компании на фондовом рынке. Четким примером служат «дивидендные аристократы» — это крупные компании, которые более 25 лет регулярно, с постоянным

ростом выплачивают дивиденды. К таким компаниям относят Coca-Cola (57 лет, темп годового роста размера дивидендных выплат-6,9%), Colgate-Palmolive (56 лет, темп роста выплат 7,11%).

4. *Лимитированный размер дивидендов.* Если компания получает чистую прибыль меньше, чем определенный уровень, то выплаты не осуществляются, а направляются на развитие производства.

5. *Пропорциональные выплаты.* Размер дивидендов устанавливается пропорционально размеру получаемой чистой прибыли. В частности в Российской Федерации все госкомпании

Джордан Основы корпоративных финансов / Пер. с англ. – М.: Лаборатория Базовых знаний, 2001.С.521).

⁹⁰ The New Corporate Finance, 1987. С.35

должны выплачивать 50% чистой прибыли по МСФО акционерам (пример: Сбербанк, Газпром, ВТБ 24).

В различных странах мира по-разному подходят к решению проблемы выбора дивидендной политики с учетом налогообложения. Например, в Великобритании, Австралии, Канаде и ряде других стран ставка налога одинакова, в Германии и Японии реинвестированная прибыль облагается по более высокой ставке по сравнению с выплаченными дивидендами, во Франции — наоборот. Кроме того, в большинстве стран существует дифференциация налогоплательщиков в отношении уплаты налогов; это также влияет на предпочтения той или иной группы инвесторов в отношении доли реинвестируемой прибыли.⁹¹

Вместе с тем, Фама и Френч выяснили,⁹² что после 1978 г., когда доля компаний, выплачивающих дивиденды, достигла рекордно высокого значения 67%, она начала стремительно сокращаться. Одна из причин в том, что за последние 20 лет число компаний открытого типа пополнилось огромным количеством мелких растущих фирм. Многие из этих новоиспеченных корпораций принадлежат к сектору высоких технологий, не имеют прибыли и, соответственно, не платят дивидендов. Но такой приток недавно зарегистрированных растущих фирм не вполне объясняет спад популярности дивидендов. Похоже, даже крупные и прибыльные компании сегодня менее склонны платить дивиденды, чем прежде. Сегодня изучение ситуации с дивидендными платежами в США, выясняется, что из всех компаний открытого типа только каждая пятая платит дивиденды.

Порядок и формы выплаты дивидендов.

В любой стране имеются определенные нормативные документы, в той или иной степени регулирующие различные стороны хозяйственной деятельности, в том числе и порядок выплаты дивидендов, основными формами которого могут быть следующие:

⁹¹ См. подробнее Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: Олимп-Бизнес, 2008.

⁹² E. F. Fama and K. R. French. Disappearing Dividends: Changing Characteristics or Lower Propensity to Pay? // Journal of Financial Economics. 60. 2001. P. 3—43.

1. Выплаты дивидендов наличными деньгами (чеками). Это наиболее простая и самая распространенная форма осуществления дивидендных выплат.

2. Выплата дивидендов акциями. Такая форма предусматривает предоставление акционерам вновь эмитированные акции на сумму дивидендных выплат. Она представляет интерес для акционеров, менталитет которых ориентирован на рост капитала в предстоящем периоде. Акционеры, предпочитающие текущий доход, могут продать в этих целях дополнительные акции на рынке.

3. Автоматическое реинвестирование. Эта форма выплаты предоставляет акционерам право индивидуального выбора — получить дивиденды наличными, или реинвестировать их в дополнительные акции.

4. Выкуп акций компанией. Рассматривается как одна из форм реинвестирования дивидендов, в соответствии с которой на сумму дивидендного фонда компания скупает на фондовом рынке часть свободно обращающихся акций. Это позволяет увеличивать размер прибыли на одну оставшуюся акцию и повышать коэффициент дивидендных выплат в предстоящем периоде. Такая форма дивидендов требует согласия акционеров.

Кроме того, существуют и национальные традиции в содержании дивидендной политики, общих тенденциях в отношении выплаты дивидендов.

Формы дивидендных выплат:

- *кумулятивные дивиденды* - предоставляют возможность накопления дивидендов по привилегированным акциям;

- *дивиденды участия* – дивиденды, дающие право владельцам привилегированных акций получать дивиденды наравне с владельцами обыкновенных акций;

- *фиксированные дивиденды* – фиксированная доля номинальной стоимости привилегированных акций или дивиденды, определяемые уставом;

- *дивиденды с переменной ставкой* – выплачиваемые по плавающей ставке.

Дивидендная политика является мощным инструментом финансового механизма корпоративного управления для достижения поставленных перед АО целей. Поэтому даже при наличии достаточной прибыли размер дивидендов, порядок и сроки

выплаты играют важную роль в повышении инвестиционной привлекательности АО и ликвидности акций.

В обществе рекомендуется установить прозрачный и понятный акционерам механизм определения размера дивидендов и их выплаты. Информация о стратегии общества в отношении определения размера дивидендов и их выплаты необходима как существующим, так и потенциальным акционерам общества, поскольку она может значительно повлиять на их решения относительно приобретения или продажи акций общества.

Инвестируя свои средства путем приобретения акций общества, акционеры рассчитывают на получение определенного дохода от этих инвестиций. Такой доход не обязательно должен принимать форму дивидендов, поскольку чистая прибыль общества, не распределенная в виде дивидендов, в конечном счете, увеличивает стоимость активов и рост капитализации общества, а значит благосостояние акционеров.

В любом случае, политика общества в отношении выплаты дивидендов существенно затрагивает интересы акционеров. В этой связи в обществе рекомендуется утвердить дивидендную политику, которой будет руководствоваться Наблюдательный совет общества при принятии решений о выплате дивидендов. Эту политику целесообразно сформулировать в Положении о дивидендной политике – внутреннем документе общества, который разрабатывает Наблюдательный совет и утверждает Общее собрание акционеров.

При определении содержания Положения о дивидендной политике общества следует исходить из необходимости обеспечения прозрачности механизма определения размера дивидендов и их выплаты. Поэтому в Положении рекомендуется формулировать как общие задачи общества по повышению благосостояния акционеров и обеспечению роста капитализации общества, так и конкретные основанные на законах и подзаконных актах правила, регламентирующие порядок расчета чистой прибыли и определения части прибыли, направляемой на выплату дивидендов, условия их выплаты, порядок расчета размера дивидендов по акциям, размер дивидендов по которым уставом общества не определен, минимальный размер дивидендов по акциям разных категорий (типов), порядок выплаты дивидендов, в том числе сроки, место и форма их выплаты.

В Положении о дивидендной политике рекомендуется также установить порядок определения минимальной доли чистой прибыли общества, направляемой на выплату дивидендов и условия, при которых не выплачиваются, или не полностью выплачиваются, дивиденды по привилегированным акциям, размер дивидендов по которым определен в уставе общества.

При определении порядка выплаты дивидендов общество должно стремиться к обеспечению наиболее удобного для акционеров и соответствующего требованиям законодательства способа их получения. В этой связи юридическим лицам дивиденды рекомендуется выплачивать только в безналичном порядке.

Выплата дивидендов физическим лицам по их желанию может осуществляться как наличными денежными средствами, так и в безналичном порядке. В случае выплаты дивидендов в безналичном порядке обществу рекомендуется разъяснить акционерам их обязанность известить общество об изменении их банковских данных и последствия несоблюдения этой обязанности.

Резюмируя материал, изложенный в данной теме, необходимо отметить, что дивидендная политика является предметом дискуссий – это фундаментальный вопрос в финансах, поскольку он оказывает значительное влияние на инвестиционные и финансовые решения компаний. Дивиденд - это доход акционеров от денег, вложенных в приобретение акций данной компании. Согласно Westerfield (Вестерфилду) и Jordan (Джордану) (2007), дивидендная политика направлена на максимальное увеличение прибыли акционеров, включая дивиденды и прирост капитала.

По этой причине большинство компаний интересуются тем, какая часть их доходов или прибыли должна быть выплачена акционерам, а также сумма, которую следует оставить для дальнейших инвестиций. Следовательно, оптимальное решение о выплате дивидендов имеет важное значение. При определении решений АО или компании о выплате дивидендов в качестве потенциальных переменных, влияющих на решение по дивидендной политике, обычно используется ряд характеристик рынка и компании (таких как прибыльность, ликвидность, размер фирмы, рост, инвестиционные возможности и т. д.). Решающим фактором, которому уделялось меньше внимания в дивидендной политике, является управление оборотным капиталом. Управление оборотным капиталом включает в себя способность фирмы

эффективно управлять своими текущими активами и обязательствами таким образом, чтобы обеспечить максимальную доходность активов и для акционеров.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. Перечислите виды стоимости корпорации и заинтересованных в них лиц.
2. В чем отличие стоимости активов корпорации от рыночной капитализации?
3. Как корпоративное управление влияет на рыночную стоимость корпорации?
4. Как структура капитала (собственный и заемный капиталы) влияет на стоимость корпорации?
5. Перечислите модели оценки стоимости капитала.
6. В чем смысл управления стоимостью капитала и какие органы корпоративного управления за это ответственны?
7. В чем сущность и принципы формирования дивидендной политики корпорации?
8. Как дивидендная политика влияет на стоимость корпорации?
9. Охарактеризуйте наиболее известные теоретические подходы к формированию дивидендных политик и соответствующие им типы дивидендных выплат.
10. Порядок и формы выплаты дивидендов.
11. Ограничения на выплату дивидендов в акционерном обществе.

ТЕМА 8. РАЗРАБОТКА КОРПОРАТИВНЫХ СТРАТЕГИЙ И ОЦЕНКА ЭФФЕКТИВНОСТИ ФИНАНСОВО- ХОЗЯЙСТВЕННОЙ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ КОРПОРАЦИИ

*«Для корабля, который не знает в какую гавань ему идти
— ни один ветер не будет попутным».*

Луций Сенека

Учебные вопросы:

Стратегическое планирование в системе корпоративного управления. Принципы планирования корпоративной стратегии. Алгоритм формирования стратегии. Участие органов корпоративного управления в разработке корпоративных стратегий. Бизнес-план: необходимость, структура и основное содержание.

Оценка эффективности корпоративных стратегий. Коэффициентный анализ финансово-хозяйственной и инвестиционной деятельности корпорации.

Стратегическое планирование в системе корпоративного управления.

Для корпораций в условиях современной экономики Узбекистана возрастает роль стратегического планирования как обязательного элемента рыночной системы. При этом, исходя из двойственной природы корпорации стратегическое планирование, как инструмент финансового механизма корпоративного управления с одной стороны, состоит из организационно-технических аспектов, заключающихся в объективной необходимости координации деятельности людей во времени, в пространстве и в конкретной экономической обстановке. С другой стороны, существуют социально-экономические аспекты управления, определяющие цель, характер и инструментарий управленческой деятельности. Именно вторая сторона управления и представляет собой базис формирования стратегии корпоративных структур в условиях экономики переходного периода, так как связывает прошлое с будущим через настоящее и обеспечивает непрерывное протекание всех управляемых, регулируемых процессов.

С этой точки зрения управление корпорацией рассматривается как процесс целенаправленного воздействия на объект, осуществляемого для организации его функционирования

по заданному плану. Предлагаемый подход в качестве базы использует план, как намеченную на определенный период работу с указанием ее целей, содержания, объема, методов, последовательности и сроков выполнения.

Реализация различных корпоративных стратегий требует соответствующего финансового обеспечения. Для краткосрочных корпоративных стратегий основной задачей финансового обеспечения является формирование необходимого объема финансовых ресурсов, уровень затрат на аккумуляцию которых определяется критическими значениями с учетом возможности удешевить финансовый источник в дальнейшем. Для среднесрочных стратегий возможно поэтапное решение задачи аккумуляции финансовых ресурсов с заданной степенью равномерности. Для долгосрочных стратегий возможно формирование источников финансовых ресурсов с заданной стоимостью.

Наиболее привлекательными с точки зрения финансового обеспечения являются долгосрочные стратегии, которые позволяют не только выбирать источники финансирования, но и формировать их в соответствии с максимальной степенью учета не только конъюнктуры финансовых рынков, но и экономических интересов предприятия. Для АО стратегии могут носить финансовый характер и выражаться в повышении курсовой стоимости акций. К числу финансовых рычагов в этом случае относятся прибыль, дивиденды, а финансовыми методами обеспечения роста размеров дивидендов и чистой прибыли являются мероприятия по снижению издержек и повышению рентабельности производства. Если финансирование предполагается за счет размещения акций и облигаций на рынке ценных бумаг, то необходимо определение круга инвесторов и предельного бюджета рекламной компании по повышению уровня узнаваемости корпорации.

В системе стратегического планирования важное место должно отводиться анализу перспектив корпорации, задачей которого является выяснение тех опасностей, возможностей, а также отдельных чрезвычайных ситуаций, которые способны изменить сложившиеся тенденции. Схема в рис. 8.1 отражает сферу действия стратегического планирования корпорации.

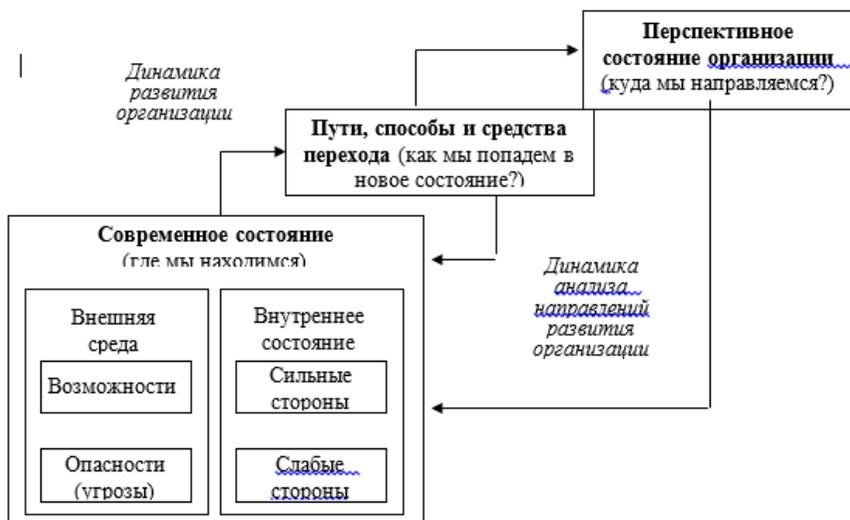


Рис. 8.1. Сфера действия стратегического планирования⁹³

Принципы планирования корпоративной стратегии.

Процесс планирования корпоративной стратегии должен строиться на следующих основных принципах:

Принцип единства (холизма) предполагает, что формирование стратегии должно иметь системный характер. Понятие «система» в данном случае означает существование не просто совокупности элементов, а возникновение новых свойств, не присущих каждому элементу в отдельности (синергия). При этом должно обеспечиваться единое направление развития элементов системы, ориентирование на миссию и цели корпорации.

Принцип непрерывности определяется следующими предпосылками:

- неопределенность внешней среды и наличие непредусмотренных изменений требуют корректировки ожиданий корпорации относительно внешних условий и соответствующих исправлений, уточнений стратегии и планов;
- изменяются не только фактические предпосылки, но и

⁹³ Хамидулин М.Б. развитие финансового механизма корпоративного управления. -Т.: Молия.- С.119.

представления корпораций о своих внутренних ценностях и возможностях, что особенно характерно для интегрированных корпоративных структур;

- необходимо обеспечить постоянную вовлеченность работников корпорации в разработку стратегии и плановую деятельность со всеми вытекающими из этого выгодами.

Принцип гибкости взаимосвязан с принципом непрерывности и заключается в придании процессу разработки стратегии и планов способности менять свою направленность в связи с возникновением непредвиденных обстоятельств. («*Планы ничто-планирование бесценно*» Дуайт Эйзенхауэр). С финансовой точки зрения обеспечение принципа гибкости нуждается в дополнительных затратах, причем уровень затрат должен соотноситься с вероятным будущим риском.

Принцип точности предполагает, что стратегия должна быть конкретизирована и детализирована в той степени, в какой позволяют внешние и внутренние условия деятельности корпорации.

Принцип участия тесно связан с принципом единства и означает, что процесс разработки стратегии должен привлекать к себе всех, кого он непосредственно затрагивает. Планирование, основанное на принципе участия, объединяет две функции управленческого воздействия, которые часто вступают в противоречие друг с другом, - оперативное руководство и планирование, примирение которых достигается посредством использования инструментов финансового механизма корпоративного управления.

Алгоритм формирования стратегии.

В настоящее время вопросы построения процесса стратегического планирования, особенно применительно к деятельности отдельной фирмы, представлены в литературе достаточно объемно.⁹⁴ Однако предлагаемые модели носят

⁹⁴ См. например: Пинто Дж. К. Управление проектами / Перев. с англ. под ред. В.Н. Фунтова – СПб.: Питер, 2004; Норткотт Д. Принятие инвестиционных решений: Пер. с англ. Под ред. А.Н. Шохина – М.: Банки и биржи, ЮНИТИ, 1997; Дитхелм Г. Управление проектами. В 2 т. Т. I: пер. с нем.-СПб.: Издательский дом «Бизнес-пресса», 2003.

неоднозначный характер по масштабности, сфере применения, характеристикам макро- и микросреды, и др., что вызывает определенные трудности при их использовании в отечественных условиях. В целом модель процесса стратегического планирования представить в виде алгоритма как это показано в рис. 8.2.



Рис. 8.2. Алгоритм формирования стратегии⁹⁵

⁹⁵ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. -Т.: Молия, 2008.-С.121

Детализация первой фазы включает три этапа: определение содержания, оценка необходимости и окончательное формулирование миссии. Здесь же предложена последовательность операций, раскрывающая работу на каждом этапе.

Цели корпорации, принимаемые в качестве исходной базы для разработки корпоративных стратегий, выбираются в зависимости от отраслевой принадлежности и миссии корпорации. Цель – это конечный результат, на который должны быть направлены работы («Человек всегда прикован к прошлому: как бы далеко и быстро он ни бежал, цель бежит вместе с ним», - Фридрих Ницше):

- стратегическая позиция, которую следует занять;
- задача, которую следует решить;
- результат, который следует получить;
- продукт, который следует произвести;
- или услуга, которую следует оказать.

В общем виде совокупность сфер, как исходная база при формировании целей представлена в Рис. 8.3.



Рис. 8.3. Основные сферы формирования целей корпорации

Если стоит задача выбрать одну цель для характеристики поведения корпорации, то это должна быть долгосрочная, максимально возможная прибыль. Опыт работы корпораций на

отечественном и зарубежном рынках показывает, что среди финансовых целей большое распространение получили следующие:

1. Расширение пределов получения прибыли.
2. Рост денежных поступлений.
3. Увеличение прибыли на вложенный капитал.
4. Повышение цены акций.
5. Упрочение финансового имиджа.
6. Стабилизация дохода в периоды экономических спадов.
7. Диверсификация направлений получения прибыли.
8. Завершающей стадией второй фазы является оценка

целей.

В последние годы в отечественной практике стратегического управления происходит изменение «интереса эпохи»: от идеи «меньшего регулирования» - к идее «лучшего регулирования», или *SMART-управления*:

- S Specific (Специфичность) – Цель нужно описать простыми и понятными словами.

- M Measurable (Измеримость) – Цель должна быть измеримой, распадаться на промежуточные результаты или фазы.

- A Achievable (Достижимость) – Цель должна быть уместной и соответствовать ситуации.

- R Reasonable (Обоснованность) – Цель должна соответствовать возможностям организации, рыночной ситуации, имеющимся ресурсам.

- T Time bound (ограниченность временными рамками) – Цель должна быть ограничена временными рамками с четкой датой начала и завершения проекта.

Анализ деятельности корпораций с позиций реализации целей показывает, что для оценки качества целей необходимо сформировать такую совокупность критериев, которая максимально охватывала бы все сферы деятельности корпораций, совокупность основных критериев оценки качества целей корпоративных стратегий представлена в рис. 8.4.

Конкретность и измеримость целей создают руководству четкую базу отчета для последующих решений и оценки хода работы. Достижимость целей предполагает приемлемый уровень усилий работников и достаточность ресурсов. Ориентация во времени представляет конкретный горизонт прогнозирования достижения результата.



Рис. 8.4. Критерии оценки качества целей⁹⁶

Второй блок вопросов, которые должны быть решены на данной фазе - определение задач. Исследования показывают, что часто отсутствует четкое разграничение между целями и задачами уже на понятийном уровне, что затрудняет процесс разработки стратегии как программы действий.

Третья фаза - оценка воздействия внешней среды, предполагает рассмотрение последней с позиций макро- и микроокружения. Для обеспечения эффективности операций при оценке воздействия внешней среды с учетом особенностей отечественных условий экономики переходного периода предлагается многоуровневый подход. В основу такого подхода положен следующий принцип: внешняя среда, как подсистема в рамках корпоративного менеджмента, представляется в виде групп элементов - факторов. Воздействие этих групп оценивается на макроуровне (общая среда или макроокружение), мезоуровне (рабочая среда) и микроуровне (внутренняя среда). При этом оценка воздействия внешней среды должна производиться не только по

⁹⁶ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. -Т.: Молия, 2008.-С.123.

группам факторов одного уровня, но и с учетом взаимного влияния факторов различных уровней.

Макросреда - это среда косвенных контактов корпорации, которая воздействует на желаемые очертания корпорации как опосредованно, так и непосредственно, осуществляя вмешательство через четыре группы факторов среды, которые действуют как самостоятельно, так и во взаимодействии друг с другом (Табл.1).

Анализ деятельности корпораций показывает, что реализация операций третьей и четвертой фаз представляет собой итеративный процесс. Одна из задач финансового механизма корпоративного управления состоит в том, чтобы обеспечивать поддержание баланса между системой и внешней средой. Реализация данной задачи происходит в процессе создания продукции и ее обмена во внешней среде на ресурсы, необходимые для обеспечения функционирования корпорации.

Таблица 1

Факторы макросреды воздействия на корпорацию

Экономические	Политические	Социальные	Технологические
Тенденции валового национального продукта. Процентные ставки. Денежные ресурсы. Уровень инфляции. Уровни безработицы. Регуляторы заработной платы/ цен. Девальвации / ревальвация. Возможности использования и стоимость энергоресурсов. Чистый доход	Антимонопольное регулирование. Законы о защите окружающей среды. Налоговое законодательство. Специальные стимулы. Правила внешней торговли. Отношение к иностранным компаниям. Трудовое законодательство. Стабильность политики правительства	Изменения в образе жизни. Перспективы служебного роста. Потребительская активность. Темпы образования семьи. Темпы роста населения. Возрастная характеристика населения. Региональные миграции населения. Продолжительность жизни. Темпы рождаемости.	Общие государственные расходы на НИОКР. Общие расходы на НИОКР в промышленности. Направления концентрации технологических усилий. Патентная защита. Новая продукция. Достижения коммерциализации научных результатов. Повышение производительности за счет автоматизации.

Пятая фаза - анализ стратегических альтернатив предусматривает преобразование результатов анализа среды в стратегическую программу корпорации. В ходе анализа поэтапно решаются две задачи:

1. Сравнение намеченных корпорацией ориентиров и реальных возможностей.

2. Анализ возможных вариантов будущего корпорации и определение соответствующих стратегических альтернатив.

Обобщение опыта деятельности корпораций в Узбекистане показывает, что наиболее приемлемым для решения первой задачи является метод разрыва, позволяющий определить, существует ли разрыв между целями корпорации и ее возможностями, и, если да, установить, как «заполнить» его. С учетом имеющихся рекомендаций различных авторов⁹⁷ алгоритм метода может быть представлен в следующем виде:

- определение мотивации деятельности корпорации, выраженной в терминах планирования стратегии;
- выяснение реальных возможностей корпорации с точки зрения текущего состояния среды и предполагаемого будущего состояния, например, через 3 или 5 лет;
- нахождение конкретных показателей стратегического плана, соответствующих основной мотивации корпорации;
- установление разницы между показателями стратегического плана и возможностями, диктуемыми реальным положением корпорации;
- разработку специальных программ и способов действий, необходимых для заполнения разрыва.

Решение второй задачи предусматривает определение стратегических альтернатив, прежде всего в области общих стратегий, которые в состоянии смягчить или ликвидировать разрыв между намеченными ориентирами и возможностями среды. Основными моделями, используемыми для решения второй задачи, являются: модель анализа динамики издержек и кривая опыта; модель жизненного цикла товара; модель «продукт - рынок»; портфельные модели анализа стратегии (матрица БКГ,

⁹⁷ См. например, Thompson A.A. Jr., Strickland III A.J. Strategic Management: Concepts and Cases, 3 rd ed. Plano.Tex: Business Publications, 1984.

многофакторная матрица «Мак-Кинси», модель комплексного делового анализа PIMS и др.).

Шестая стадия - формирование стратегии; на основании базовой, конкурентной и функциональных стратегий обеспечивает выработку общей стратегии. Формирование базовой стратегии решает две главные задачи:

1. Отбор и развертка основных элементов базовой стратегии корпорации.

2. Выявление и формулирование конкретной роли каждого субъекта внутрикорпоративного организационно-хозяйственного механизма при реализации стратегии и определение способов распределения ресурсов между ними.

Разнообразие базовых стратегий может быть сведено к следующим основным типам: стабильности, роста, сокращения и сочетания. В зависимости от ценностей и возможностей корпорация может выбрать один из них или применять определенные сочетания различных типов, что характерно для крупных, дифференцированных корпоративных систем. На основании трех стратегий (базовой, конкурентной и функциональной) формулируется общая стратегия корпорации.

Участие органов корпоративного управления в разработке корпоративных стратегий.

С учетом технологической сложности процесса планирования стратегии корпорации и с позиций системного подхода организация процесса планирования предусматривает комплекс мероприятий, направленных на создание и развертывание системы планирования, и обеспечение ее эффективного функционирования при реализации, как отдельных фаз, так и технологического процесса в целом. Это предполагает, с учетом базовых принципов стратегического планирования, участие всех органов корпоративного управления в разработки стратегии корпорации (Рис. 8.5).



Рис. 8.5. Уровни планирования стратегии корпорации⁹⁸

Бизнес-план: необходимость, структура и основное содержание.

При осуществлении стратегии развития бизнеса перед большинством предприятий встают вопросы освоения производства новых видов продукции, новых технологии производства, выхода на новые рынки сбыта. Для предварительной проработки этих вопросов используются методы инвестиционного планирования и анализа, а итоговым документом, объединяющим полученные результаты, является бизнес-план инвестиционного проекта или дальнейшего развития бизнеса. Наличие этого документа - необходимое условие для эффективного осуществления капитальных вложений.

Для предприятий, находящихся в тяжелом финансовом положении возрастает значение бизнес-плана как инструмента, обеспечивающего целенаправленное решение актуальных задач предприятия и вскрывающего положительные и отрицательные аспекты выбранного направления развития предприятия. При реализации инвестиционного проекта бизнес-план позволяет

⁹⁸ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. -Т.: Молия, 2008.- С.126.

полностью контролировать сроки выполнения всех этапов работ, финансовые потоки, соответствие фактических действий исполнителей целям проекта.

Бизнес-план:

- Является основным плановым документом, определяющим предпринимательскую деятельность любого хозяйственного субъекта независимо от масштабов, сферы деятельности и организационно-правовой формы предприятия (собственности).

- Представляют собой подробное описание всех хозяйственных действий, где объективно рассчитаны все виды необходимых ресурсов, а также реальные способы реализации конкретных заданий для достижения поставленных целей.

- На начальном этапе проработки инвестиционного проекта бизнес-план позволяет оценить потенциальные возможности производства и реализации продукции (спрос на продукцию, емкость рынка и уровень конкуренции), финансовые затраты, потребность в материально-технических и трудовых ресурсах, возможные риски осуществления проекта.

- Кроме того, в случае недостатка собственных средств бизнес-план является важным инструментом привлечения внешнего финансирования (кредитов и займов).

Бизнес-план дает возможность:

- определить пути и способы достижения поставленных целей, разработать концепцию ведения бизнеса;

- использовать конкурентные преимущества и смягчить влияние слабых сторон предприятия;

- доказать и продемонстрировать обоснованность, надежность и реализуемость проекта;

- определить потребность в капитале и денежных средствах;

- предотвратить ошибки и принять защитные меры против различных рисков;

- контролировать процессы развития фирмы;

- объективнее оценивать результаты финансово-хозяйственной деятельности;

- привлекать денежные средства (кредиторов и потенциальных инвесторов).

Функции бизнес-планирования:

- *иницирование* – активизация, стимулирование и мотивация намечаемых действий;

- *прогнозирование* – предвидение и обоснование будущего состояния фирмы;

- *оптимизация* – выбор наилучшего варианта развития предприятия;

- *координация и интеграция* – учет взаимосвязи и взаимозависимости всех структурных подразделений компании с ориентации их на единый общий результат;

- *безопасность управления* – информирование о рисках для принятия предупреждающих мер по уменьшению или предотвращению отрицательных последствий;

- *упорядочение* – создание единого общего порядка для успешной работы и ответственности;

- *контроль* – отслеживание выполнения плана, выявление и корректировка ошибок;

- *воспитание и обучение* – благоприятное воздействие образцов рационально спланированных действий на поведение работников и возможность их обучения;

- *документирование* – представление действий в документальной форме.

Потребность в разработке бизнес-плана:

- Для решения внутренних задач (управления предприятия);

- Для решения внешних задач (установление контактов с другими партнерами);

- При разработке проспектов эмиссии ценных бумаг;

- При обосновании государственной поддержки предприятия;

- При подготовке заявок на получение кредитов в коммерческих банках;

- При организации выпуска новой продукции;

- Создания свободных экономических зон;

- Привлечении иностранных инвестиций;

- Приватизации предприятия;

- Для назначения исполнительного руководителя в системе корпоративного управления.

В зависимости от потребности разработку бизнес-плана могут осуществлять различные лица, либо разработка осуществляется в кооперации различных заинтересованных сторон. (Табл. 2)

Таблица 2

Бизнес-план может быть подготовлен:

Тип разработчиков	Возможные преимущества и недостатки планирования	
	Преимущества	Недостатки
Предприниматель, владельцы, Наблюдательный совет АО	Ориентированность на прирост частного капитала и экономность.	Стремление к безрисковой деятельности, относительно низкий уровень экономических и технических знаний.
Топ-менеджмент и специалисты компании	Относительно высокая профессиональная компетентность осведомленность о всех нюансах деятельности компании.	Замкнутость на устоявшемся производстве, неприятие дополнительных нагрузок от реорганизаций, стремление планировать удобное для исполнения.
Внешние консультанты	Свежий взгляд со стороны, большой опыт диагностики, анализа и планирования, более высокий уровень маркетинговых и оптимизационных исследований.	Относительно высокая стоимость проектных работ, преобладание малопрактичных теоретических схем, иное отношение к планированию: для консультантов красивый бизнес-план – уже результат работы, а для остальных – только план действий нацеленный на достижение результата.

Структура бизнес-плана

- *Титульный лист*
- *Краткое описание (резюме)*
- *Описание предприятия и стратегия его развития*
- *Маркетинг-план предприятия*
- *Производственный план*
- *Управление и организация производства*
- *Финансовый план*
- *Факторы риска*

Поскольку цель любого бизнеса-получение прибыли, задача бизнес-плана представить итоговую цифру чистой прибыли. Отсюда функцией описательной части каждого основного раздела бизнес-плана является обоснование финансовых результатов. Таким образом резюмирующие результаты основных разделов бизнес-плана можно в упрощенном виде представить *в виде*

четырёх последовательных формул:

1. **Маркетинг план проекта: Валовая выручка = объем продаваемого за период продукта * цену единицы продукта.**

Отсюда задача маркетингового раздела путем изучения рынка определить какой объем продукта может потребить рынок и по какой цене (экономическая категория - спрос). В перспективе наиболее оптимальным считается построение системы CRM (*Customer Relationship Management, то есть «управление отношениями с клиентами»*).

2. **Производственный план проекта: Доход = валовая выручка – себестоимость продукта.**

Производственный план включает проведение работ: входные данные и требования к производству; технологический процесс; календарный план производства по подразделениям; материальная база предприятия; потребность в ресурсах по производственной программе; потребность в основных фондах; штатное расписание; потребность в персонале и издержки по ФОТ; критерии премирования персонала; амортизационные отчисления; смета расходов и калькуляция себестоимости; выходные данные плана.

Отсюда задача производственного плана проекта определить потребность в основных производственных фондах, ресурсах (в т.ч. человеческих), оптимальную их организацию с целью производства необходимого количества продукта с наименьшими издержками и соответствующим качеством (исходя из результатов спроса на продукцию).

В мировой практике такие системы получили название Всеобщее управление качеством (англ. *Total Quality Management, TQM*) - общеорганизационный метод непрерывного повышения качества всех организационных процессов.

3. **Управление и организация: Прибыль = Доход – административные расходы.**

Задача данного раздела обосновать наиболее оптимальную организационную структуру бизнеса, позволяющую минимизировать непроизводственные расходы.

Управление и организация производства должны решать

следующие задачи: для чего нужен управленческий аппарат если сырье и др. ресурсы своевременно не подведены к производству, а готовая продукция своевременно не отводится от производства; снабжение и сбыт; требования к организационной структуре предприятия; адекватность организационной структуры требованиям производственного плана; проектирование структуры предприятия; входные и выходные данные плана; организационно-правовая форма хозяйствования (частное предприятие, общество с ограниченной ответственностью, акционерное общество и пр.); место расположения предприятия (почтовый и юридический адрес)- для целей налогообложения; система налогообложения; расчет точки безубыточности.

4. Финансовый план проекта: *Чистая прибыль = прибыль – проценты за привлеченные инвестиционные ресурсы.*

Задачей финансового раздела бизнес-плана обособить привлечение финансовых ресурсов с наибольшим инвестиционным сроком по наименьшей цене обслуживания (в случае кредитных ресурсов), что в конечном итоге обеспечит скорейшей возврат вложенных средств и принесение дохода.

Финансовый план включает: входные данные и требования к финансовому плану; строительство бюджета предприятия; оборотный капитал; производственные материалы; запасные части; незавершенная продукция; готовые изделия; потребность в оборотном капитале и общая потребность в финансовых ресурсах; планирование денежных потоков; проект баланса и отчета о финансовых результатах на конец года; финансовая оценка бизнес-плана; источники финансовых ресурсов и их обслуживание; эффективность бизнеса и оценка денежных потоков.

Оценка эффективности корпоративных стратегий.

Завершающим этапом разработки и реализации стратегических планов корпорации является его оценка. В опубликованной зарубежной и отечественной литературе рекомендуется использовать свыше 50 критериев (показателей, коэффициентов), имеющих большое разнообразие групп, названий и

алгоритмов расчета.⁹⁹ Однако применительно к деятельности корпораций в условиях экономики переходного периода использование такого объема критериев не обеспечивает требуемой эффективности, особенно на начальной стадии - проведении экспресс-анализа. Упрощенный вариант оценки корпоративных стратегий, основанный на расчете показателей ликвидности, оборачиваемости, доходности и активности представлен в рис. 8.6.



Рис. 8.6. Оценка эффективности корпоративной стратегии¹⁰⁰

⁹⁹ См. например В.И. Аркин, А.Д. Слостников Инвестиционные ожидания, стимулирование инвестиций и налоговые реформы // Экономика и математические методы. Журнал Российской академии наук/- Москва, 2007.- том 43, №2.- С. 76-101.

¹⁰⁰ Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. -Т.: Молия, 2008.-С.129.

Коэффициентный анализ финансово-хозяйственной и инвестиционной деятельности корпорации.

Оценка результатов деятельности корпорации зачастую производится на основе данных прошедших периодов, что может затруднить экстраполяцию результатов на будущее развитие. Аудит проекта (финансовый анализ) должен быть направлен на будущее. Никогда нельзя забывать, что решения, принятые на основе проведенного финансового анализа, могут воздействовать только на будущие результаты деятельности: прошлое миновало. Система финансовых коэффициентов - это удобный способ обобщить большое количество финансовых данных и сравнить результаты деятельности различных корпораций.

Однако, система финансовых коэффициентов - это не хрустальный шар, в котором можно увидеть все, что было и что будет. Сами по себе финансовые коэффициенты помогают сфокусировать внимание на слабых и сильных сторонах деятельности корпорации и правильно поставить вопросы, но очень редко дают на них ответы. Аудит финансово-хозяйственной деятельности (финансовый анализ) не оканчивается расчетом финансовых показателей, а только начинается.

Коэффициенты дают возможность увидеть изменения в финансовом положении или результатах производственной деятельности и помогают определить тенденции и структуру таких изменений. Это может указать на угрозы и возможности, которые присущи любой хозяйственной деятельности. Подавляющее большинство финансовых показателей носит характер относительных величин, что позволяет сравнивать различные проекты. Для проведения финансового анализа нужно иметь полное финансовое описание предприятия за выбранное количество периодов (обычно лет). При проведении финансового анализа должен присутствовать фактор сравнения:

- *сравниваются показатели деятельности предприятия за различные промежутки времени;*
- *сравниваются показатели данной компании со средними показателями по отрасли или с показателями других компаний отрасли (бенчмаркинг);*
- *сравниваются показатели деятельности предприятия за различные промежутки времени с нормативными показателями.*

При разработке инвестиционной политики компании, в первую очередь, оценивается ее инвестиционная привлекательность, ее способность зарабатывать прибыль и генерировать потоки денежных средств. Обобщая различные мнения можно дать следующее определение инвестиционной привлекательности компании - это группа объективных свойств и характеристик объекта инвестирования, которые определяют наличие экономического эффекта (дохода) от вложения денежных средств в ценные бумаги общества, при минимальном уровне риска или получение других выгод от инвестиций в данное общество.

Здесь можно выделить три подхода к её оценке: рыночный, бухгалтерский и комбинированный.

1. Рыночный подход основан на анализе внешней информации о компании. Это позволяет оценить изменение как рыночной стоимости ее акций, так и величины выплачиваемых дивидендов путем расчета следующих показателей:

–общий доход на вложения в акции компании (TSR Total shareholder return);

–рыночная добавленная стоимость на акционерный капитал (MVA Market Value Added);

–отношение рыночной капитализации к капиталу (MBR).

Оценка инвестиционной привлекательности исключительно по рыночным котировкам акций может применяться только портфельными инвесторами или для расчета возврата средств на вложенный капитал акционерами.

2. Бухгалтерский подход основан на анализе внутренней информации и использует обычные механизмы анализа хозяйственной деятельности. Основные показатели, используемые для такой оценки, рассчитываются на основании данных бухгалтерской отчетности компании:

– стоимость чистых активов;

– денежные потоки компании;

– чистая прибыль;

– остаточная прибыль;

– экономическая добавочная стоимость;

– бухгалтерский возврат на вложенный капитал;

– акционерная добавочная стоимость;

– отношение прибыли компании за период к размеру акционерного капитала;

– отношение прибыли компании за период к активам компании и др.

3. Комбинированный подход сочетает в себе оценку внутренних и внешних характеристик компании. Поэтому он наиболее приемлем с точки зрения надежности результатов оценки инвестиционной привлекательности компаний.

Основным результатом проведенного анализа инвестиционной привлекательности, если он проводится в интересах инвесторов и собственников, является изменение стоимости общества. Если в результате принятых мероприятий стоимость общества выросла, то оно имеет высокую инвестиционную привлекательность. Такой результат возможен только при эффективной работе общества, когда общество имеет положительное соотношение показателей рентабельности вложенного капитала и его средневзвешенной стоимости, что демонстрирует способность общества наращивать свой капитал.

Для оценки эффективности реализации корпоративных стратегий в данном пособии обобщены наиболее распространенные методы, которые для удобства использования сгруппированы по показателям оценки определённых направлений деятельности корпорации и позволяют оценить:

1. Ликвидность;
2. Финансовую устойчивость;
3. Деловую активность;
4. Обслуживание долга;
5. Доходность;

1. Коэффициенты ликвидности - показатели степени риска невыполнения предприятием своих краткосрочных и долгосрочных обязательств:

$$\text{Коэффициент абсолютной ликвидности} = \frac{\text{Денежные средства, краткосрочные финансовые вложения}}{\text{Текущие (краткосрочные) обязательства}}$$

Способность предприятия рассчитывается с задолженностью немедленно при нормативном показателе 0,2-0,3.

$$\text{Коэффициент срочной ликвидности} = \frac{\text{Денежные средства, краткосрочные финансовые вложения, расчеты и прочие активы}}{\text{Текущие (краткосрочные) обязательства}}$$

Способность предприятия рассчитываться с задолженностью в ближайшее время (>1,0).

$$\text{Коэффициент текущей ликвидности} = \frac{\text{Оборотные активы}}{\text{Текущие (краткосрочные) обязательства}}$$

Способность предприятия рассчитываться с задолженностью в перспективе (от 1,0 до 3,0).

2. Коэффициенты финансовой устойчивости - индикаторы последствий решений по выбору источников финансирования предприятия:

3.

$$\text{Коэффициент концентрации собственного капитала} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Средняя сумма активов}}$$

Показывает, какова доля владельцев предприятий в общей сумме средств, вложенных в предприятие.

$$\text{Коэффициент финансовой независимости} = \frac{\text{Собственный капитал}}{\text{Средняя сумма активов}}$$

Обратный к коэффициенту концентрации собственного капитала. Рост этого показателя в динамике означает увеличение доли заемных средств в финансировании предприятия.

$$\text{Финансовый левераж} = \frac{\text{Заемный капитал}}{\text{Средняя сумма активов}}$$

Рост показателя в динамике свидетельствует об усилении зависимости предприятия от заемного капитала, т.е. о некотором снижении финансовой устойчивости и наоборот.

4. Коэффициенты оборачиваемости активов:

$$\text{Оборачиваемость активов} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Общая стоимость активов}}$$

$$\text{Длительность оборота активов} = \frac{\text{Общая стоимость активов}}{\text{Выручка от реализации}}$$

$$\text{Оборачиваемость чистых активов} = \frac{\text{Выручка от реализации}}{\text{Чистые активы}}$$

$$\text{Длительность оборота чистых активов} = \frac{\text{Чистые активы}}{\text{Выручка от реализации}}$$

5. Коэффициенты обслуживания долга - показатели, характеризующие структуру капитала и уровень задолженности:

$$\text{Доля акционерного капитала в общей сумме активов} = \frac{\text{Капитал акционеров}}{\text{Общая сумма всех активов}}$$

$$\text{Стоимость чистых активов в расчете на одну облигацию} = \frac{\text{Стоимость чистых активов}}{\text{Число выпущенных облигаций}}$$

$$\text{Соотношение между валовым доходом и уплаченными процентами} = \frac{\text{Доход до уплаты налогов и процентов}}{\text{Сумма выплаченных процентов}}$$

6. Показатели эффективности хозяйственной деятельности - в основном исчисляются уровни рентабельности как по отношению к активам фирмы, так и по отношению к объему реализованной продукции и оказанных услуг.

6.1. Рентабельность производственной деятельности:

$$\text{Коэффициент эксплуатационных затрат} = \frac{\text{Себестоимость проданных товаров}}{\text{Выручка от реализации}}$$

$$\text{Коэффициент прибыльности производства} = \frac{\text{Валовая прибыль (брутто)}}{\text{Выручка от реализации}}$$

$$\text{Коэффициент прибыльности до уплаты налогов} = \frac{\text{Прибыль до уплаты налогов и процентов (ЕБИТ)}}{\text{Выручка от реализации процентов}}$$

6.2. Оценка потенциала прибыльности в определенный момент времени:

$$\text{Коэффициент рентабельности реализации} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Чистая выручка от реализации продукции}}$$

Экономическое содержание (доходности) продаж выражается в рентабельности

$$\text{Коэффициент рентабельности активов} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя сумма активов}}$$

Экономическое содержание (доходности) активов выражается в рентабельности

$$\text{Коэффициент рентабельности собственного капитала} = \frac{\text{Чистая прибыль}}{\text{Средняя сумма собственного капитала}}$$

Экономическое содержание (доходности) собственного капитала предприятия выражается в рентабельности

6. Показатели доходности на вложенный капитал в конечном итоге характеризуют общую инвестиционную привлекательность корпорации и перспективы привлечения средств с рынка капитал.

6.1. Простая ставка доходности:

$$\begin{array}{l} \text{Доход на} \\ \text{инвестиции} \\ \text{(Return on} \\ \text{investment)} \end{array} = \frac{\begin{array}{l} \text{Средний годовой приток} \\ \text{денежных средств от проекта} \\ \text{(или Среднегодовая прибыль} \\ \text{после налогов)} \end{array}}{\text{Чистые инвестиции}}$$

6.2. Доход на акцию характеризует потенциальный доход, которым располагают акционеры (предельная величина дивиденда в расчете на акцию):

$$П \text{ (акц)} = \frac{\begin{array}{l} \text{Чистая прибыль - дивиденды по} \\ \text{привилегированным акциям} \end{array}}{\begin{array}{l} \text{Общее количество обыкновенных} \\ \text{акций} \end{array}}$$

6.3. Ценность акции, показывает доверие фондового рынка к данному предприятию (коэффициент):

$$P/E = \frac{\text{Рыночная цена акций}}{\text{Доход на акцию}}$$

6.4. Дивидендная доходность или рентабельность акций:

$$Ra = \frac{\text{Дивиденд на 1 акцию}}{\text{Рыночная цена акции}}$$

6.5. Дивидендный выход характеризует долю дохода, выплачиваемого в виде дивиденда:

$$ДВ = \frac{\text{Дивиденд на 1 акцию}}{\text{Доход на акцию}}$$

6.6. Коэффициент котировки акций:

$$K \text{ кот} = \frac{\text{Рыночная цена акции}}{\text{Балансовая стоимость акции}}$$

6.7. Балансовая стоимость акций:

$$Б \text{ стоимость} = \frac{\text{Чистые активы}}{\text{Общее количество акций}}$$

7. Показатель капитализации, численно равен сумме долгосрочной задолженности и акционерного капитала. Последний складывается из номинальной стоимости обыкновенных и привилегированных акций, эмиссионного дохода, стоимости акций, приобретенных самой компанией и нераспределенной прибыли, направленной на увеличение акционерного капитала.

$$\begin{array}{l} \text{Коэффициент} \\ \text{капитализации по} \\ \text{долгосрочным} \\ \text{пассивам} \end{array} = \frac{\text{Долгосрочные пассивы}}{\text{Капитализация}}$$

$$\begin{array}{l} \text{Коэффициент} \\ \text{капитализации} \\ \text{акционерной} \\ \text{собственности} \end{array} = \frac{\text{Стоимость акций}}{\text{Капитализация}}$$

Вопросы для самопроверки знаний:

1. Какова цель разработки корпоративных стратегий?
2. Охарактеризуйте роль органов корпоративного управления в разработке стратегии развития корпорации.
3. Сформулируйте цели корпорации по методологии SMART и проведите их SWOT анализ.
4. В чем суть различных подходов к оценке инвестиционной привлекательности корпорации?
5. Что такое бизнес-план и зачем его надо составлять?
6. Структура и цели основных разделов бизнес-плана.
7. В чем отличие инвестиционной части бизнес-плана от производственной?
8. Перечислите основные направления исследования рынка товаров и услуг и охарактеризуйте их.
9. Дайте пример применения/использования финансовой отчетности.
10. В чем суть коэффициентного анализа деятельности корпорации.
11. Перечислите виды коэффициентного анализа финансово-хозяйственной деятельности корпорации.

ТЕМА 9. КОРПОРАТИВНАЯ КУЛЬТУРА И ИНФОРМАЦИОННАЯ ПРОЗРАЧНОСТЬ

*«Планируемая организация существует на бумаге,
зафиксирована в ключевых показателях эффективности,
цифрах, стратегиях, программных заявлениях и видении.
Фактическая организация проявляется в историях,
эмоциях и отношениях»*
Даниэль Браун

Учебные вопросы:

Понятие корпоративной и организационной культур. Составляющие и соотношения организационной культуры. Принципы и типы корпоративной культуры. Формирование корпоративной культуры. Основные элементы корпоративной культуры. Взаимовлияние корпоративной культуры и корпоративного управления.

Корпоративные стандарты. Кодексы этикета, корпоративного управления и корпоративной культуры. Рейтинги корпоративного управления.

Понятие информационной прозрачности и требования к ней.

Понятие корпоративной и организационной культур.

Эффективность деятельности компании определяется следующими факторами: техническим и организационным уровнем производства, квалификацией персонала, уровнем мотивации и оплаты труда, наличием стратегии развития. Эти механизмы, обычно регламентируются в различных нормативных документах (технических паспортах, планах, программах, тарифной системе и др.). В то же время в коллективе любой корпорации имеется такая сфера отношений, которая не поддается формальной регламентации. Эти отношения складываются в течение ряда лет по неписаным правилам под влиянием исторического опыта, менталитета людей, местных обычаев и традиций, духовных ценностей и вкусов. В менеджменте предприятий названные отношения проявляются в неформальном разделении труда, наличии неформальных лидеров, устоявшихся привычек и традиций, а также особого микроклимата в коллективе. Вся

указанная сфера объединяется понятием «корпоративная (или организационная) культура».

Организационная культура - это набор базовых ценностей, убеждений, негласных соглашений и норм, разделяемых всеми членами организации (рис. 9.1).

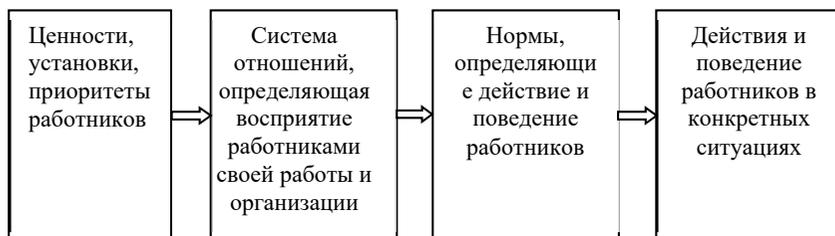


Рис. 9.1. Составляющие организационной культуры

Субъективная организационная культура: герои организации, мифы, истории об организации и ее лидерах, организационные табу, обряды и ритуалы, восприятие языка общения и лозунгов. Субъективная организационная культура служит основой формирования управленческой культуры, то есть стилей руководства и решения проблем руководителями, их поведения в целом. В целом это соотносится с высказыванием Конфуция: «*Поступай с другими так, как бы ты хотел, чтобы поступали с тобой*».

Объективная организационная культура: само здание и его дизайн, место расположения, оборудование и мебель, цвета и объем пространства, удобства, кафетерии, комнаты приема, стоянки и сами автомобили. Все это в той или иной степени отражает ценности, которых придерживается данная организация.

Корпоративная культура охватывает широкий круг вопросов: от вопросов дизайна интерьера до бренда компании, от уровня взаимоотношений сотрудников до культуры обслуживания клиентов, и во многом определяет состояние таких важных сфер как психологический климат на предприятии и конкурентоспособность

продукции на рынке.¹⁰¹ Корпоративная культура также включает этические и другие ценности, а также убеждения, ритуалы, символы, которые являются ее элементами и включают:

- ✓ Принятая система лидерства;
- ✓ Стили разрешения конфликтов;
- ✓ Действующая система коммуникации;
- ✓ Положение индивида в организации;
- ✓ Принятая символика: лозунги, организационные

табу, ритуалы.

Корпоративная (организационная) культура базируется на основополагающих ценностях, разделяемых членами компании. Эти ценности в разных корпорациях могут быть разными и в том числе в зависимости от того, чьи интересы лежат в основе деятельности компании: самой компании в целом или отдельных ее членов. Из названных выше ценностей вытекают стили руководства, поведения, общения, деятельности, а также формируется соотношения: субъективные и объективные.

Признаки и типы корпоративной культуры (примеры традиций, внешних признаков) по которым можно судить о корпоративной культуре организаций:

✗ Все сотрудники ходят на работу в одежде офисного стиля. На пятницу не назначаются никакие переговоры, потому что традиционно в этот день все одеваются «вольню»;

✗ У всех одинаковые и дорогие ручки известной фирмы;

✗ «Работаешь на здоровый образ жизни - не кури»;

✗ День образования компании - бурный праздник с выездом за город;

✗ Если сотрудники задерживаются сверхурочно - за счет фирмы их угощают пиццей с пивом;

✗ За каждый проработанный год выплачивается определенная премия;

✗ Все общаются на ты и по имени (это установка); никаких приемов - дверь президента открыта, можно зайти и задать свой вопрос;

¹⁰¹ Бегматов А.С., Хамидулин М.Б, Бутабаев М.Ш. Корпоратив маданият ва корпоратив бошқарув.- Тошкент.- «Akademiya» нашриёти, 2007. - С. 143.

✘ Обязательно пользоваться (по крайней мере, на людях) той продукцией (косметика, фото, аксессуары), которую продает твоя фирма.

Существует много подходов к выделению различных атрибутов, характеризующих ту или иную культуру. Так, Ф. Харрис и Р. Моран предлагает рассматривать конкретную корпоративную культуру на основе десяти характеристик:

- Осознание себя и своего места в организации;
- Коммуникационная система и язык общения;
- Внешний вид, одежда и презентация себя на работе;
- Что и как едят люди, привычки и традиции в этой области;
- Осознание времени, отношение к нему и его использование;
- Взаимоотношения между людьми;
- Ценности и нормы;
- Вера во что-то и отношение или расположение к чему-то;
- Процесс развития работника и учение;
- Трудовая этика и мотивирование.

Такие признаки позволяют сформулировать гипотезы про культуру организации, но главное они формируют впечатление: есть скучные и депрессивные организации, есть агрессивные, открытые и закрытые, динамичные и медлительные.

◎ Очень показательной оказывается реакция сотрудников на присутствие постороннего визитера. В некоторых организациях такому визитеру улыбнуться, поприветствуют его, могут даже подойти и спросить, не нужна ли ему помощь. В других организациях постороннего не замечают, смотрят сквозь него.

◎ В некоторых организациях любят употреблять профессиональный сленг, в других принято говорить короткими рублеными фразами, где-то говорят с употреблением профессионального сленга, во многих организациях язык уснащают иностранными словами.

Выделяют следующие *типы корпоративной культуры*:

- ✘ Клановую
- ✘ Адхократическую
- ✘ Рыночную
- ✘ Иерархическую.

Эта типология выделена на основе следующих ориентиров – фокусировка компании на внутренних процессах или на внешних в

сочетании с гибкостью/индивидуальностью или стабильностью/контролем.

1. *Клановая (семейная) культура* характерна для организации, которая фокусирует внимание на заботе о людях и внутреннем уважении к индивидуальности и уникальности каждого. Главной ценностью такой культуры является команда. Чаще всего это компании, работающие на клиентском рынке: розничная торговля, услуги.

2. *Адхократическая культура* в организации проявляется через внимание к внешним позициям на рынке, к потребителям в сочетании с высокой гибкостью в решении задач. Такой тип культуры характерен для высокотехнологичных производственных организаций, которым всегда надо держать «руку на пульсе».

3. Для организаций с *рыночной культурой* свойственно внимание на внешних позициях (доля рынка, прирост клиентской базы, завоевание потребителей) в сочетании со стабильностью и контролем (поддержание определенного уровня рентабельности компании). Наиболее органично с таким типом корпоративной культуры существуют предприятия оптовой торговли; амбиция завоевывать делает их лидерами рынка.

4. *Иерархическая (бюрократическая) культура* – это культура организаций, которые фокусируют внимание на внутренней поддержке сотрудников и регламентированной упорядоченности всех процессов, высоким уровнем контроля. К этому типу чаще всего относятся государственные структуры и предприятия, которые, прежде всего, ориентированы на соблюдение всех правил и внутренний комфорт, нежели на потребителей.

Одним из важных элементов корпоративной культуры является отношение к новичкам, адаптация новичков к самой корпоративной культуре. Внедрение в нее - процесс часто сложный и болезненный. Надо не просто понять все тонкости, но и впитать их в себя. Адаптация к корпоративной культуре - один из самых сложных моментов после прихода на новое место. В некоторых компаниях специально проводятся адаптационные тренинги и иные мероприятия, направленные на адаптацию новичков.

Формирование корпоративной культуры - длительный и сложный процесс. Основные (первые) шаги этого процесса должны

быть: определение миссии организации; определение основных базовых ценностей. И уже исходя из базовых ценностей, формулируются стандарты поведения членов организации, традиции и символика. Таким образом, формирование корпоративной культуры распадается на следующие четыре этапа (Рис. 9.2):

- Определение миссии организации, базовых ценностей;
- Формулирование стандартов поведения членов организации;
- Формирование традиций организации;
- Разработка символики.

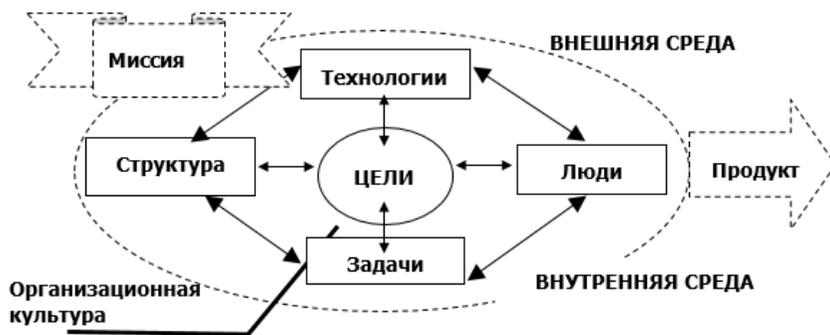


Рис. 9.2. Этапы формирования корпоративной культуры

Решающим фактором в становлении корпоративной культуры является философия компании или другими словами, принципы, которым следует руководство компании. Эти принципы формируются в рекламных материалах, в речах основателей компании, информационных документах. Формирование таких принципов преследует цель создать в глазах своих сотрудников и во внешней среде определенный имидж корпорации.

Имидж корпорации — это своеобразная медаль, одна сторона которой представляет собой внутренний образ компании, то есть шефствующий в сознании членов корпорации, а вторая — ее внешний образ, предназначенный для партнеров, конкурентов, финансово-кредитных организаций налоговой службы и т.п.

Основная забота руководства компании — это внешний облик организации, так как от этого во многом зависит успех ее деятельности в конкурентной среде. Этот облик формируется в сознании лиц и организаций под воздействием контактов с компанией, как непосредственно с сотрудниками фирмы, так и в ходе знакомства с рекламой, посещениям выставок, презентаций.

Имидж компании может формироваться стихийно и целенаправленно. Часто у руководителей «не доходят руки» до того, чтобы отслеживать возникающий образ своей компании. Все силы отдаются формированию, главным образом, производственного потенциала предприятия. В таких случаях складывается стихийный имидж, имеющий обычно как положительные, так и отрицательные черты, из-за чего об одной и той же компании можно услышать прямо противоположные мнения. Естественно правильнее начинать работу по формированию имиджа компании одновременно с созданием предприятия.

Таким образом, работа над имиджем тонкая и сложная, охватывающая многие процессы и многих людей, но совершенно необходимая, если корпорация хочет закрепиться на рынке и иметь хорошие перспективы дальнейшего развития.

К наиболее значимым характеристикам корпоративной культуры относятся (Рис. 9.3):



Рис. 9.3. Характеристика корпоративной культуры

Высокий уровень корпоративной культуры является важным стратегическим фактором, мобилизующим все структурные звенья корпорации и ее отдельных работников на достижение поставленных целей в рамках продекларированной миссии компании. Современные руководители и управляющие рассматривают культуру своей организации как мощный стратегический инструмент, позволяющий ориентировать все подразделения и отдельных лиц на общие цели, мобилизовать инициативу сотрудников и облегчать продуктивное общение между ними. Они стремятся создать собственную культуру для каждой

организации так, чтобы все служащие понимали и придерживались ее.

Основные элементы корпоративной культуры связаны с типами совместной деятельности - характером взаимодействия работников в рамках коллективного труда, способом организации такого труда, представленными в табл. 1.

Таблица 1

Типы совместной деятельности

Тип совместной деятельности	Основные черты
Индивидуальный	Минимальное взаимодействие между участниками труда. Каждый исполнитель имеет свой объем работ в соответствии с профессиональной позицией. Личное общение осуществляется в основном в непрямой форме: через компьютерные сети, телефон, телетайп и т.п. Общим является лишь предмет труда, в обработку которого каждый вносит свою лепту. Высокая инициативность, ориентация на индивидуальные достижения.
Последовательный	Последовательное включение в работу исполнителей одного за другим в соответствии со спецификой технологического процесса и квалификацией каждого. Межличностное общение выражено в большей степени, чем при индивидуальном типе совместной деятельности. Высокая технологическая дисциплина. Четкое соблюдение нормативов
Взаимодействующих	Участие каждого работника в решении общей задачи. Характер труда отдельных работников определяется руководителем. Эффективность общей трудовой деятельности в равной степени зависит от вклада каждого члена коллектива. Высокая ориентация на авторитет лидера, коллективные цели, групповую нравственность.
Творческий	Особый тип деятельности — совместное творчество: каждый участник в равной степени создатель чего-то нового, уникального. Особая активность участников, гибкость группы, изменчивость ее состава. Ориентация на профессиональное развитие. Данный тип особенно характерен для сфер науки и искусства.

Таким образом *Корпоративная культура* — совокупность моделей поведения, которые приобретены организацией в процессе адаптации к внешней среде и внутренней интеграции, показавшие свою эффективность и разделяемые большинством членов организации. При этом «*Модель должна быть настолько простой, насколько возможно, но не более того*» (А. Энтлейн).

Взаимовлияние корпоративной культуры и корпоративного управления.

Тип управления характеризует то, как принимаются и реализуются в компании управленческие решения. Тип управления должен соответствовать организационной (корпоративной) культуре фирмы и, в первую очередь, особенностям менталитета персонала. То есть нельзя, например, управлять научным коллективом методами, принятыми в армии, также как нельзя руководить производственным предприятием методами театрального режиссера (Табл. 2).

Таблица 2

Характеристика основных типов управления

Тип управления	Характеристика
Бюрократический	Решения принимаются вышестоящим руководителем. Главный рычаг воздействия на подчиненных — приказы, наказания (т.е. сила). Указанный тип предполагает наличие технологически и организационно дисциплинированных сотрудников, беспрекословно выполняющих распоряжения начальства. Здесь инициатива минимальна.
Демократический	Главным рычагом управления является закон демократический по своему содержанию, обеспечивающий интересы как большинства, так и законопослушного меньшинства
Авторитарный	Главный рычаг управления — авторитет руководителя при беспрекословном подчинении исполнителей
Рыночный	Решения принимаются в соответствии с законами рынка, который и является мерилom эффективности этих решений. Основным рычагом воздействия на исполнителей — деньги.
Коллективистский	Главный рычаг управления — знания, компетентность. Активное и равноправное участие всех высокопрофессиональных исполнителей в принятии решений

Взаимосвязь типов совместной деятельности, типов и рычагов управления представлена в табл. 3.

Таблица 3

Взаимосвязь типов совместной деятельности, типов и рычагов управления

Тип совместной деятельности	Тип управления	Рычаг управления
Индивидуальный	Рыночный	Деньги
Последовательный	Бюрократический	Сила
Взаимодействующий	Авторитарный	Авторитет
Творческий	Демократический, коллективный	Знания

Корпоративные стандарты являются частью корпоративной культуры и представляют собой правила, которые принято выполнять. В разных компаниях эти правила могут быть разными, но их усредненный перечень сводится к следующему:

- отношения с коллегами (отношения руководителей и подчиненных, поведение в конфликтных ситуациях, правила взаимозаменяемости, общение при заказчике, порядок повышения квалификации и обучение нового сотрудника);
- отношения с клиентами (приветствие, ведение переговоров, разговоры по телефону, расчеты, поведение в конфликтной ситуации, прощание);
- рабочее место (оформление, поддержание порядка, поведение на рабочем месте, передача его другому исполнителю);
- отношения с внешней средой (защита интересов компании, сохранение коммерческой тайны, способы представления компании).

Социальные и культурные факторы формируют стиль жизни, работы, потребления и оказывают значительное воздействие практически на все организации. Новые тенденции создают тип потребителя и, соответственно, вызывают потребность в других товарах и услугах, определяя новые стратегии организации. Подтверждением этому может служить возросшая обеспокоенность западных потребителей состоянием окружающей среды, на которую некоторые организации ответили применением перерабатываемой упаковки и отказом от использования в производстве хлористых фторуглеродов.

Кодексы этикета, корпоративного управления и корпоративной культуры.

Успеху в делах немало способствует деловой этикет, как внешняя форма и одна из основ делового общения. Этикет — это выработанный общественной практикой (хотя и не писанный) «порядок поведения, форм обхождения».¹⁰² К нему относятся правила учтивости и вежливости, принятые в обществе: «... которые приобретают характер (...) регламентированного церемониала и в соблюдении которых имеет особое значение определенная форма поведения», — читаем в одном из современных учебников. Он налаживает взаимодействие, укрепляет доверие, и, кроме того, эстетизирует деловые отношения.¹⁰³

Этикет, как и этика, определенным образом регулирует поведение людей, устанавливая порядок и правила поведения где-либо. Раньше они были необходимы для регулирования поведения при дворах монархов и в дипломатических кругах. В настоящее время этикет означает некий кодекс вежливости. Правила этикета по сути не имеют моральной природы, речь идет о хороших или плохих манерах.

Успешная деятельность любой компании и перспективы ее динамичного развития зависят от ее приверженности высоким этическим стандартам, способствующим сохранению и укреплению доверия в коллективе и в отношениях с партнерами, обществом и государством, содействию честному и этичному ведению бизнеса, повышению инвестиционной привлекательности компании, предотвращению злоупотреблений и нарушений законодательства.

Компании разрабатывают и утверждают Кодекс этики ведения бизнеса, который призван определить корпоративные ценности, следование которым демонстрирует приверженность коммерческой организации и ее работников базовым этическим принципам, определяющим деловое поведение и формирующим ее репутацию, конкурентоспособность и эффективность. Кроме того, Кодекс преследует собой цель повышения инвестиционной привлекательности компании, улучшение ее деловой репутации, так

¹⁰² Ожегов С. И. Словарь русского языка. М., 1970. - С. 895.

¹⁰³ Соловьев Э. Я. Современный этикет. Деловой протокол. - М., 2000. - С. 62—63.

как Кодекс - это открытая книга для инвесторов, повествующая об основополагающих этических принципах, нормах поведения и взаимоотношений сотрудников компании.

Например, в Кодексе этики ведения бизнеса указывается, что компания не осуществляет незаконные платежи в пользу представителей государственных органов и общественных организаций, включая оплату отдыха, развлечений, транспортных и других расходов, с целью получить или сохранить преимущества в бизнесе.

Большая роль в развитии корпоративной культуры отводится необходимости разработки *Кодекса корпоративного управления или поведения*. Во многих индустриально развитых и развивающихся странах мира существуют национальные стандарты корпоративного поведения, разработанные на основе международно-признанных принципов корпоративного управления ОЭСР. Кодекс корпоративного управления (поведения) создает условия для наилучшей практики корпоративного управления, не усложняя при этом структуру и процесс управления компанией.

Национальные стандарты (кодексы) представляют собой свод правил в виде общих принципов и рекомендаций по реализации корпоративных отношений. Как правило, основное внимание в таких кодексах уделяется регулированию порядка осуществления акционерами права голоса, формирования и деятельности Наблюдательного совета, раскрытия информации и прозрачности деятельности компании, а также другим механизмам обеспечения и защиты прав инвесторов.

На разных рынках кодексы имеют различный статус, но, как правило, они не носят характера общеобязательного нормативного акта. В то же время, существуют определенные механизмы внедрения кодексов в деловую практику и наделения их той или иной степенью обязательности. Например:

– Информация о соблюдении кодекса может быть включена в обязательные требования по раскрытию информации в годовом отчете;

– Компании, чьи акции котируются на бирже, могут быть обязаны соблюдать рекомендации кодекса или раскрывать информацию о причинах их несоблюдения;

– Поскольку соблюдение рекомендаций кодекса является примером наилучшей деловой практики, инвесторы могут

принимать различные меры для того, чтобы компании следовали рекомендациям кодекса.

Одно из основных заданий кодекса – создание на основе международных стандартов оптимальной модели корпоративного управления в условиях национального законодательства.

Соблюдение компанией рекомендаций кодекса, и, как следствие этого, соблюдение международных общепринятых стандартов корпоративного управления, является залогом успеха компании во взаимоотношениях с ее акционерами и построении эффективной структуры управления компанией. Кодекс корпоративного поведения дает акционерам и потенциальным инвесторам, особенно иностранным, возможность объективно оценить уровень корпоративного управления компании с точки зрения соблюдения общепринятых стандартов и норм.

К примеру, в Великобритании кодекс был подготовлен Комитетом Кэдбери, сформированным Советом по финансовой информации, Лондонской фондовой биржей и Профессиональным союзом бухгалтерских служащих; во Франции кодекс создавался специальной группой, организованной Национальным советом французской промышленности, Французской ассоциацией частных предприятий и Движением французских предприятий. В России вопросами создания кодекса корпоративного поведения занимается Координационный совет по проблемам корпоративного управления, сформированный при Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг.

Совет директоров компании «Дженерал моторс» (США) принял документ под названием «Основные направления и проблемы корпоративного управления» (аналог кодекса корпоративного поведения), который стал образцом для многих компаний в США. В России отдельные компании также разрабатывают собственные документы, являющиеся аналогом кодекса наилучшей практики, например, Меморандум Корпоративного Управления ОАО «Ленэнерго», Кодекс Корпоративного управления РАО «ЕЭС России».

Обобщая вышеизложенное, можно констатировать, что «Кодекс корпоративного поведения» является результатом взаимодействия различных сторон, заинтересованных в развитии и повышении уровня корпоративного управления. Опыт экономически развитых стран показал, что успешная деятельность

акционерных обществ во многом зависит не только от эффективных механизмов государственного регулирования, но и от самой организационной деятельности компании: осуществления прав и обязанностей акционерами, системы взаимоотношений между менеджерами, советом директоров, акционерами и заинтересованными лицами по управлению компанией.

Рейтинги корпоративного управления.

Наличие и выполнение требований кодекса корпоративного управления входит в обязательный критерий оценки акционерных обществ при составлении рейтингов корпоративного управления. «Рейтинг корпоративного управления» предназначен, в первую очередь, для широкого круга потенциальных инвесторов, желающих определить уровень рисков, связанных с практикой корпоративного управления в оцениваемой компании. Например, в России выделяются два регулярно обновляемых рейтинга корпоративного управления: составляемые международным рейтинговым агентством Standard&Poor's и Российским институтом директоров совместно с рейтинговым агентством Эксперт РА (РИД - Эксперт РА).

Цель рейтинга корпоративного управления заключается в сравнительном анализе текущих стандартов управления относительно существующих оптимальных моделей. Рейтинг корпоративного управления отражает мнение агентства относительно того, в какой степени практика корпоративного управления данной компании соответствует кодексам, принципам и стандартам в данной области.

В условиях Узбекистана также появляется необходимость создания и развития отечественных рейтинговых компаний и агентств. При этом, предлагается использовать следующие минимальные требования по версии Базельского комитета: объективность и достоверность, независимость, открытость и международный доступ, ресурсная база, признание.

Аналитические агентства отмечают существенное облегчение ведения бизнеса и инвестиционной деятельности и рост рейтинга Узбекистана в последние годы. Так, перед выпуском и размещением евробондов на Лондонской фондовой бирже в 2019 году Узбекистан получил от ведущих мировых рейтинговых агентств суверенный рейтинг В (стабильный).

Во исполнение Указа Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015г. №УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах» был разработан вопросник оценки эффективности корпоративного управления, который позволяет сформировать своеобразный рейтинг инвестиционной привлекательности акционерных обществ (Приложение 1 к теме 9).

Понятие информационной прозрачности и требования к ней.

Получение высоких рейтингов корпоративного управления, являющихся своеобразным проходным билетом для включения акций акционерных обществ в листинги ведущих фондовых бирж мира во многом зависит от информационной прозрачности акционерного общества, являющегося базовым принципом корпоративного управления. Лучшие международные практики корпоративного управления, в целях развития и раскрытия механизмов и процедур практической реализации рекомендаций «Кодекса корпоративного управления», используют различные формы обеспечения прозрачности деятельности корпорации дающих представление об эффективности применяемой системы корпоративного управления.

Обеспечение информации об обществе предусмотрено главой 11 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров». Кроме того, в соответствии с «Правилами предоставления и публикации информации на рынке ценных бумаг»¹⁰⁴ определен перечень существенных фактов, подлежащих опубликованию акционерным обществом, в число которых входят обязательства эмитента:

предоставлять проспект эмиссии ценных бумаг и годовой отчет эмитента для ознакомления всем заинтересованным лицам;

¹⁰⁴ Приложение к приказу генерального директора Центра по координации и контролю за функционированием рынка ценных бумаг при Госкомимуществе Республики Узбекистан от 24 июля 2012 года № 2012-13 (с изменениями и дополнениями Агентства по развитию рынка капитала Республики Узбекистан от 26 июля 2019 года № 2019-45 (рег. № 2383-5 от 12.08.2019 г.)).

годовой отчет в течение двух недель после проведения годового общего собрания акционеров или иного высшего органа управления эмитента;

отчет эмитента по итогам первого квартала, первого полугодия и девяти месяцев в течение месяца, следующего за отчетным;

раскрывать на официальном веб-сайте фондовой биржи текст устава общества, включая изменения и дополнения к нему, а также иную информацию, подлежащую обязательному раскрытию, в порядке, установленном законодательством.

Кроме того, эмитент раскрывает информацию о существенных фактах в своей деятельности, предусмотренных Законом Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг» в соответствии с перечнем, соответствующей форме, согласно приложениям 3-1 — 3-37 к упомянутым выше Правилам (приложении 2 к теме 9).

Главным принципом информационной прозрачности корпоративного управления является принцип «comply or explain» «соблюдай или объясняй», который является «мягким» регулятивным подходом в сфере корпоративного управления и финансового надзора. Он применяется в некоторых европейских странах с развитой системой корпоративного управления (напр., Великобритания, Германия, Нидерланды и др.), и в настоящее время признан в соответствии с «Принципами корпоративного управления G20/ОЭСР». В этих странах государственные регулирующие органы, вместо установления обязательных для всех компаний законных требований, принимают кодекс корпоративного управления, рекомендации которого листинговые компании могут либо соблюдать (т.е. «comply»), либо если не соблюдают, то они должны публично объяснить (т.е. «explain») причину несоблюдения путем раскрытия соответствующей информации.

Цель принципа «comply or explain» – предоставление компаниям определенной степени гибкости, чтобы позволить финансовому рынку решать вопрос, подходит ли набор стандартов и свод рекомендаций (изложенных в Кодексе корпоративного управления) для отдельно взятых компаний и дать возможность инвесторам сделать обоснованную оценку того, оправдано ли несоответствие в конкретных обстоятельствах. При этом, не предполагается, что все компании должны соблюдать все

рекомендации Кодекса. Скорее, когда отдельные рекомендации и правила Кодекса не соответствуют конкретным организационным условиям (напр., размер, структура собственности, наличие международных инвесторов, требования рынков капитала других стран), компании могут допускать отклонения от таких правил.

Принцип «соблюдай или объясняй» регламентирует раскрытие информации о компании и соответствующие объяснения для инвесторов. Поэтому, если инвесторы не воспримут объяснения компании о причинах несоблюдения стандартов корпоративного управления как достаточные, то, вероятнее всего, они начнут продавать принадлежащие им акции компании, что приведет к снижению их рыночной стоимости. Таким образом, создается не правовая, а «рыночная санкция». Поэтому регулирование соблюдения принципов корпоративного управления на уровне финансовых рынков может подорвать или, наоборот, повысить доверие акционеров и инвесторов к компании.

Как правило, принцип «comply or explain» реализуется путем публикации компаниями так называемого «Заявления о соблюдении» (англ. «Comply-or-explain Statement») либо «Заявления о соответствии» (англ. «Compliance Statement»). В этих заявлениях раскрывается информация относительно применения принципов и соответствия нормам кодекса корпоративного управления. В случаях, когда соответствие отсутствует, АО объясняют любые отклонения от рекомендаций принятого Кодекса. Публикация обычно осуществляется в периодических изданиях, на веб-сайте АО в сети Интернет или в других источниках. АО также могут давать объяснения в устной форме на своем годовом Общем собрании акционеров.

Подобные заявления можно включить в годовые отчеты, либо в так называемый «Отчет о корпоративном управлении», представляемый на Общем собрании акционеров Исполнительным органом или Наблюдательным советом АО. В этом случае, Исполнительный орган или Наблюдательный совет АО ежегодно могут отчитываться о состоянии корпоративного управления в годовом отчете (отчет о корпоративном управлении), который включает информацию о соответствии нормам Кодекса и/или объяснение возможных отклонений от рекомендаций Кодекса. В других случаях АО могут дополнительно публиковать отдельное

заявление («заявление о соответствии»), в котором они заявляют об отклонениях от Кодекса.

Целесообразно, при раскрытии информации о соблюдении Кодекса, АО опубликовали такую информацию в форме «Заявления о соблюдении», а также дополнительно включали его в качестве отдельного раздела годового отчета АО. Заявление о соблюдении рекомендаций Кодекса может составляться в виде текста в произвольной форме, содержание которого может определиться АО самостоятельно, или в виде таблицы, где приводятся все рекомендации Кодекса и информация об их соблюдении и причинах несоблюдения. При этом, важно оформить такое заявление грамотно и соответствующим образом.

Раскрываемая информация о причинах несоблюдения не должна быть поверхностной, вместо этого, она должна содержать достаточное объяснение того, какими альтернативными мерами АО поддерживает соблюдение соответствующей рекомендации Кодекса. Причины не должны быть неопределенными и общими, не должны допускаться шаблонные формулировки и повторения в течение нескольких лет. То есть объяснения о несоблюдении должны быть тщательно сформулированы, написаны простым языком, четкими, точными фразами, чтобы акционеры и другие заинтересованные стороны могли оценить структуру корпоративного управления АО. Для одного случая несоблюдения может быть несколько причин. Существенное несогласие АО с рекомендациями Кодекса не может служить адекватной причиной их несоблюдения.

Если АО считает, что определенные рекомендации Кодекса неуместны или невозможны из-за особых обстоятельств, оно может выбрать другое решение, кроме того, которое содержится в Кодексе. АО, однако, должно четко заявить, что оно не соблюдает определенную рекомендацию, а также объяснить предпочтительное для него решение и причины этого. А если АО указывает причины несоблюдения, им следует также указать, когда оно будет применять эту рекомендацию Кодекса, и быть готовым к диалогу с акционерами по любым вопросам несоблюдения.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. Какова роль корпоративной культуры в компании?
2. Опишите влияние корпоративной культуры на корпоративное управление.
3. Приведите примеры корпоративной культуры в Узбекистане?
4. На чем базируется корпоративная (организационная) культура?
5. Что такое адхократическая культура?
6. Что такое клановая культура?
7. Что такое рыночная культура?
8. Что такое иерархическая культура?
9. Как обуславливается взаимосвязь типов совместной деятельности, типов и рычагов управления?
10. Обозначьте разницу между основными типами управления.
11. Определите основные элементы корпоративной культуры.
12. Исходя из чего, формируется имидж корпорации?
13. Опишите этапы формирования корпоративной культуры.
14. Охарактеризуйте виды Кодексов, принимаемых в корпорациях.
15. Опишите роль рейтинга корпоративного управления.
16. Какие основные вопросы, включены в вопросник аудита корпоративного управления в Республике Узбекистан?
17. Опишите основные требования к информационной прозрачности корпоративного управления.
18. В чем смысл и каков механизм действия принципа «comply or explain»?

ТЕМА 10. РИСКИ КОРПОРАТИВНОГО МОШЕННИЧЕСТВА: ПРОФИЛАКТИКА И ПРОТИВОДЕЙСТВИЕ

*«Все прожескты zelo исправны быть должны,
дабы казну зряшно не разорять и отечеству уцерьба не чинить.
Кто прожескты станет абы как ляпать,
того чина лишу и кнутом драть велю.*

Пётр Первый, император России

*«Поступай с другими так, как бы ты хотел, чтобы поступали с
тобой».*

Конфуций (551-479гг. До н.э)

Учебные вопросы.

Понятие корпоративного мошенничества, его последствия. Классификация рисков корпоративного мошенничества и роль органов корпоративного управления в их противодействии.

Зарубежный опыт противодействия рискам корпоративного мошенничества.

Программы по предупреждению мошенничества. Выявление мошеннического действия, расследование, принятие корректных действия и возмещение ущерба, возникшего от совершения мошеннических действий.

Комплексность и непрерывность процесса учета рисков мошеннических действий.

Основные термины и понятия, связанные с рисками корпоративного мошенничества.

Понятие корпоративного мошенничества, его последствия и роль органов корпоративного управления в его противодействии.

Достижение высших результатов любой компании во многом зависит от устранения возможных угроз для ее работы, в том числе и корпоративного мошенничества. В связи с ситуацией, которая в последние годы складывается в мире, необходимость борьбы с корпоративным мошенничеством становится неотъемлемым условием экономической стабильности. На практике раскрывается лишь часть экономических преступлений, оставшаяся же часть так и остается не выявленной. В совокупности это приводит к

негативному воздействию мошеннических действий, складываясь в существенные потери и для компаний, и для государства.

Под «*корпоративным мошенничеством*» обычно понимаются любые противоправные действия со стороны сотрудников компании, связанные с обманом или злоупотреблением ими доверием/полномочиями, с целью получения для себя или иных лиц каких-либо неправомерных преимуществ (в любой форме), которые приводят к потере компанией активов (денежных средств, имущества, имущественных прав и т.д.), упущенной выгоде и/или дополнительным убыткам и т.д.

Использование расширенного толкования (по сравнению с статьей 168 Уголовного кодекса Узбекистана, мошенничество – это завладение чужим имуществом или правом на чужое имущество путём обмана или злоупотребления доверием. По этой причине мошенничество входит в категорию «умных» преступлений, их совершают достаточно интеллектуальные люди.) позволяет расширить круг исследуемых угроз и максимально эффективно обеспечить экономическую безопасность хозяйствующего субъекта. Основной целью мероприятий по противодействию мошенничеству, осуществляемых компаниями, является обеспечение сохранности активов.

По оценкам Deloitte:

- В среднем каждая организация теряет 5% выручки в год от мошеннических действий.
- Средний убыток от мошеннических действий по одной схеме составляет \$140,000.
- В среднем длительность мошеннической схемы составляет 18 месяцев до даты обнаружения.
- Схемы по незаконному присвоению активов (включающие кражу или злоупотребление активами компании, включающие поддельные счета-фактуры, мошенничество с заработными платами или сокрытие выручки) являются одними из самых распространенных и составляют 87% всех случаев, средний убыток по которым составляет \$120,000.
- Мошенничество с финансовой отчетностью составляет всего 8% всех случаев, но является отражением самых больших убытков в размере 1 миллиона долларов США на одну схему.

- Около одной трети случаев мошеннических действий происходит в области коррупции, средние потери по одной схеме составляют \$250,000.

- Злоумышленники с более высоким уровнем власти являются причиной намного больших потерь. Средние убытки от мошенничества, возникшие по причине превышения служебных полномочий собственников компаний/высшего руководства оцениваются в \$573,000, совершенных менеджментом – в \$180,000 и совершенных сотрудниками – в \$60,000.

- Чем дольше злоумышленник работает в организации, тем большие убытки от мошеннических действий возникают. Злоумышленники с более чем 10-летним опытом работы являются причиной средних убытков от мошенничества в размере \$229,000. Для сравнения, средние убытки от мошенничества, совершенных злоумышленниками, которые проработали в компании меньше года, оцениваются только в \$25,000.

Классификация рисков корпоративного мошенничества и роль органов корпоративного управления в их противодействии.

Согласно Оксфордскому словарю, мошенничество определяется как: «Использование ложных представлений чтобы получить несправедливое преимущество или преступный обман».

Однако использование расширенного толкования правоприменителям достаточно часто приходится решать вопрос о квалификации действий лиц, которые под видом оказания посреднических услуг при даче взятки или передаче предмета коммерческого подкупа обращают ценности в свою пользу (См. Приложение к теме 10), так называемое мнимое посредничество. Если мнимый посредник с заранее возникшим умыслом на завладение ценностями вводит заинтересованное лицо в заблуждение относительно намерения передать ценности должностному лицу или лицу, выполняющему управленческие функции в коммерческой или иной организации, его действия квалифицируются как мошенничество, а при наличии оснований — как мошенничество с использованием служебного положения.¹⁰⁵

¹⁰⁵ См: Волженкин Б. В. Служебные преступления. С. 254; Его же. Служебные преступления: комментарий... С.218—219. Грошев А. В.

Риски корпоративного мошенничества представлены в рис. 10.1 и зачастую связаны с рисками корпоративного управления, которые, в свою очередь, подразделяются на: внутренние (несистемные) и внешние (системные). Внутренние (несистемные) риски управляемы за счет внутрикорпоративных механизмов — это традиционно называется практикой, или качеством корпоративного управления в компании. Внешние риски (системные) слабо управляемы внутрикорпоративными механизмами и определяются качеством институциональной и политической среды, т.е. способностью последних эффективно защищать права инвесторов. Механизмом управления внешними рисками корпоративного управления является лоббирование изменений институциональной и политической среды, что доступно только крупным корпорациям.

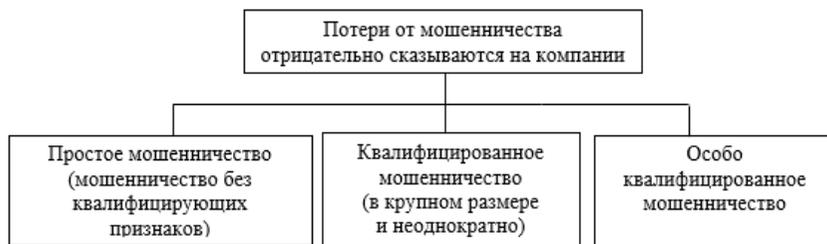


Рис. 10.1. Виды корпоративного мошенничества (внутреннего и внешнего)

Повышение эффективности внутренних механизмов корпоративного управления создает стоимость конкретной компании. Повышение эффективности внешних механизмов корпоративного управления создает системную стоимость и повышает рыночную капитализацию всего фондового рынка.

Компании не могут не задумываться о рисках корпоративного мошенничества. Директора и менеджмент компаний имеют обязательство и ответственность перед компанией предпринимать шаги для предотвращения, выявления и расследования мошеннических действий. Несмотря на то, что гораздо большее значение имеет влияние корпоративного мошенничества на формирование недостоверной финансовой отчетности, в

Мнимое посредничество во взяточничестве: вопросы квалификации // Российский следователь. 2012. № 23. С. 36—38.

действительности корпоративное мошенничество само по себе намного более разнообразно и часто проявляется незаметным образом, что снижает стоимость бизнеса. И когда мошенничество выявляется, те, кто не затратил усилия на его предотвращение, потенциально подвергаются личной ответственности, существенным потерям, юридическому наказанию, ущербу репутации и потерям стоимости акционерного капитала. В то время, как совет директоров и высшее руководство компании максимально несут ответственность за формирование процедур по предотвращению мошенничества, вклад каждого человека компании также играет важное значение в достижении результата. Усилия и вклад каждого участника процесса, а также опыт и квалификация специалистов по предупреждению мошеннических действий во многом помогает компаниям если не полностью исключить, то минимизировать риски мошенничества.

В частности, статья 4 Закона Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров» предусматривает, что: «Если несостоятельность (банкротство) общества вызвана неправомерными действиями лица, выступающего в качестве акционера, который имеет право давать обязательные для общества указания, то на указанного акционера в случае недостаточности имущества общества может быть возложена субсидиарная ответственность по его обязательствам». Таким образом, система по противодействию мошенничеству становится неотъемлемым атрибутом системы корпоративного управления, поддерживая базовый принцип «соответствующей ответственности».

Зарубежный опыт противодействия рискам корпоративного мошенничества.

Во многих странах приняты законодательные акты, обязывающие компании иметь эффективную систему контроля, а также регламентирующие требования (критерии) к системам по борьбе с мошенничеством. Остановимся на рассмотрении нескольких примеров таких законодательных требований. С 01.01.2013 российское законодательство устанавливает обязанность организаций разрабатывать и принимать меры по предупреждению коррупции. В соответствии с Федеральным законом «О противодействии коррупции» №273-ФЗ от 25.12.2008г., меры по

предупреждению коррупции, принимаемые в организации, могут включать: определение подразделений или должностных лиц, ответственных за профилактику коррупционных и иных правонарушений; сотрудничество организации с правоохранительными органами; разработку и внедрение в практику стандартов и процедур, направленных на обеспечение добросовестной работы организации; принятие кодекса этики и служебного поведения работников организации; предотвращение и урегулирование конфликта интересов; недопущение составления неофициальной отчетности и использования поддельных документов.¹⁰⁶ При этом законодатель не конкретизирует указанные меры по противодействию коррупции. Федеральный закон «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» обязывает финансовые организации внедрять меры по организации и осуществлению внутреннего контроля, а также иные меры, направленные на противодействие легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма. Кроме того, с 1 января 2013 г. вступило в силу законодательное требование к юридическим лицам о необходимости организации и осуществления ими внутреннего контроля совершаемых фактов хозяйственной деятельности, а к юридическим лицам, чья бухгалтерская (финансовая) отчетность подлежит обязательному аудиту, - о необходимости организации и осуществления внутреннего контроля ведения бухгалтерского учета и составления бухгалтерской (финансовой отчетности). Законодатель при этом не конкретизирует элементы внутреннего контроля, которые должны присутствовать в компании.

Закон Сарбейнса-Оксли (2002 г.), устанавливающий требования к финансовой отчетности и процессу ее подготовки компаниями, чьи ценные бумаги зарегистрированы Комиссией по ценным бумагам и биржам США (*Securities Exchange Commission, SEC*), предусматривает обязанность компаний по обеспечению минимизации риска фальсификации финансовой отчетности, а

¹⁰⁶ Ст. 4, Федеральный закон «О противодействии легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма» от 07.08.2001 г. №115-ФЗ. 4 Ст. 19, Федеральный закон «О бухгалтерском учете» от 06.12.2011 г. №402-ФЗ.

также недопущению нарушений внутренних контрольных процедур. Для этих целей компании обязаны: внедрить кодекс этики для высшего финансового руководства; создать специальные каналы информирования, по которым сотрудники могли бы сообщать о возможных нарушениях; обеспечить соответствующую защиту таких сотрудников от преследования со стороны нарушителей и иных лиц.¹⁰⁷

Закон «О борьбе со взяточничеством» (*UK Bribery Act или UKBA*), принятый в Великобритании 08.04.2010 г. и вступивший в силу 01.07.2011 г., вводит новый вид правонарушения – неспособность компании предотвратить коррупционную деятельность, – за которое предусмотрена уголовная ответственность для компаний в виде штрафа, размер которого не ограничен, а также иных экономических санкций (возвращение незаконно полученной прибыли, эмбарго, запрет на заключение государственных контрактов и т.д.). Единственной защитой для компаний от обвинений в неспособности предотвратить коррупционную деятельность является предоставление доказательств того, что в компании функционируют надлежащие (адекватные) внутренние процедуры по предотвращению коррупции. Единичные случаи коррупции, при этом, сами по себе не означают, что существующие в компании процедуры являются ненадлежащими (неадекватными). Таким образом, UK Bribery Act обязал компании, на которых распространяется его действие, разработать и внедрить системы по противодействию коррупции. Требования к таким системам и принципы, которых необходимо придерживаться при разработке и внедрении антикоррупционных процедур, отражены Министерством Юстиции Великобритании в Руководстве по применению UK Bribery Act (далее – «Руководство»), предусматривающее:¹⁰⁸

1. Соразмерность процедур (или надлежащие политики и процедуры): внедряемые антикоррупционные политики и процедуры должны быть соразмерны уровню риска, присущего

¹⁰⁷ Sarbanes-Oxley Act, <http://www.sec.gov/about/laws/soa2002.pdf>.

¹⁰⁸ UK Bribery Act 2010. Guidance about procedures which relevant commercial organizations can put into place to prevent persons associated with them from bribing (section 9 of the Bribery Act 2010), established by the Ministry of Justice // <http://www.justice.gov.uk/legislation/bribery>.

компании; антикоррупционные политики и процедуры должны являться четкими, понятными, эффективными и реализуемыми на практике;

2. Участие высшего руководства (или «тон сверху»): высшее руководство компании активно участвует в формировании корпоративной культуры, основанной на соблюдении норм деловой этики и полного отказа от коррупции, в том числе, подавая личный пример такого поведения другим сотрудникам;

3. Оценка рисков: компания на периодической основе проводит оценку рисков, присущих ее деятельности; оценка рисков является комплексной и учитывает, как внешние, так и внутренние риски компании;

4. Принцип должной осмотрительности (или «*Due Diligence*»): компания проводит проверку благонадежности и толерантности к коррупции лиц, с которыми она вступает во взаимодействие; указанная проверка основывается на риск-ориентированном подходе, соразмерном потенциальным рискам;

5. Информирование и обучение персонала: компания информирует своих контрагентов о нулевой толерантности к коррупции и принятых антикоррупционных требованиях; компания доводит антикоррупционные политики и процедуры до сведения своих сотрудников (в том числе, путем проведения периодических тренингов);

6. Контроль и мониторинг внедренных контрольных процедур: в компании существует мониторинг и контроль функционирования и эффективности внедренных антикоррупционных политик и процедур; при необходимости, проводятся мероприятия по совершенствованию системы противодействия коррупции.

Принципы методологии создания систем по противодействию коррупции, предусмотренные UK Bribery Act и Руководством по его применению, могут быть также использованы в качестве основы противодействия корпоративному мошенничеству, так как коррупция является одной из его составляющих.

Помимо рассмотренных законодательных требований, существуют рекомендации различных профессиональных сообществ и международных организаций по вопросам создания эффективных систем противодействия мошенничеству. Так, например, Ассоциация сертифицированных специалистов по

расследованию хищений/мошенничества (ACFE)¹⁰⁹ выделяет следующие основные элементы системы противодействия корпоративному мошенничеству: управление риском мошенничества; оценка риска мошенничества; предотвращение мошенничества; выявление мошенничества; расследование мошенничества и принятие корректирующих действий.

Под управлением риском мошенничества ACFE понимает установление соответствующих ролей и обязанностей в сфере противодействия мошенничеству на всех уровнях компании, наличие кодексов поведения/деловой этики, политик по борьбе с мошенничеством и иных общекорпоративных процедур, направленных на минимизацию риска корпоративного мошенничества. Оценка риска корпоративного мошенничества заключается в идентификации, оценке вероятности и влияния риска, а также разработке плана мероприятий по управлению им. Оценка риска мошенничества должна учитывать размер компании, ее организационно-функциональную структуру, направления деятельности и др. и осуществляться на регулярной основе как самостоятельный процесс или в рамках всеобъемлющей оценки рисков, которые характерны для компании в целом.

Предотвращение мошенничества включает внедрение политик и процедур, проведение тренингов и информирование сотрудников компании о проводимой политике по борьбе со злоупотреблениями и мошенничеством и о возможном привлечении к ответственности тех сотрудников, которые нарушают существующие в компании политики и процедуры по противодействию мошенничеству. Мероприятия по противодействию корпоративному мошенничеству подлежат регулярной оценке с точки зрения их эффективности, а также пересмотру и совершенствованию. Несмотря на превентивный контроль мошеннических действий, в компаниях должны быть также внедрены системы выявления мошенничества, так как, к сожалению, ни одна система по предотвращению мошенничества не сможет его полностью искоренить. Выявление мошенничества подразумевает использование специальных способов контроля и мониторинга деятельности, а также, например, наличие в компании

¹⁰⁹ ACFE Report to the nations on occupational fraud and abuse. 2012 Global Fraud study – С. 4.

эффективно функционирующей системы оповещения о возможных нарушениях («горячая линия»).

ACFE делает особый акцент на том, что ни одно нарушение не должно остаться без внимания со стороны компании: необходимо проведение служебного расследования полученной информации, а также привлечение к ответственности виновных лиц и принятие мер по недопущению подобных мошеннических действий в будущем. Кроме того, информация о выявленных нарушениях должна доводиться до сведения высшего руководства компании и, в отдельных случаях, раскрываться в ее корпоративных средствах информации, являясь примером для других сотрудников компании и доказательством эффективности существующих в компании мер по борьбе с мошенничеством.

В соответствии с подходом Сертифицированного института специалистов по управленческому учету (CIMA),¹¹⁰ эффективная стратегия по борьбе с мошенничеством основана на четырех основных элементах: предотвращение мошенничества; выявление мошенничества; противодействие мошенничеству; ответные действия. При этом CIMA отмечает тесную взаимосвязь всех указанных элементов и рассматривает точки их соприкосновения: противодействие мошенничеству состоит из комплекса мероприятий по предотвращению и выявлению мошенничества, а также применению ответных мер в компании при обнаружении случая мошенничества. CIMA рассматривает мероприятия по предотвращению мошенничества через формирование корпоративной этической культуры и внедрение всеобъемлющей системы внутренних контрольных процедур.

Формирование корпоративной этической культуры, в свою очередь, подразумевает проведение периодической оценки рисков, проведение тренингов для сотрудников компании по вопросам борьбы с мошенничеством и обеспечение каналов информирования, которые сотрудники могут использовать для получения консультаций по сомнительным ситуациям, а также для сообщения о возможных случаях корпоративного мошенничества. Выявление мошенничества и принятие ответных мер к нарушителю служит сигналом серьезного отношения компании к борьбе с

¹¹⁰ Fraud risk management: a guide to good practice // Chartered Institute of Management Accountants, 2008- С. 25.

мошенничеством, в том числе наличия в ней эффективных процедур выявления совершаемых правонарушений. Вероятность быть пойманным выступает в качестве одного из факторов, сдерживающих от совершения мошенничества.¹¹¹

Комитет спонсорских организаций Комиссии Тредвея (*Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission, COSO*) уделяет большое внимание не созданию систем по борьбе с мошенничеством, а внедрению всеобъемлющего (охватывающего все уровни и направления деятельности) процесса внутреннего контроля, который осуществляется советом директоров компании, ее менеджментом и другими сотрудниками, и предназначен для обеспечения разумной гарантии достижения ею целей по таким направлениям как эффективность и результативность операций, надежность финансовой отчетности и соблюдение соответствующих законов и правил.¹¹²

Процесс внутреннего контроля, в соответствии с COSO, должен быть интегрирован в управленческий процесс и включать пять взаимосвязанных компонентов:¹¹³

1. Контрольная среда, включающая следующие факторы: честность, этические ценности и компетенция сотрудников компании; философия менеджмента компании и стиль руководства; принципы наделения сотрудников компании полномочиями и ответственностью, а также управления кадровыми ресурсами; внимание со стороны совета директоров;

2. Оценка риска, а именно – идентификация (рассмотрение как внешних, так и внутренних угроз) и анализ рисков (оценка значимости, вероятности риска и принятие мер по реагированию на него);

3. Контрольные процедуры – политики и процедуры, в том числе, должное разделение полномочий, проведение сверок, проверки функционирования контролей, их пересмотр, физическая защита активов и т.д.;

¹¹¹ Fraud risk management: a guide to good practice//Chartered Institute of Management Accountants, 2008.-С. 36.

¹¹² Internal control – Integrated Framework // Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 1994. - P.9.

¹¹³ Internal control – Integrated Framework // Committee of Sponsoring Organizations of the Treadway Commission (COSO), 1994. – P. 11.

4. Информирование и коммуникация;
5. Мониторинг – пересмотр и оценка эффективности контролей.

Все рассмотренные выше методики и подходы к построению систем внутреннего контроля, по мнению авторов, во многом схожи и пересекаются друг с другом. При этом, можно наблюдать определенные противоречия как в рамках одной конкретной методики, так и при их сравнении друг с другом (табл.1).

Таблица 1

Основные элементы системы противодействия корпоративному мошенничеству

Мероприятия по предотвращению мошенничества	Выявление корпоративного мошенничества	Принятие ответных мер
1) Оценка риска корпоративного мошенничества; 2) Создание контрольной среды: этические нормы и правила; контрольные процедуры, минимизирующие риск мошенничества; информирование и коммуникация (двусторонняя – от руководства к персоналу и наоборот («горячая линия»); политики и процедуры по противодействию	1) Внешний и внутренний аудит; 2) Проверки финансово - хозяйственной деятельности на предмет наличия индикаторов («красных флажков») корпоративного мошенничества; 3) Мониторинг эффективности существующих в компании контрольных процедур.	1) Расследование выявленных случаев мошенничества; 2) Ликвидация последствий совершенного мошенничества; 3) Привлечение к ответственности виновных лиц; 4) Совершенствование мероприятий по предотвращению мошенничества, то есть устранение выявленных недостатков контрольной среды. Мероприятия по предотвращению мошенничества (превентивные меры). Выявление корпоративного мошенничества Принятие ответных мер

Программы по предупреждению мошенничества. Выявление мошеннического действия, расследование, принятие корректных действия и возмещение ущерба, возникшего от совершения мошеннических действий.

Программы по предупреждению мошенничества разрабатываются компаниями для предупреждения, выявления и расследования мошеннических действий (Табл. 2).

Таблица 2

Программы по предупреждению мошенничества

Предупреждение	Выявление	Расследование
<ul style="list-style-type: none"> • Функции Наблюдательного совета и Аудиторского комитета • Внутренний аудит и Комплаенс • Оценка рисков мошеннических действий • Кодекс этики и корпоративного поведения • Коммуникации сотрудников и программы по обучению • Должная проверка сотрудников и контрагентов • Построение системы контрольных процедур по предупреждению мошеннических действий • Анализ данных с применением методологии Форензик¹¹⁴ (Непрерывный мониторинг) • Непрерывный мониторинг и выборочные проверки 	<ul style="list-style-type: none"> • Горячие линии и данные, полученные от осведомителей • Выборочное тестирование • Анализ данных с применением методологии Форензик (ретроспективный анализ) 	<ul style="list-style-type: none"> • Протоколы внутренних расследований • План мероприятий по возмещению убытков • Протоколы о соблюдение законов и исполнения ответственности • Раскрытие событий

¹¹⁴ Термином «Форензик» (англ. forensic) в широком смысле обозначают деятельность по выявлению, анализу и урегулированию ситуаций, когда между сторонами существуют разногласия по финансовым, коммерческим, правовым и другим вопросам, содержащим в себе значительные экономические риски, или когда действия сотрудников или организаций не соответствуют законодательным или иным нормативным актам, принципам и стандартам.

Комплексность и непрерывность процесса учета рисков мошеннических действий.

Организации должны комплексно подходить к учету рисков мошеннических действий. Комплексный подход к построению системы контрольных мероприятий по предупреждению мошеннических действий помогает организациям оценить вероятность возникновения рисков мошеннических действий, определить зоны наиболее высокого риска, разработать план мероприятий по построению системы контрольных процедур для минимизации наиболее критичных рисков мошенничества, непрерывно контролировать эффективность мероприятий по уменьшению рисков мошеннических действий и оперативно реагировать на возникающие мошеннические действия. Эффективно выстроенная система управления рисками мошенничества предоставляет организации инструменты управления рисками, соответствующие законодательным требованиям также, как и требованиям корпоративной среды и ожиданиям рынка.

Компания Deloitte предлагает разрабатывать программу, основанную на шести фазах (Приложение к теме 10). Данная программа — это план мероприятий непрерывного улучшения процессов, которая требует ежегодной оценки эффективности бизнес-процессов по предупреждению, выявлению и расследованию мошенничества. Это позволяет компаниям оценить, на каком уровне развития данные процессы были, какая степень развития существует сейчас и где они должны быть. Для менеджмента компаний важно получить ответ на возрастающие ожидания относительно построения системы комплаенс и разработки системы мероприятий по противодействию мошенничества.

Основные термины и понятия, связанные с рисками корпоративного мошенничества.¹¹⁵

Коррупция корпоративная – явление, проявляющееся в деяниях, когда для решения вопросов внутри хозяйствующих

¹¹⁵ Алимов Г.А., Исроилов Б.И. Теневая экономика, коррупция, взяточничества: уголовно-правовая оценка. – Т.: Издательство «Адолат», 2020. – С.185.

субъектов или между хозяйствующими субъектами внутри одного государства требуется предложение, принятие или передача незаконного вознаграждения руководителями или иными лицами этих субъектов.

Коррупционное мошенничество – хищение чужого имущества или приобретение права на чужое имущество путем обмана или злоупотребления доверием, совершенное лицом с использованием своего служебного положения.

Коррупционный лоббизм – неформальное организованное воздействие (давление) управленческих социальных групп на процесс принятия решений органами государственной власти или местного самоуправления в интересах конкретных физических или юридических лиц.

Конфликт интересов – ситуации, когда личная заинтересованность должностного лица органов государственной власти и/или местного самоуправления влияет или может повлиять на объективное исполнение им своих должностных (служебных) обязанностей и способные привести к причинению вреда законным интересам граждан, организаций, общества.

Кумовство – форма фаворитизма, когда руководитель органа государственной власти или местного самоуправления предпочитает выдвигать своих родственников на государственные должности.

Вопросы для самопроверки знаний:

1. Дайте характеристику понятия «корпоративное мошенничество».
2. Опишите виды рисков корпоративного мошенничества и их последствия для имиджа корпорации.
3. Какова юридическая интерпретация понятия «корпоративное мошенничество»?
4. В чем смысл методологии форензик?
5. Перечислите процедуры, применяемые в управлении рисками корпоративного мошенничества.
6. Согласно законодательству Республики Узбекистан на кого может быть возложена субсидиарная ответственность по обязательствам общества в случае его несостоятельности (банкротства), вызванной неправомерными действиями?
7. Охарактеризуйте роль органов корпоративного управления в предотвращении рисков корпоративного мошенничества.
8. Какие вы можете выделить основные элементы системы противодействия корпоративному мошенничеству?
9. Опишите основные меры, предупреждающие возникновение рисков корпоративного мошенничества.
10. Опишите каждую из фаз подхода Deloitte к системе управления рисками мошенничества.
11. Проведите анализ зарубежного опыта противодействия возникновения рисков корпоративного мошенничества.
12. Что такое коррупционный лоббизм?
13. Чем в управлении корпорацией может быть вызван конфликт интересов?
14. Перечислите основные программы по предупреждению мошенничества.

**РЕКОМЕНДУЕМАЯ ЛИТЕРАТУРА ДЛЯ ОСВОЕНИЯ
УЧЕБНОГО МОДУЛЯ
«КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ»**

Основная литература

1. Мирзиёев Ш. Тадбиркорликни жадал ва янада кенг ривожлантириш учун барча шароитларни яратиш – енг муҳим вазифамиздир – Тошкент: "O'qituvchi" МУ МЧЖ 2021. 128 б. ISBN 978-9943-22-526-8

2. Мирзиёев Ш. Янги Ўзбекистон демократик ўзгаришлар, кенг имкониятлар ва амалий ишлар мамлакатига айланмоқда – Toshkent: O'qituvchi MU MCHJ, 2021. 184 b. ISBN 978-9943-22-526-8

3. Мирзиёев Ш. Янги Ўзбекистон стратегияси [Math]/ Ш.М. Мирзиёев. – Тошкент: “O'zbekiston” нашриёти, 2021. – 464 б. ISBN 978-9943-6992-3-6

4. Аничкина О.А., Фомичев А.Н. Корпоративное управление. Учебник для бакалавров. – М.: Дашков и К, 2020. – 110 с.

5. Беляева И.Ю. и др. - Корпоративное управление: в схемах и таблицах. (Бакалавриат). Учебное пособие - КноРус – 2019. - 305с.

6. Гэри. Х., Микеле. З. Гуманократия. Как сделать компанию такой же гибкой, смелой и креативной, как люди внутри нее. – М.: Манн, Иванов и Фербер ООО, 2021. – 336 с.

7. Корпоративное право. Учебник // URL: <https://suvorov.legal/korporativnoe-pravo/>

8. Корпоративное управление: учебник для академического бакалавриата / С. А. Орехов [и др.]; под общ. ред. С. А. Орехова. — М.: Издательство Юрайт, 2018. — 312 с. — (Серия: Бакалавр. Академический курс).

9. Ларионов И. К. Синергия социального и корпоративного управления. — М.: Дашков и Ко. 2020.- 470 с.

10. Макарова О. А. Акционерные общества с государственным участием. Проблемы корпоративного управления: монография / О. А. Макарова. — Москва: Издательство Юрайт, 2021. — 211 с.

11. Thorstein Bunde Veblen The Theory of the Leisure Class: An Economic Study of Institutions, 1899.

Дополнительная литература

12. Б.Блэк и Р.Крекман «Самодостаточная модель корпоративного права». - М.: Дело, 1999.
13. Брейли Р., Майерс С. Принципы корпоративных финансов: пер. с англ. Н. Барышниковой. – М.: Олимп-Бизнес, 2008.
14. Географические различия систем корпоративного управления: учеб. пособие для акад. бакалавриата: [гриф УМО ВО] / Е. А. Гречко. – 2-е изд., испр. и доп. – М.: Юрайт, 2017. – 148 с.
15. Глушецкий, А. А. Открытые и закрытые корпорации. Особенности оборота долей в уставном капитале общества с ограниченной ответственностью. Правовые и экономические аспекты / Глушецкий А.А. - Москва: Статут, 2017. – 192 с.
16. Горфинкель, В. Я. Коммуникации и корпоративное управление: учебное пособие / В. Я. Горфинкель, В. С. Торопцов, В. А. Швандар. – Москва: Юнити, 2015. – 129с. // URL: <https://biblioclub.ru/index.php?page=book&id=119552> [дата обращения: 28.06.2021]. – Библиогр. в кн. – ISBN 5-238-00923-2. – Текст: электронный.
17. Gordon M.J. 1959. Dividends, earnings and stock prices, Review of Economics and Statistics. Vol. 41, May, pp. 99-105.
18. Ильина О.Н. Методология управления проектами: становление, современное состояние и развитие: Монография. - М.: Вузовский учебник: НИЦ ИНФРА-М, 2015.
19. Кашанина Т.В. Частное право: учебник. - Система ГАРАНТ, 2019.
20. Коллинз Дж. От хорошего к великому. Почему одни компании совершают прорыв, а другие нет.../ Москва: Манн, Иванов и Фербер, 2017.
21. Корпоративное управление: модели, интегрированные структуры, слияния и поглощения: монография / А.В. Плотников. – Пермь: ИПЦ «ПрокростЪ», 2020. – 247 с.
22. Корпоративное управление: монография / Чеботарь Ю.М. – М.: Автономная некоммерческая организация «Академия менеджмента и бизнес-администрирования», 2017.
23. Корпоративное управление: учебник для бакалавриата и магистратуры / Н.М. Розанова. – М.: Издательство Юрайт, 2019. – 339 с. – Серия: Бакалавр и магистр. Академический курс.
24. Корпоративный рост: модели и методы: монография / С. С. Кузьмин. – М.: ИНФРА-М, 2016. – 182 с.

25. Ларионов И. К. Синергия социального и корпоративного управления. — М.: Дашков и Ко, 2020. - 470 с.
26. Lintner, J. 1962. Dividends, earnings, leverage, stock prices, and the supply of capital to corporations, *Review of Economics and Statistics*, Vol. 44, pp.243–269.
27. Litzenberger, Robert H. and Krishna Ramaswamy, «The Effects of Dividends on Common Stock Prices: Tax Effects or Information Effects?». *The Journal of Finance*, (May 1982), pp. 429-443.
28. Managing the business risk of fraud: a practical guide // Association of Certified Fraud Examiners, the Institute of Internal Auditors, The American Institute of Certified Public Accountants, 2007.
29. M.H. Miller and F. Modigliani. «Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares». *Journal of Business*. Vol. XXXIV (October, 1961), 235-264.
30. Мухамаджанов Ш.С. Корпоративное управление и его развитие в Узбекистане // Экономика Центральной Азии. – 2021. – Том 5. – № 2. – doi: 10.18334/asia.5.2.112020.
31. Надлежащий уровень корпоративного управления - фактор повышения инвестиционного климата: учебное пособие / А.П. Шихвердиев, Н. А. Оганезова – Сыктывкар: Изд-во СГУ им. Питирима Сорокина, 2015. – 172 с.
32. Орлов С.Н. Внутренний аудит в современной системе корпоративного управления компаний. Инфра-М, 2017. – 284 с.
33. Основы корпоративного управления: курс лекций / С. В. Рачек [и др.] – Екатеринбург : Изд-во УрГУПС, 2019. – 43 с.
34. Принципы корпоративного управления. Организация экономического сотрудничества и развития. 1999 / URL: <http://www.oecd/dataoecd/46/38/4354430.pdf>.
35. Резниченко С.М. Современные системы внутреннего контроля: учеб. пособие / С.М. Резниченко, М.Ф. Сафонова, О.И. Швырева. – Краснодар: КубГАУ, 2016. –439 с.
36. Терешина Н.П., Сорокина А.В. Корпоративное управление: Учебное пособие. – М.: МГУПС (МИИТ), 2014.
37. Urinov В. 2020. Анализ внедрения корпоративного управления в странах с переходной экономикой. *Архив научных исследований*. 35, 1 (окт. 2020).
38. Фридрих фон Хайек. Индивидуализм и экономический порядок. Австралийская школа, том 24, ISBN 5457196771, Изд.: Социум, 2015.

39. Хамидулин М.Б., Абдуллаева Ш.Р. и др. Повышение эффективности финансовых инструментов в обеспечении стабильного роста национальной экономики. Монография. -Т.: Ташкентский филиал «РЭУ им. Г.В. Пеханова», 2016.

40. Хамидулин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления.-Т.: Молия, 2008г.

41. Хамидулин М.Б. О родовых преимуществах и недостатках акционерной формы хозяйствования// Экономика и управление: проблемы, тенденции. перспективы. –Тамбов-Липецк: Изд-во Першина Р.В., 2014.

42.Элмирзаев С. Современное корпоративное управление. Методическое пособие для практических занятий. – Т.: ТФИ, 2017.

Нормативно-правовые акты:

43. Гражданский Кодекс Республики Узбекистан.

44. Закон Республики Узбекистан «Об акционерных обществах и защите прав акционеров».

45. Закон Республики Узбекистан «Об обществах с ограниченной ответственностью».

46. Закон Республики Узбекистан «О хозяйственных товариществах».

47. Закон Республики Узбекистан «О рынке ценных бумаг».

48. Закон Республики Узбекистан «Об инвестициях и инвестиционной деятельности».

49. Закон Республики Узбекистан «Об аудиторской деятельности».

50. Указ Президента Республики Узбекистан от 27.10.2020г. №УП-6096 «О мерах по ускоренному реформированию предприятий с участием государства и приватизации государственных активов».

51. Указ Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015г. №УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах».

ЗАДАНИЯ ДЛЯ САМОСТОЯТЕЛЬНОЙ РАБОТЫ И РАЗВИТИЯ ПРАКТИЧЕСКИХ КОМПЕТЕНЦИЙ УЧЕБНОГО МОДУЛЯ «КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ»

Казус 1.

До увеличения уставного капитала структура акционерного капитала открытого акционерного общества выглядела следующим образом: в обществе 100 акционеров, владеющих в совокупности 1000 обыкновенных акций. Акционер А владеет 260 акциями - 26% уставного капитала, акционер Б владеет 530 акциями - 53% уставного капитала, акционер В владеет 110 акциями - 11% уставного капитала, группа из 97 акционеров владеет оставшимися 100 акциями - 10% уставного капитала.

Общество решает привлечь внешнего стратегического инвестора С, который хочет иметь возможность блокировать важные решения в компании, владея более чем 25% акций. Общество выпускает 350 акций и размещает их путем закрытой подписки, все акции приобретаются акционером С.

Вопросы:

1. Какова структура владения акциями после увеличения уставного капитала общества (укажите процент владения акциями общества для каждого акционера и группы миноритариев)?

2. Как изменения в уставном капитале повлияли на права акционеров (опишите ситуацию для каждого акционера и группы миноритариев)?

Казус 2.

В компании 100 акционеров. Акционер А, владеющий 10% обыкновенных акций компании, потребовал созыва внеочередного общего собрания акционеров для прекращения полномочий действующего Наблюдательного совета и избрания нового.

Вопросы:

1. Имеет ли акционер А право предлагать кандидатов в члены Наблюдательного совета?

2. Имеют ли другие акционеры право предлагать кандидатов в члены Наблюдательного совета?

Казус 3.

Компанией размещены обыкновенные акции и один тип привилегированных акций (тип А). Привилегированные акции предоставляют их владельцам право получать дивиденды в сумме 10% от чистой прибыли. Компания планирует выпустить новый тип привилегированных акций (тип Б) путем открытой подписки.

Вопросы:

1. Каково назначение преимущественного права приобретения акций?

2. Какие акционеры и почему будут иметь преимущественное право приобретения акций в данном случае:

а) владельцы обыкновенных акций;

б) владельцы привилегированных акций типа А;

в) владельцы обыкновенных акций и владельцы привилегированных акций типа А;

г) никто.

3. Какие акционеры и почему будут иметь преимущественное право приобретения акций, если тип Б привилегированных акций будет конвертируемым в обыкновенные акции?

а) владельцы обыкновенных акций;

б) владельцы привилегированных акций типа А;

в) владельцы обыкновенных акций и владельцы привилегированных акций типа А;

г) никто.

Казус 4.

В компании 98 акционеров. Балансовая стоимость активов компании составляет 3 600 000 долларов США. Компания собирается продать имущество стоимостью 1 900 000 долларов США. Акционер А, владеющий 12% голосующих акций, голосовал против одобрения этой сделки.

Вопросы:

1. Каково назначение права акционеров требовать выкупа обществом принадлежащих им акций?

2. Имеет ли акционер А право требовать выкупа принадлежащих ему акций?

3. Как акционер А может реализовать свое право требовать выкупа, если у него есть такое право?

Мини-Кейс 1.

Комитеты Совета директоров акционерного общества

Общим собранием акционеров в ОАО «Рассвет» был принят Кодекс корпоративного поведения, в котором предусмотрено образование при Совете директоров различных комитетов основными функциями которых является предварительное рассмотрение наиболее важных вопросов и подготовка рекомендаций Совету директоров для принятия решений по таким вопросам.

При оценке уровня корпоративного поведения в ОАО «Рассвет» рейтинговое агентство «Перспектива» указало в своем заключении: «Отсутствие комитетов Совета директоров, в особенности комитета по аудиту, расценивается как негативный фактор».

Исходя из результатов оценки уровня корпоративного поведения в Обществе, Советом директоров было решено создать комитеты.

Разработку положения «О комитете по аудиту» Совет директоров поручил ревизионной комиссии общества. Ни уставом общества, ни положением «О Совете директоров» создание комитетов не предусмотрено. Численность Совета директоров ОАО «Рассвет» - семь человек.

Вопросы для обсуждения:

1. Какие действия в данной ситуации должен принять Совет директоров для создания комитетов?
2. Сколько и какие комитеты целесообразно создать, исходя из рекомендаций Кодекса корпоративного поведения и конкретной ситуации?
3. Оцените решение Совета директоров о создании комитетов.

Мини-Кейс 2

Процедура досрочного прекращения полномочий Генерального директора

В соответствии с законом внеочередное Общее собрание акционеров ОАО «Рассвет» 1 октября приняло решение о досрочном прекращении полномочий Генерального директора Петрова Г. П. и утвердило на эту должность Иванова И.И.

Протокол по итогам голосования был составлен и подписан 5 октября. В этот же день Иванову И.И. были предоставлены служебный кабинет и технические средства, необходимые для выполнения его обязанностей и он приступил к исполнению своих обязанностей. Трудовой договор с Ивановым был подписан 8 октября, а приказ о его назначении на должность - 10 октября.

Вопросы для обсуждения:

1. С какой даты Иванов получил право подписывать документы, издавать приказы, заключать сделки, а Петров утратил это право?
2. Кто должен подписать приказ об увольнении Петрова и назначении на должность Иванова?
3. Какие правовые последствия наступят, если председатель Совета директоров не подпишет трудовой договор с Ивановым?

Мини-Кейс 3

Одна из крупных судоремонтных компаний, в прошлом процветающая, в настоящее время переживает не лучшие времена: производственные мощности простаивают за неимением заказов, сотрудники отправлены в неоплачиваемый административный отпуск. В компании выбран новый молодой энергичный Генеральный директор, избран новый Совет директоров, разрабатывающий стратегию выхода из кризисной ситуации.

Друг Генерального директора, несколько лет назад эмигрировавший в Канаду, сообщает об имеющейся возможности получить крупный заказ на ремонт грузовых морских судов стоимостью несколько сотен тысяч долларов США. На выполнение данного заказа претендует ряд крупных судоремонтных компаний из разных стран мира. Однако все зарубежные компании запрашивают за выполнение данной работы высокую оплату, так как наполнитель внутренней обшивки корпуса судна асбестовый, что опасно для здоровья рабочих, которые будут выполнять заказ.

Справка: асбест внесен в список вредных для здоровья человека материалов согласно международным соглашениям о защите здоровья населения Земли. В российском законодательстве подобные ограничения не оговорены.

Вопросы для обсуждения:

1. Какое решение должны принять органы корпоративного управления?

Мини-Кейс 4

Миноритарные акционеры ОАО сочли незаконными условия дополнительной эмиссии акций (82% от уставного капитала), размещенных по закрытой подписке в пользу ЗАО. Совет директоров эмитента предложил акционерам, не согласным с условиями размещения данной эмиссии, выкупить их акции по явно заниженной цене (67 руб. за акцию). В сумме они имели около 30% голосов и могли заблокировать эмиссию на собрании. Однако пассивность многих из них привела к тому, что блокирующего пакета миноритарные акционеры просто не набрали и не сумели заблокировать решение.

После принятия решения об эмиссии была сформирована коалиция из 18 акционеров (с общим количеством голосующих акций 8%), с целью объединения усилий по защите своих прав и назначения соответствующей рыночной цены выкупа акций. Акционеры решили добиться либо отмены сделки, либо предложения нормальной цены выкупа со стороны Совета директоров. В установленные сроки они подали эмитенту встречные оферты с ценой выкупа акций, равной 1 450 руб. Длившиеся более четырех месяцев переговоры с представителем эмитента в итоге закончились компромиссом: акционерам было предложено продать свои акции по цене, почти в четыре раза превышающей первоначальную оферту (265 руб. за акцию).

Вопросы для обсуждения:

1. Каким образом должна быть определена выкупная стоимость акций?
2. Разработать тактику судебной защиты прав и законных интересов акционеров.

Мини-Кейс 5

АО «Фотон» выходит на новый рынок по производству телевизоров среднего класса. В течение двух лет компания установила цену продукта на 5 процентов ниже средней рыночной цены, что привело к потере 7 процентов годовых продаж. Согласно прогнозам по инфляции, в следующем году конкуренты компании планируют поднять цены на продукцию на 8%.

Вопросы для обсуждения:

1. Какое решение по этому вопросу может быть принято органами кооперативного управления?

Глоссарий по учебному модулю «Корпоративное управление»

Акционер — физическое или юридическое лицо, указанное в учетных записях эмитента в качестве зарегистрированного держателя (не обязательно реального собственника) ценных бумаг эмитента.

Акционерный капитал — собственный капитал общества.

Аудитор — лицо, обладающее государственной лицензией на право проведения аудита.

Аудитор общества — аудитор, отвечающий за проведение аудиторской проверки финансовой отчетности общества.

Аудиторская проверка, аудит — изучение и проверка документов финансового и бухгалтерского учета общества профессиональным и независимым аудитором общества.

Аффилированное лицо — физическое или юридическое лицо, которое может повлиять на деятельность юридических лиц и (или) физических лиц, занимающихся предпринимательской деятельностью.

Балансовая стоимость — стоимость компании или какого-либо актива, отраженная в документах бухгалтерского учета. Балансовая стоимость не всегда соответствует рыночной стоимости актива или компании.

Внеочередное общее собрание акционеров — любое, кроме годового собрания, общее собрание акционеров.

Внутренний аудит — оценка финансовой целесообразности операций общества его работниками. Работники, выполняющие эту функцию, называются внутренними аудиторами.

Выпуск ценных бумаг — совокупность ценных бумаг общества, предоставляющая их держателям одинаковые права.

Выпущенные и находящиеся в обращении акции — акции, которые представляют собой инвестированный капитал акционеров общества. Акции, которые были выпущены и впоследствии выкуплены обществом, называются казначейскими акциями, поскольку они находятся на балансе общества до их повторного выпуска или погашения. Казначейские акции являются выпущенными, но не считаются находящимися в обращении в целях голосования, начисления дивидендов или расчета прибыли на одну акцию.

Годовое общее собрание акционеров — общее собрание акционеров, которое проводится не позднее чем через 6 месяцев после окончания каждого отчетного года, на котором акционеры и руководство обсуждают результаты и будущее общества.

Годовой отчет — документ, который должен быть предоставлен акционерам общества и иным заинтересованным лицам при проведении годового общего собрания акционеров. Как правило, он включает баланс, отчет о прибылях и убытках, примечания к финансовой отчетности, заключения аудитора и ревизионной комиссии, изложение мнения руководства по поводу результатов деятельности общества, а также комментариев по вопросам корпоративного управления и перспективам развития общества.

Голосующие акции — обыкновенные акции, а также привилегированные акции в случае предоставления им права на участие в голосовании по всем вопросам повестки дня (в случае неполной выплаты дивидендов) или по ее отдельным пунктам (например, по вопросу о реорганизации).

Дееспособность — способность гражданина своими действиями приобретать и осуществлять гражданские права, создавать для себя гражданские обязанности и исполнять их.

Дивиденды — часть чистой прибыли общества, распределяемая между акционерами.

Директор — управляющий, руководитель компании, предприятия. Директор — высшая должность в предприятии, наделенная полномочиями выбора стратегии развития компании, работы с кадрами, отладкой финансовых потоков предприятия. Однако при ряде условий в некоторых организациях должность директора может быть формальной или отсутствовать вообще.

Дочернее общество — общество, находящееся в собственности или под контролем материнского (основного) общества.

Закрытое акционерное общество — общество, акции которого распределяются среди учредителей или иного заранее определенного круга лиц.

Заочное голосование — возможность участия в общем собрании акционеров или заседании коллегиального органа управления посредством направления письменного документа с результатами голосования.

Золотая акция — специальное право государства на участие в управлении обществом.

Инсайдер — лицо, имеющее доступ к существенной информации об обществе до ее публичного раскрытия.

Инсайдерская информация — существенная информация об обществе, известная инсайдерам (как правило, членам Наблюдательного совета, членам Правления и (или) работникам общества), но не являющаяся общедоступной.

Исполнительный директор — член совета директоров общества, являющийся работником общества (в основном в англо-американской модели корпоративного управления).

Исполнительный орган — к исполнительным органам общества относятся генеральный директор и правление.

Квалифицированное большинство голосов — число голосов, необходимое для принятия какого-либо решения, для которого простого большинства голосов недостаточно, обычно 2/3 или 3/4.

Кворум — минимальное число голосов акционеров или членов Наблюдательного совета, присутствие которых необходимо на собрании или заседании Совета для того, чтобы результаты голосования были действительны по закону.

Комитет по аудиту — комитет Наблюдательного совета, отвечающий за проведение контроля за финансовой отчетностью, управлением рисками и процессами внутреннего аудита в обществе.

Компенсация — возмещение расходов, понесенных в ходе выполнения служебных обязанностей. В отличие от вознаграждения не включает оплату труда, премии, поощрения и иные выплаты.

Конвертируемая ценная бумага — облигация или привилегированная акция, которая может быть обменена (в соответствие с условиями эмиссии) на обыкновенную акцию (либо на привилегированную акцию другого типа) эмитента.

Контролирующий акционер (Крупный (мажоритарный) акционер) — акционер, который сам, либо совместно с аффилированными лицами, фактически контролирует процесс принятия решений в обществе.

Контрольно-ревизионная служба — внутреннее подразделение общества, отвечающее за осуществление текущего

внутреннего контроля в соответствии с рекомендациями Кодекса корпоративного поведения.

Конфликт интересов — ситуация, возникающая, когда лицу, наделенному доверием, необходимо вынести суждение от имени других лиц, но при этом он имеет заинтересованность, которая может препятствовать вынесению такого суждения.

Корпоративное управление — структуры и процедуры управления и контроля в обществе.

Крупная сделка — продажа или приобретение активов или значительной части активов общества, а также кредит, займ, поручительство и залог, требующие одобрения акционеров или Наблюдательного совета.

Кумулятивное голосование — метод голосования, при котором количество голосов определяется путем умножения количества, принадлежащих акционеру акций на избираемое число членов Наблюдательного совета. При этом акционер может отдать полученные таким образом голоса в пользу одного кандидата либо любым образом распределить их между кандидатами.

Ликвидация — продажа всех активов общества, выплата долгов и распределение оставшегося имущества между акционерами с последующим прекращением деятельности общества.

Менеджмент — группа лиц, осуществляющая текущее руководство обществом.

Миноритарный акционер — акционер, владеющий числом акций, недостаточным для осуществления контроля за деятельностью общества.

Наблюдательный совет — часть двухуровневой структуры, при которой Наблюдательный совет обеспечивает стратегическое руководство обществом и осуществляет контроль за деятельностью его исполнительных органов. В одноуровневой структуре Наблюдательный совет называется Советом директоров (См. ниже).

Общее собрание акционеров — высший орган управления обществом.

Общество (акционерное общество, общество с ограниченной ответственностью) — юридическое лицо, уставный капитал которого разделен на определенное число акций, долей.

Обыкновенная (простая) акция — акция, предоставляющая ее держателю определенные имущественные права и право голоса.

Органы управления — органы общества, осуществляющие управление. К ним относятся Общее собрание акционеров, Наблюдательный совет (Совет директоров), Генеральный директор и Правление.

Правление — коллегиальный исполнительный орган, отвечающий за текущее руководство деятельностью общества. Правление подотчетно Наблюдательному совету (Совету директоров).

Привилегированная акция — не голосующая акция, которая предоставляет ее держателю право на получение определенного дивиденда и ликвидационной стоимости, выплачиваемых до выплаты дивидендов владельцам обыкновенных акций.

Прирост капитала — увеличение рыночной цены актива (например, акций).

Простое большинство голосов — более 50% голосов.

Ревизионная комиссия — специальный орган общества, избираемый акционерами для осуществления контроля за финансово-хозяйственной деятельностью общества и выполнением требований законодательства.

Реестр акционеров — реестр, который используется для учета прав собственности на акции и определения списка акционеров на дату закрытия реестра. Реестр акционеров, как правило, ведет независимая организация, так как это позволяет избежать конфликта интересов.

Резервный фонд — часть собственного капитала общества, выделенная в отдельный фонд. Может использоваться для покрытия убытков общества, выкупа акций и облигаций при отсутствии иных средств, а также выплаты дивидендов по привилегированным акциям в случае недостаточности средств прибыли.

Рыночная стоимость — цена, которую информированный покупатель готов заплатить, а информированный продавец готов принять на свободном рынке при условии, что сделка совершается в разумные сроки.

Совет директоров — орган управления общества, отвечающий за стратегическое руководство и контроль за деятельностью исполнительных органов от имени акционеров.

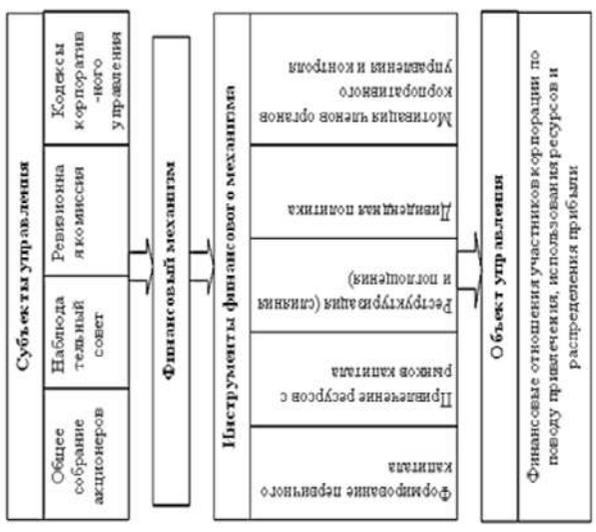
Совет директоров в одноуровневой системе соответствует Наблюдательному совету в двухуровневой системе управления обществом.

ПРИЛОЖЕНИЯ

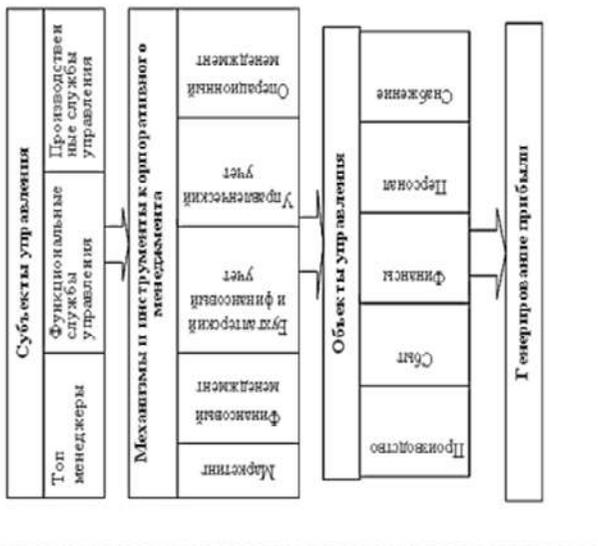
Приложение 1 к теме 2¹¹⁶

Взаимосвязь механизмов корпоративного управления и корпоративного менеджмента

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ



Корпоративная цель – максимизация прибыли участников корпорации

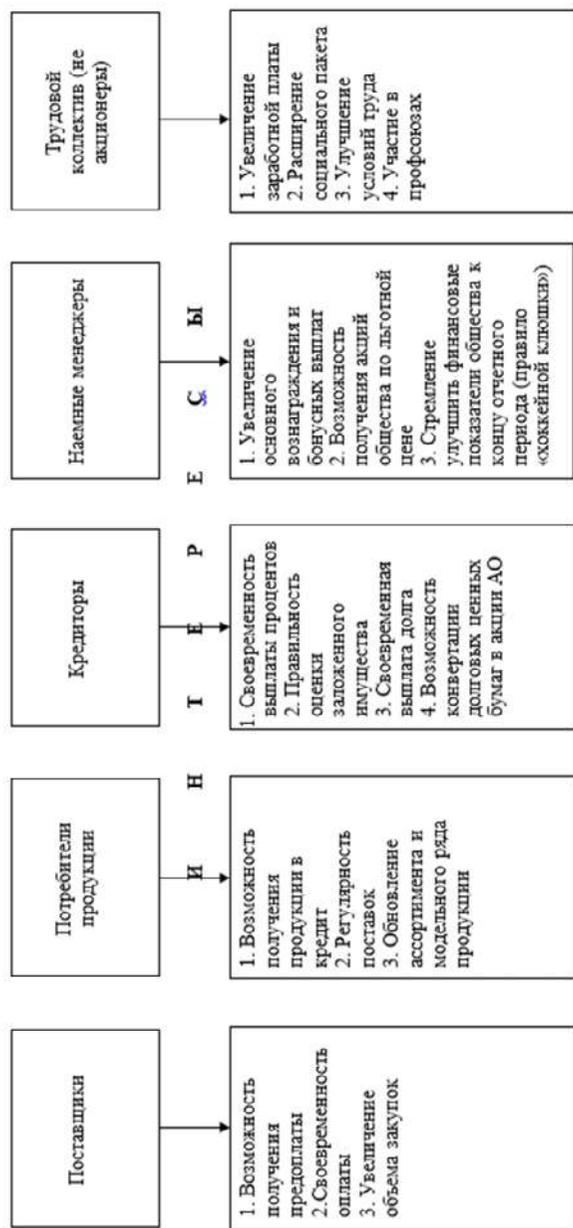


Приложение 2 к теме 2

¹¹⁶ Хамидуллин М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Т.: Молия, 2008.

Классификация участников корпоративных отношений и их финансовых интересов

У Ч А С Т Н И К И



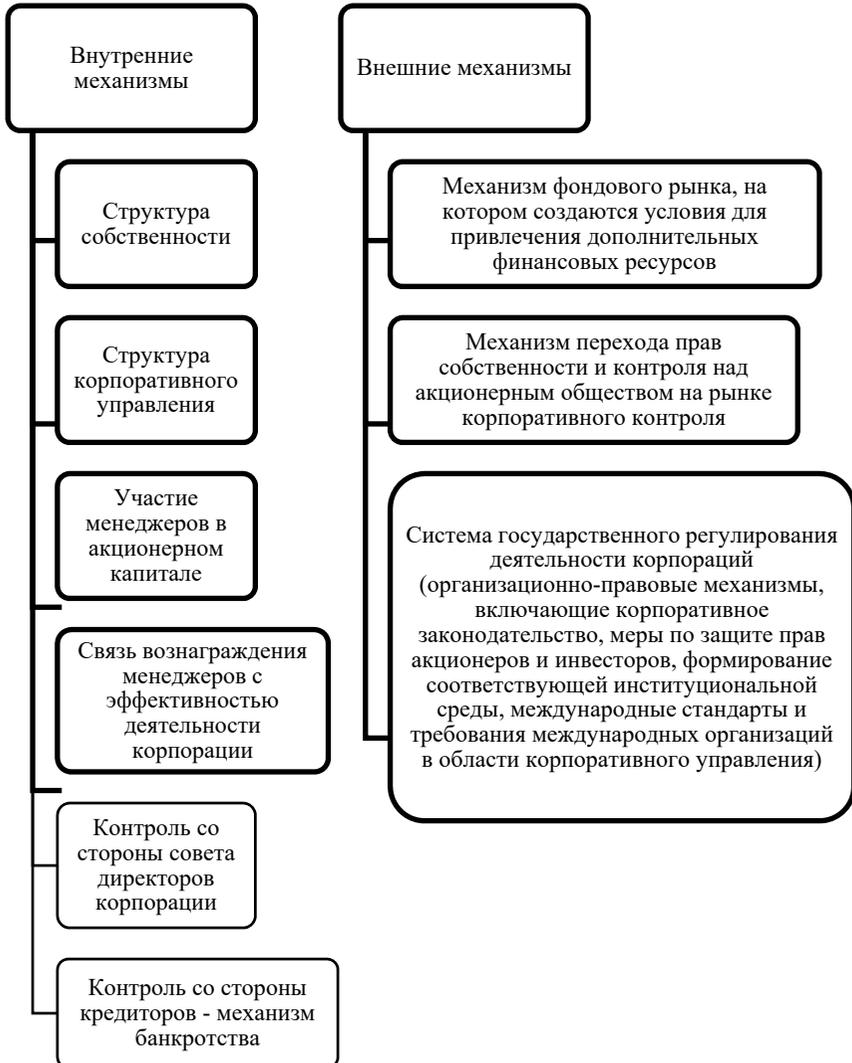
¹¹⁷ Хамидулина М.Б. Развитие финансового механизма корпоративного управления. Т.: Молия. 2008. Финансовые интересы каждой группы участников корпоративных отношений в схеме выстроены с учетом экономических аспектов и не учитывают психологических, культурологических и др. аспектов, влияющих на поведение личности. Кроме того, отдельные финансовые интересы могут быть присущи одновременно представителям нескольких групп участников корпоративных отношений.

Модели корпоративного управления

Англо-американская модель	Немецкая модель	Японская модель
Страны распространения		
Великобритания, США, Канада, Австралия, Новая Зеландия	Германия, Нидерланды, Скандинавия, Франция, Бельгия	Япония
Сущность		
<p>1. Аутсайдерская модель 2. Независимые индивидуальные акционеры в большом количестве 3. Четко разработанная законодательная база, которая регламентирует механизм взаимоотношений</p>	<p>1. Превалирует банковское финансирование 2. Не велика роль финансовых рынков</p>	<p>1. Существенная роль принадлежит банкам и аффилированным компаниям 2. Характерно формирование промышленно-финансовых сетей</p>
Ключевые участники и состав акционеров		
<p>Ключевыми участниками являются: директора, акционеры, менеджеры, правительственные организации, консалтинговые организации. Индивидуальные инвесторы владеют около 20 % акций, велика доля институциональных инвесторов</p>	<p>Ключевыми участниками являются: банки, акционеры, работники компании. Банки владеют около 30% акций, корпорации – 45 %, индивидуальные инвесторы – 5 %</p>	<p>Ключевыми участниками являются: главный банк и промышленные сети — кейрецу, аффилированные компании. Страховые компании владеют до 50 % акций, корпорации — около 25%, иностранные инвесторы-5%</p>
Законодательная база		
<p>В США – это Федеральное законодательное агентство, Комиссия по ценным бумагам и биржам. Они регулируют регистрацию компаний, законы штатов, которые могут различаться. В Британии – это парламент и Коллегия по ценным</p>	<p>Федеральные и местные законы определяют уставы корпораций, фондовых бирж, правила, которые устанавливают состав правления</p>	<p>Во многом повторяет американскую модель. Бюро ценных бумаг и Комитет по надзору за фондовыми биржами. Большое влияние правительства через</p>

бумагам, важную роль играют биржи		представителей в советах директоров
Требования к раскрытию информации		
Самые жесткие требования: ежеквартальная финансовая отчетность, справка о деятельности и вознаграждениях директоров, данные о составе акционеров, об аудиторах, о планируемых реорганизациях	Требования менее строгие, чем в США. Раз в полгода предоставляется финансовая информация, размеры вознаграждения органов управления, сведения о ключевых акционерах	Раз в полгода предоставляется финансовая отчетность, информация о членах совета директоров, список десяти крупнейших акционеров
Действия, которые требуют одобрения акционеров		
Обязательное согласие акционеров при выборе членов совета директоров, назначении аудиторов, при учреждении и внесении поправок к планам опционов, при реорганизации	Распределение доходов, ратификация решений совета директоров и правления, финансовые вопросы, реорганизация, выборы органов управления	Необходимо одобрение акционеров при выплате дивидендов, выборе совета директоров, внесении изменений во внутренние документы, вознаграждение органов управления, размеры выходных пособий

Механизмы управления корпорацией



ВОПРОСНИК

для проведения оценки используемой в акционерном обществе системы корпоративного управления¹¹⁶

I. Оценка процедур подготовки к внедрению Кодекса корпоративного управления			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Создана ли в АО рабочая группа по внедрению Кодекса корпоративного управления?		
a)	создана согласно приказу руководителя исполнительного органа или решению наблюдательного совета	5	5
b)	рабочая группа не создана, в наблюдательный совет документы внесены исполнительным органом	0	
c)	информация о создании рабочей группы не предоставлена в ходе изучения	-5	
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Разработаны ли следующие документы: 1. Положение об информационной политике; 2. Положение о внутреннем контроле; 3. Положение о дивидендной политике; 4. Положение о порядке действий при конфликте интересов; 5. Проект изменений, вносимых в устав АО или устав в новой редакции; 6. Проект изменений в положение об общем собрании акционеров или положение в новой редакции; 7. Проект изменений в положение о наблюдательном совете;		

¹¹⁶ Разработан в соответствии с Указом Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015г. №УП-4720 «О мерах по внедрению современных методов корпоративного управления в акционерных обществах».

	8. Проект изменений в положение о ревизионной комиссии (ревизоре) (при необходимости); 9. Проект изменений в положение об исполнительном органе; 10. Проект изменений в положение о премировании органов управления и контроля (при наличии).		
a)	да, все документы разработаны исходя из специфики АО	25	25
b)	да, более половины документов разработаны исходя из специфики АО	0	
c)	да, разработаны часть документов (менее 50%) или документы не разработаны	-25	-25
№3	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли устав АО законодательству и рекомендациям Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, полностью соответствует законодательству и кодексу	10	10
b)	да, полностью соответствует законодательству и частично соответствует рекомендациям кодекса	0	
c)	да, полностью соответствует законодательству, но не соответствует рекомендациям кодекса, либо частично соответствует законодательству	-10	
№4	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Содержит ли Положение об информационной политике рекомендации Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, рекомендации кодекса полностью включены	5	5
b)	рекомендации кодекса частично включены	0	
c)	рекомендации кодекса не включены	-5	
№5	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Содержит ли Положение о внутреннем контроле рекомендации Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, рекомендации кодекса полностью включены	5	5

b)	рекомендации кодекса частично включены	0	
c)	рекомендации кодекса не включены	-5	
№6	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Содержит ли Положение о дивидендной политике рекомендации Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, рекомендации кодекса полностью включены	5	5
b)	рекомендации кодекса частично включены	0	
c)	рекомендации кодекса не включены	-5	
№7	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Содержит ли Положение о порядке действий при конфликте интересов рекомендации Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, рекомендации кодекса полностью включены	5	5
b)	рекомендации кодекса частично включены	0	
c)	да, рекомендации кодекса не включены	-5	
№8	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли Положение об общем собрании акционеров АО законодательству и рекомендациям Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, полностью соответствует законодательству и кодексу	5	5
b)	да, полностью соответствует законодательству и частично соответствует рекомендациям кодекса	0	
c)	да, полностью соответствует законодательству, но не соответствует рекомендациям кодекса, либо частично соответствует законодательству	-5	
№9	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли Положение о наблюдательном совете АО законодательству и рекомендациям Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, полностью соответствует законодательству и кодексу	5	5

b)	да, полностью соответствует законодательству и частично соответствует рекомендациям кодекса	0	
c)	да, полностью соответствует законодательству, но не соответствует рекомендациям кодекса, либо частично соответствует законодательству	-5	
№10	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли Положение об исполнительном органе АО законодательству и рекомендациям Кодекса корпоративного управления?		
a)	да, полностью соответствует законодательству и кодексу	5	5
b)	да, полностью соответствует законодательству и частично соответствует рекомендациям кодекса	0	
c)	да, полностью соответствует законодательству, но не соответствует рекомендациям кодекса, либо частично соответствует законодательству	-5	
№11	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли Положение о ревизионной комиссии АО законодательству?		
a)	да, полностью соответствует	5	5
b)	не соответствует	-5	
№12	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	"Предусмотрена ли во внутренних документах АО увязка размера вознаграждения членов наблюдательного совета с результатами независимой оценки системы корпоративного управления?"		
a)	да	50	
b)	нет	-50	-50
№13	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Утверждена ли решением общего собрания акционеров форма сообщения о следовании рекомендациям кодекса?		
a)	да	5	5
b)	нет	-5	

II. Оценка соблюдения рекомендациям Кодекса корпоративного управления			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Опубликована ли информация о принятии АО рекомендаций Кодекса корпоративного управления в своей деятельности?		
a)	да, в СМИ, на веб-сайтах АО, фондовой биржи, а также Едином портале корпоративной информации	10	10
b)	да, в СМИ, на веб-сайтах АО и фондовой биржи	5	
c)	да, в СМИ и на веб-сайте АО	0	
d)	да, только в СМИ либо только на сайте АО	-5	
e)	нет, информация не опубликована	-10	
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Опубликована ли информация по принципу «comply or explain» («соблюдай или объясняй»)?		
a)	да, в СМИ, на веб-сайтах АО и фондовой биржи, а также Едином портале корпоративной информации	50	
b)	да, в СМИ, на веб-сайтах АО и фондовой биржи	25	
c)	да, в СМИ и на веб-сайте АО либо не опубликована в связи с тем, что результаты оценки будут опубликованы по итогам года	0	
d)	да, информация опубликована только на одном источнике	-25	
e)	нет, информация не опубликована	-50	-50
№3	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Определены ли ясные критерии отнесения информации к категориям конфиденциальной информации и коммерческой тайны?		
a)	да, определены	10	10
b)	да, определены частично	0	
c)	нет, не определены	-10	
№4	Вопрос		

	Обеспечивается ли публикация информации, подлежащая обязательному раскрытию на сайте АО и других источниках, предусмотренных законодательством на государственном языке, с переводом на русский и английский языки?	Возможный балл	Фактический ответ
	да, информация, подлежащая обязательному раскрытию, опубликована на сайте АО, на Едином портале корпоративной информации, с переводом на русский и английский языки	50	
	да, информация, подлежащая обязательному раскрытию, опубликована на сайте АО и Едином портале корпоративной информации с переводом на русский язык	25	25
	да, информация, подлежащая обязательному раскрытию, опубликована на сайте АО и Едином портале корпоративной информации с частичным переводом на русский или английский язык	0	
	да, информация, подлежащая обязательному раскрытию, опубликована на сайте АО только на государственном языке в полном объеме	-25	
	да, информация, подлежащая обязательному раскрытию, опубликована на сайте АО только на государственном языке не в полном объеме либо информация отсутствует	-50	
№5	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Опубликована ли информация о размере вознаграждений и компенсаций исполнительному органу (протокол, решение ОСА или НС и др.)?		
a)	да, обеспечено	5	
b)	нет из-за отсутствия выплаты вознаграждения	0	

с)	нет, не обеспечено	-5	-5
№6	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Опубликованы ли на сайте АО сведения о структуре акционерного капитала АО (акционеры с долей свыше 20%)?		
а)	да, в отдельном разделе	5	5
б)	да, в структуре отчетности (существенный факт, бизнес план и др.)	0	
с)	нет	-5	
№7	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Обеспечена ли публикация на сайте АО обоснования предлагаемого распределения чистой прибыли (за предстоящий год)?		
	да, в том числе размер дивиденда, оценка размера соответствия дивидендной политики, а также пояснения и экономические обоснования (в случае направления определенной части чистой прибыли на нужды развития АО)	10	10
	да, только размера дивиденда или в связи с завершением финансового года с убытками либо с момента принятия обязательства следовать рекомендациям Кодекса данный вопрос не рассматривался	0	
	нет, на сайте АО опубликована информация о распределении чистой прибыли без обоснования либо информация о распределении не опубликована	-10	
№8	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Делегированы ли наблюдательному совету права по определению порядка, условий оказания (получения) и принятия решений о благотворительной (спонсорской) или безвозмездной помощи в пределах		

	размера, установленного решением ОСА?		
	да, делегированы, с указанием предельного размера, информация об оказанной благотворительности размещена на сайте АО	5	5
	да, делегированы	0	
	нет	-5	
№9	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Обеспечено ли рассмотрение общим собранием акционеров вопроса по определению сделок, относящихся к текущей хозяйственной деятельности АО?		
a)	да, определены сделки, относящиеся к текущей хозяйственной деятельности	5	Выпол- ный или объясний
b)	да, рассмотрение обеспечено, однако не определены сделки, относящиеся к текущей хозяйственной деятельности	0	
c)	нет, не рассматривался	-5	-5
№10	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Наделена ли служба внутреннего аудита АО полномочиями по осуществлению внутреннего контроля за операциями, проведенными с юридическими лицами, более 50% уставного капитала которых принадлежит АО?		
a)	да, наделена полномочиями согласно внутренним документам АО, либо в обществе не требуется создание службы внутреннего аудита	5	5
b)	нет, не наделена полномочиями	-5	
№11	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Определен ли порядок голосования представителей АО в органах управления других предприятий?		

a)	да, утвержден отдельный документ, подробно регламентирующий согласование вопросов повестки дня	10	
b)	нет, однако наблюдательным советом дано соответствующее поручение на разработку порядка, или доля АО отсутствуют в других предприятиях	0	0
c)	нет, не определен	-10	
№12	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Предоставлена ли лицам, принимающим участие в общем собрании акционеров АО, возможность произведения за счет указанных лиц копии заполненного им бюллетеня?	5	
a)	да, во внутренних документах предусмотрена такая возможность	0	0
b)	нет, в связи с тем, что все акции принадлежат одному лицу	-5	
c)	нет, такая возможность не предусмотрена		
№13	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Содержат ли внутренние документы общества требования к составу и квалификации членов органов внутреннего контроля АО?		
a)	да, к службе внутреннего аудита и ревизионной комиссии	10	10
b)	да, к ревизионной комиссии либо к службе внутреннего аудита	0	
c)	нет	-10	
№14	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Сколько членов наблюдательного совета являются независимыми?		
a)	более 15% от предусмотренного его уставом количества членов наблюдательного совета	20	Выполняй или объясняй
b)	один, но менее 15 процентов	0	
c)	отсутствует	-20	-20
№15	Вопрос		

	Предусмотрена ли на сайте АО возможность в соответствии с которой могут направляться письменные и электронные запросы акционеров (обратная связь)?	Возможный балл	Фактический ответ
a)	да, обратная связь функционирует	5	5
b)	да, но обратная связь не функционирует	0	
c)	нет	-5	
№16	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Создана ли возможность акционерам для голосования по электронной почте (с подтверждением электронной цифровой подписью), а также проведения общего собрания в режиме видеоконференцсвязи?		
a)	да, созданы все необходимые условия проведения общего собрания акционеров путем голосования по электронной почте (с подтверждением электронной цифровой подписью) или проведения в режиме видеоконференцсвязи	10	10
b)	создана дополнительная возможность проведения общего собрания акционеров и голосование иными способами не запрещенными законодательством либо нет, возможность проведения указана во внутренних документах, без подробной регламентации	0	
c)	нет	-10	
№17	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Предусмотрено ли в Положении об общем собрании акционеров предоставление акционерам до проведения общего собрания акционеров необходимой информации по повестке дня, в том числе о позиции наблюдательного совета относительно повестки дня общего собрания?		
a)	да	5	

b)	нет	-5	-5
№18	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Создано ли подразделение или определен ли работник, ответственный за взаимосвязь с акционерами и инвесторами?		
a)	да, согласно оргструктуре АО, данные функции выполняет отдельное подразделение или сотрудник	5	5
b)	да, решением наблюдательного совета или исполнительного органа данные функции возложены на работника или ответственное подразделение	0	
c)	нет	-5	
№19	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Предоставлено ли уставом АО право владельцам не менее 1% простых акций АО требовать созыв заседания наблюдательного совета?		
a)	да	5	5
b)	нет, в связи с тем, что все простые акции принадлежат одному лицу	0	
c)	нет	-5	
№20	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Предусмотрена ли во внутренних документах АО возможность для акционеров по заключению акционерных соглашений для формирования их совместной позиции при голосовании?		
a)	да	5	5
b)	нет, в связи с тем, что все простые акции принадлежат одному лицу	0	
c)	нет	-5	
№21	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Предусмотрено ли в уставе АО, что миноритарный акционер не должен препятствовать деятельности органов управления АО путем необоснованного истребования документов и использования		

	конфиденциальной информации, коммерческой тайны?		
a)	да	5	
b)	нет, в связи с тем, что все акции принадлежат одному лицу	0	0
c)	нет	-5	
№22	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Предусмотрено ли в уставе, что при выпуске дополнительных акций акционерам принадлежит право преимущественного приобретения акций пропорционально их доле в уставном капитале?		
a)	да	5	5
b)	нет, в связи с тем, что все простые акции принадлежат одному лицу	0	
c)	нет	-5	
№23	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Какой срок предусмотрен в уставе для предоставления предложения в повестку дня годового общего собрания акционеров?		
	более 60 дней	10	10
	более 45 дней	0	
	30 дней либо в уставе срок не предусмотрен	-10	
№24	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Осуществлено ли личное участие руководителя исполнительного органа, председателей наблюдательного совета и ревизионной комиссии, а также представителя аудиторской организации на годовом общем собрании акционеров?		
a)	да, все указанные лица принимали личное участие	10	
b)	да, руководитель исполнительного органа, а также председатели наблюдательного совета и ревизионной комиссии	5	Выполняй или объясняй

c)	да, руководитель исполнительного органа и председатель наблюдательного совета	0	
d)	да, только председатель наблюдательного совета	-5	
e)	нет	-10	-10
№25	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Содержит ли Положение о наблюдательном совете условия, при которых член наблюдательного совета может освобождаться от исполнения обязанностей, порядок деятельности и функции председателя наблюдательного совета АО, связанные с организацией и проведением его заседаний?		
a)	да	5	5
b)	нет	-5	
№26	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Утверждена ли в АО среднесрочная (на срок до 5 лет) и долгосрочная стратегия развития АО?		
a)	да, утверждена среднесрочная и долгосрочная стратегия или утверждена долгосрочная стратегия, предусматривающая среднесрочную стратегию	10	
b)	да, утверждена только среднесрочная стратегия	5	5
c)	нет	-10	
№27	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Применяются в АО методы управления, включая SWOT, GAP анализ и другие подходы, специальные программные продукты и т.п.?		
a)	да, два и более методов	10	
b)	да, один метод	0	
c)	нет	-10	-10
№28	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Содержит ли Положение о наблюдательном совете квалификационные требования к		

	кандидатам в члены наблюдательного совета?		
a)	да, по опыту работы, образованию, а также наличию квалификационного аттестата корпоративного управляющего или сертификата по корпоративному управлению	10	10
b)	да, по опыту работы и образованию либо наличию квалификационного аттестата корпоративного управляющего или сертификата по корпоративному управлению	5	
c)	нет, не установлены	-5	
d)	нет	-10	
№29	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Созданы ли при наблюдательном совете АО комитеты (рабочие группы)?		
a)	да	10	
b)	нет	-10	-10
№30	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Регламентированы ли случаи и порядок проведения заседаний наблюдательного совета опросным путем, а также в режиме видеоконференцсвязи?		
a)	да	5	
b)	нет	-5	-5
№31	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Наделен ли председатель общего собрания акционеров правом по осуществлению аудио- и видеозаписи общего собрания акционеров и трансляции в сети Интернет ?		
a)	да	5	
b)	нет, в связи с тем, что все акции принадлежат одному лицу	0	0
c)	нет	-5	
№32	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Как давно осуществлялось повышение квалификации руководителя или		

	членов исполнительного органа АО по корпоративному управлению?		
a)	в течение последних двух лет	10	10
b)	более двух лет тому назад	0	
c)	не повышал квалификацию последние пять лет	-10	
№33	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Установлены ли требования к форме и содержанию доклада (отчета) органов управления и контроля АО, отчитывающихся на общем собрании акционеров?		
a)	да	10	
b)	нет	-10	-10
№34	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Ограничены ли права членов исполнительного органа, выступающих представителем акционеров, голосовать по вопросу избрания членов исполнительного органа?		
a)	да	5	5
b)	нет	-5	
№35	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Предусмотрена ли в уставе конкретная дата, в которой АО обычно проводит очередное общее собрание акционеров?		
a)	да	5	5
b)	нет	-5	
№36	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Утвержден ли в АО документ, регулирующий деятельность комитетов при наблюдательном совете?		
a)	да	5	
b)	нет	-5	-5
№37	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Введен ли в АО должность корпоративного консультанта?		
a)	да	5	5

b)	нет	-5	
----	-----	----	--

III. Оценка соответствия организационной структуры АО			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли оргструктура АО Указу Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015г. №УП-4720?		
a)	соответствует полностью либо имеющиеся отличия полностью обосновываются отраслевой спецификой деятельности АО, или уровень структурных подразделений отличается от типовой структуры из-за ограничений численности (например, вместо управления - отдел)	10	10
b)	отличается частично (не более 5 подразделений отличаются или не внесены), не связанное отраслевой спецификой деятельности АО	5	
c)	отличается существенно (более 5 подразделений отличаются или не внесены), не связанное отраслевой спецификой деятельности АО	0	
d)	подразделение по работе с акционерами и инвесторами не находится в прямом подчинении руководителя АО	-5	
e)	оргструктура не обновлена либо информация об этом не представлена в ходе изучения	-10	
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Обновлены ли должностные инструкции после обновления оргструктуры?		
a)	да, по каждой из должностей в рамках обновленной оргструктуры обновлены должностные инструкции	10	10
b)	обновлены должностные инструкции только по новым должностям, введенным оргструктурой	5	
c)	обновлены должностные инструкции по большей части новых должностей	0	
d)	обновлены должностные инструкции по менее чем половине новых должностей	-5	

е)	должностные инструкции не обновлены либо информация об этом не представлена в ходе изучения	-10	
№3	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Осуществлено ли оповещение акционеров и инвесторов об обновленной оргструктуре?		
а)	обновленная оргструктура с пояснительной запиской опубликованы на 3 языках на сайте общества	10	10
б)	обновленная оргструктура опубликована на сайте общества на 3 языках	5	
с)	обновленная оргструктура опубликована на сайте общества с пояснительной запиской на одном языке	0	
д)	обновленная оргструктура опубликована на сайте общества на одном языке	-5	
е)	обновленная оргструктура не опубликована на сайте общества либо информация об этом не представлена в ходе изучения	-10	

IV. Оценка конкурсного отбора			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Дополнен ли устав АО нормой о конкурсном отборе руководителя и членов исполнительного органа?		
а)	да, внесены дополнения, полностью соответствующие нормам Указа Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015г. №УП-4720	5	5
б)	да, внесены дополнения, частично соответствующие нормам Указа Президента Республики Узбекистан от 24.04.2015г. №УП-4720	0	
с)	нет, изменения в устав не внесены либо информация об этом не представлена	-5	
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Утверждены ли внутренние документы по проведению конкурсного отбора руководителя и членов исполнительного органа?		

a)	да, утвержден документ о конкурсном отборе и состав конкурсной комиссии либо один из них	10	10
b)	нет, не утверждены	-10	
№3	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Опубликован ли текст объявления о конкурсной отборе руководителя и членов исполнительного органа?		
a)	да, опубликован на сайте общества, на Едином портале корпоративной информации не менее чем на 3 языках, а также на одном языке в республиканском печатном издании	10	
b)	да, опубликован на сайте общества, Едином портале корпоративной информации не менее чем на 2 языках	5	
c)	да, опубликован на сайте общества и Едином портале корпоративной информации на одном языке либо назначение лица осуществляется иными способами	0	
d)	да, опубликован только в одном из источников (с переводом или без)	-5	
e)	нет, не опубликован, либо информация не представлена	-10	-10
№4	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Предусматривает ли документ о конкурсном отборе балльную систему для оценки кандидатур?		
a)	документ содержит конкретные требования к кандидатурам (образование, стаж, отраслевой опыт, другие навыки), по каждому из которых определены баллы, присваиваемые по каждой кандидатуре, при этом текст документа доступен на сайте общества, на Едином портале корпоративной информации на 3 языках	10	Выполняй или объясняй
b)	документ содержит конкретные требования к кандидатурам (образование, стаж, отраслевой опыт, другие навыки), по каждому из которых определены баллы, присваиваемые по каждой кандидатуре,	5	

	при этом текст документа доступен на сайте общества, на Едином портале корпоративной информации на 2 языках		
c)	документ содержит конкретные требования к кандидатурам (образование, стаж, отраслевой опыт, другие навыки), по каждому из которых определены баллы, присваиваемые по каждой кандидатуре, при этом текст документа доступен на сайте общества, на Едином портале корпоративной информации на одном языке, либо назначение лица осуществляется иными способами	0	
d)	документ содержит требования к кандидатурам (образование, стаж, отраслевой опыт, другие навыки), но нет указаний о баллах, присваиваемых по каждой кандидатуре	-5	-5
e)	прочее или неизвестно, либо информация не представлена	-10	
№5	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Проведен ли конкурс?		
a)	конкурс проведен, рассмотрены не менее 3 заявления, отобрана наилучшая кандидатура согласно критериям, указанным в документе о конкурсе и опубликованном объявлении	10	Выполненный или объясняй
b)	конкурс проведен, рассмотрены не менее 2 заявления, отобрана наилучшая кандидатура согласно критериям, указанным в документе о конкурсе и опубликованном объявлении	5	
c)	рассмотрено 1 заявление, либо назначение лица осуществляется иными способами	0	
d)	конкурс проведен, хотя бы 1 заявление не рассмотрено либо критерии отбора неясные, либо конкурс не проводился, хотя потребность была	-5	
e)	конкурс не проводился или информация об этом не представлена	-10	-10

V. Оценка перехода к публикации в соответствии с МСФО и международными стандартами аудита			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Опубликована ли финансовая отчетность АО, составленная в соответствии с МСФО, на Едином портале корпоративной информации?		
a)	да	20	20
b)	нет	-20	
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Осуществлено ли повышение квалификации сотрудников АО по МСФО?		
a)	да	10	10
b)	нет	-10	
№3	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Проведен ли аудит по МСА финансовой отчетности, составленной согласно МСФО?		
a)	да	20	20
b)	нет	-20	

VI. Оценка внедрения современных систем управления (ISO, ERP, НИОКР и др.)			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Рассмотрены ли на заседаниях органов управления АО вопросы внедрения современных систем управления (ISO, ERP, SAP и др.)?		
a)	да	5	5
b)	нет	-5	
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Имеется ли в АО сертификат системы менеджмента качества?		
a)	есть, не более 36 месяцев назад получен международный сертификат качества ISO, выданный международным органом по сертификации	20	
b)	есть, не более 36 месяцев назад получен сертификат качества ISO	0	
c)	прочее или неизвестно	-20	
	Вопрос		

№3	Проведен ли внешний аудит по СМК?	Возможный балл	Фактический ответ
a)	не менее двух раз каждые 12 месяцев проведен аудит качества, с выдачей документа о том, что соответствующие стандарты ISO применяются в деятельности, информация об этом (включая сканер копии сертификатов ISO и документа проведенного аудита) опубликована на сайте общества	10	10
b)	в течение последних 12 месяцев проведен аудит качества, с выдачей документа о том, что соответствующие стандарты ISO применяются в деятельности, информация об этом (включая сканер копии сертификатов ISO и документа проведенного аудита) опубликована на сайте общества	5	
c)	на заседании органов управления принято решение о проведении аудита качества	0	
d)	предусмотрено проведение аудита качества после получения сертификата ISO	-5	
e)	нет или неизвестно	-10	
№4	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Назначен ли представитель из состава руководства АО, ответственный за систему менеджмента качества?		
a)	да, назначен представитель высшего руководства (на уровне не ниже заместителя руководителя исполнительного органа), уполномоченный за обеспечение разработки, внедрение и поддержание в рабочем состоянии процессов, требуемых в СМК	10	10
b)	да, назначен представитель руководства (на уровне не ниже начальника подразделения), уполномоченный за обеспечение разработки, внедрение и поддержание в рабочем состоянии процессов, требуемых в СМК	5	

c)	да, назначен представитель руководства (на уровне не ниже начальника подразделения), уполномоченный за обеспечение разработки и внедрение СМК	0	
d)	да, назначен представитель высшего руководства (на уровне ниже руководителя подразделения), уполномоченный за обеспечение разработки /внедрение/ поддержание в рабочем состоянии процессов, требуемых в СМК	-5	
e)	не назначен либо информация об этом не представлена в ходе изучения	-10	
№5	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	В какой мере финансируется разработка и маркетинг новых продуктов в АО?		
a)	в минувшем году АО направило не менее 10% к чистой прибыли на перспективные исследования, разработку и маркетинг новых продуктов с учетом спроса рынка и освоило их в полной мере	10	10
b)	в минувшем году АО направило не менее 5% к чистой прибыли на перспективные исследования, разработку и маркетинг новых продуктов с учетом спроса рынка и освоило их в полной мере	5	
c)	в минувшем году АО направило менее 5% к чистой прибыли, но на последующий период общим собранием или набсоветом принято решение о направлении на перспективные исследования, разработку и маркетинг новых продуктов с учетом спроса рынка не менее 10% чистой прибыли	0	
d)	средства на данные цели были направлены, но не освоены в полном объеме, либо общим собранием или набсоветом не принято решение о направлении на перспективные исследования, разработку и маркетинг новых продуктов с учетом спроса рынка не менее 10% чистой прибыли	-5	
e)	указаний в документах АО о финансировании таких направлений не	-10	

	содержится либо информация об этом не представлена в ходе изучения		
--	--	--	--

VII. Оценка информационной политики			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Полнота раскрытия информации на сайте АО на государственной языке		
a)	что из нижеперечисленного опубликовано на сайте общества на государственном языке?	100	
1.	устав со всеми изменениями и дополнениями (если их более 2, то вместе с контрольным экземпляром)	10	10
2.	положение об общем собрании акционеров	1	
3.	положение о наблюдательном совете	1	
4.	положение об исполнительном органе	1	
5.	положение о ревизионной комиссии	1	
6.	сведения о вакантных рабочих местах, условиях приема на работу и требованиях к кандидатам	1	1
7.	сведения о публичных мероприятиях, проводимых обществом (заседания, совещания, встречи, пресс-конференции, семинары и брифинги, «круглые столы», официальные визиты), пресс-релизы и иная информация о повседневной деятельности	1	1
8.	перечень производимой обществом продукции (оказываемых работ и услуг) и сведения о них	1	1
9.	сведения об открытых конкурсах (тендерах) и аукционах, проводимых обществом и его организациями, по поставке товаров (выполнению работ, оказанию услуг), а также карта сайта	2	2
10.	перечень аффилированных лиц (отдельно)	1	
11.	требование об обязательном указании ссылки на корпоративный веб-сайт общества при использовании другими лицами содержащихся в нем информационных материалов	1	

12.	Наименование структурных подразделений, филиалов, представительств, дочерних и зависимых хозяйственных обществ, номера их телефонов, адреса (почтовые и электронные), сведения о порядке их работы	1	1
13.	Положение о порядке действий при конфликте интересов	1	
14.	положение о комитетах при наблюдательном совете	1	
15.	положение о внутреннем контроле	1	
16.	положение об информационной политике	2	
17.	положение о дивидендной политике	2	
18.	бизнес-план общества на текущий год	3	
19.	бизнес-план общества за предыдущий год	3	
20.	бизнес-план общества за год, предшествующий предыдущему	3	
21.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана на текущий год	3	
22.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана за предыдущий год	3	
23.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана за год, предшествующий предыдущему	3	
24.	годовой отчет за последний заверченный год	2	2
25.	годовой отчет за предыдущий заверченный год	2	2
26.	годовой отчет за год, предшествовавший предыдущему заверченному году	2	2
27.	состав исполнительного органа с ФИО, БИО и должностями, адресом электронной почты	2	
28.	состав наблюдательного совета с ФИО и основным местом работы	2	
29.	состав ревизионной комиссии с ФИО, БИО и основным местом работы	2	
30.	состав службы внутреннего аудита с ФИО, БИО и должностями	1	
31.	видеоролик об инвестиционной привлекательности АО	10	

32.	сведения о дивидендах, начисленных за последние 3 года	5	
33.	сведения о дивидендах, выплаченных за последние 3 года	5	
34.	существенные факты за последний год	5	
35.	решения о выпуске для каждого из выпусков	2	
36.	проспект эмиссии каждого выпуска	1	
37.	сведения о выплатах каждому члену исполнительного органа за последний завершённый год	5	
38.	сведения о выплатах каждому члену наблюдательного совета за последний завершённый год	5	
39.	номер телефона горячей линии для связи с акционерами	1	1
40.	номер телефона горячей линии для связи с иностранными инвесторами	1	
b)	отсутствие на сайте хотя бы 20 позиций из вышеперечисленного	-50	-50
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Полнота раскрытия информации на сайте АО на русском языке		
a)	что из нижеперечисленного опубликовано на сайте общества на русском языке?	100	
1.	устав со всеми изменениями и дополнениями (если их более 2, то вместе с контрольным экземпляром)	10	
2.	положение об общем собрании акционеров	1	
3.	положение о наблюдательном совете	1	
4.	положение об исполнительном органе	1	
5.	положение о ревизионной комиссии	1	
6.	сведения о вакантных рабочих местах, условиях приема на работу и требованиях к кандидатам	1	
7.	сведения о публичных мероприятиях, проводимых обществом (заседания, совещания, встречи, пресс-конференции, семинары и брифинги, «круглые столы», официальные визиты), пресс-релизы и иная информация о повседневной деятельности	1	

8.	перечень производимой обществом продукции (оказываемых работ и услуг) и сведения о них	1	
9.	сведения об открытых конкурсах (тендерах) и аукционах, проводимых обществом и его организациями, по поставке товаров (выполнению работ, оказанию услуг), а также карта сайта	2	
10.	перечень аффилированных лиц (отдельно)	1	
11.	требование об обязательном указании ссылки на корпоративный веб-сайт общества при использовании другими лицами содержащихся в нем информационных материалов	1	
12.	наименование структурных подразделений, филиалов, представительств, дочерних и зависимых хозяйственных обществ, номера их телефонов, адреса (почтовые и электронные), сведения о порядке их работы	1	
13.	положение о порядке действий при конфликте интересов	1	
14.	положение о комитетах при наблюдательном совете	1	
15.	положение о внутреннем контроле	1	
16.	положение об информационной политике	2	
17.	положение о дивидендной политике	2	
18.	бизнес-план общества на текущий год	3	
19.	бизнес-план общества за предыдущий год	3	
20.	бизнес-план общества за год, предшествующий предыдущему	3	
21.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана на текущий год	3	
22.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана за предыдущий год	3	
23.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана за год, предшествующий предыдущему	3	
24.	годовой отчет за последний заверченный год	2	

25.	годовой отчет за предыдущий завершённый год	2	
26.	годовой отчет за год, предшествовавший предыдущему завершённому году	2	
27.	состав исполнительного органа с ФИО, БИО и должностями, адресом электронной почты	2	
28.	состав наблюдательного совета с ФИО и основным местом работы	2	
29.	состав ревизионной комиссии с ФИО, БИО и основным местом работы	2	
30.	состав службы внутреннего аудита с ФИО, БИО и должностями	1	
31.	видеоролик об инвестиционной привлекательности АО	10	
32.	сведения о дивидендах, начисленных за последние 3 года	5	
33.	сведения о дивидендах, выплаченных за последние 3 года	5	
34.	существенные факты за последний год	5	
35.	решения о выпуске для каждого из выпусков	2	
36.	проспект эмиссии каждого выпуска	1	
37.	сведения о выплатах каждому члену исполнительного органа за последний завершённый год	5	
38.	сведения о выплатах каждому члену наблюдательного совета за последний завершённый год	5	
39.	номер телефона горячей линии для связи с акционерами	1	
40.	номер телефона горячей линии для связи с иностранными инвесторами	1	
b)	отсутствие на сайте хотя бы 20 позиций из вышеперечисленного	-50	
	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
№3			
a)	Что из нижеперечисленного опубликовано на сайте общества на английском языке?	100	
1.	устав со всеми изменениями и дополнениями (если их более 2, то вместе с контрольным экземпляром)	10	

2.	положение об общем собрании акционеров	1	
3.	положение о наблюдательном совете	1	
4.	положение об исполнительном органе	1	
5.	положение о ревизионной комиссии	1	
6.	сведения о вакантных рабочих местах, условиях приема на работу и требованиях к кандидатам	1	
7.	сведения о публичных мероприятиях, проводимых обществом (заседания, совещания, встречи, пресс-конференции, семинары и брифинги, «круглые столы», официальные визиты), пресс-релизы и иная информация о повседневной деятельности	1	
8.	перечень производимой обществом продукции (оказываемых работ и услуг) и сведения о них	1	
9.	сведения об открытых конкурсах (тендерах) и аукционах, проводимых обществом и его организациями, по поставке товаров (выполнению работ, оказанию услуг), а также карта сайта	2	
10.	перечень аффилированных лиц (отдельно)	1	
11.	требование об обязательном указании ссылки на корпоративный веб-сайт общества при использовании другими лицами содержащихся в нем информационных материалов	1	
12.	Наименование структурных подразделений, филиалов, представительств, дочерних и зависимых хозяйственных обществ, номера их телефонов, адреса (почтовые и электронные), сведения о порядке их работы	1	
13.	Положение о порядке действий при конфликте интересов	1	
14.	положение о комитетах при наблюдательном совете	1	
15.	положение о внутреннем контроле	1	
16.	положение об информационной политике	2	
17.	положение о дивидендной политике	2	
18.	бизнес-план общества на текущий год	3	
19.	бизнес-план общества за предыдущий год	3	

20.	бизнес-план общества за год, предшествующий предыдущему	3	
21.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана на текущий год	3	
22.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана за предыдущий год	3	
23.	таблица с указанием сведений о выполнении каждого из параметров бизнес-плана за год, предшествующий предыдущему	3	
24.	годовой отчет за последний заверченный год	2	
25.	годовой отчет за предыдущий заверченный год	2	
26.	годовой отчет за год, предшествовавший предыдущему заверченному году	2	
27.	состав исполнительного органа с ФИО, адресом электронной почты	2	
28.	состав наблюдательного совета с ФИО и основным местом работы	2	
29.	состав ревизионной комиссии с ФИО, БИО и основным местом работы	2	
30.	состав службы внутреннего аудита с ФИО, БИО и должностями	1	
31.	видеоролик об инвестиционной привлекательности АО	10	
32.	сведения о дивидендах, начисленных за последние 3 года	5	
33.	сведения о дивидендах, выплаченных за последние 3 года	5	
34.	существенные факты за последний год	5	
35.	решения о выпуске для каждого из выпусков	2	
36.	проспект эмиссии каждого выпуска	1	
37.	сведения о выплатах каждому члену исполнительного органа за последний заверченный год	5	
38.	сведения о выплатах каждому члену наблюдательного совета за последний заверченный год	5	
39.	номер телефона горячей линии для связи с акционерами	1	

40.	номер телефона горячей линии для связи с иностранными инвесторами	1	
a)	отсутствие на сайте хотя бы 20 позиций из вышеперечисленного	-50	-50
№4	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Наличие на сайте АО материалов СМИ про АО		
a)	за год сайт содержит не менее 3 материалов (текст, аудио, видео), опубликованных про АО в печатных изданиях, транслировавшихся в других СМИ, включая не менее 1 за рубежом	10	
b)	за год сайт содержит не менее 3 материалов (текст, аудио, видео), опубликованных про АО в печатных изданиях, транслировавшихся в других СМИ	5	
c)	за год сайт содержит не менее 3 материалов (только текст), опубликованных про АО в печатных изданиях	0	0
d)	за год сайт содержит хотя бы 1 материал, опубликованный про АО	-5	
e)	не содержит либо информация об этом не представлена в ходе изучения	-10	
№5	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Размещены ли на сайте АО результаты фундаментального и технического анализа, комментарии и прогнозы специалистов, экспертов и консультантов?		
a)	да, размещены результаты фундаментального и технического анализа, комментарии и прогнозы специалистов, экспертов и консультантов	10	
b)	нет, имеется соответствующее поручение на подготовку фундаментального и технического анализа	0	0
c)	нет	-10	

VIII. Оценка финансовых результатов			
№1	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Выполнен ли показатель чистой прибыли бизнес-плана		

	по итогам последнего отчетного периода? (по планово-убыточным рассчитывается снижение убытков)		
a)	да, с превышением более 10%	50	50
b)	да, на 100% или с превышением до 10%	25	
c)	нет, невыполнение составляет до 10%	-25	
d)	нет, невыполнение составляет более 10%	-50	
№2	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Выполнены ли прогнозные показатели бизнес-плана по рентабельности активов по итогам последнего отчетного периода? (по планово-убыточным рассчитывается снижение)		
a)	да, с превышением более 10%	50	
b)	да, с превышением до 10%	25	25
c)	да, на 100%, или невыполнение связано с вводом новых основных средств	10	
d)	нет, невыполнение составляет до 10%	-10	
e)	нет, невыполнение составляет более 10%	-50	
№3	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Снижена ли дебиторская задолженность по итогам последнего отчетного периода по сравнению с началом отчетного года?		
a)	да	25	25
b)	да, однако имеется просроченная дебиторская задолженность либо нет	-25	
№4	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Снижена ли кредиторская задолженность по итогам последнего отчетного периода по сравнению с началом отчетного года?		
a)	да	25	
b)	да, однако имеется просроченная кредиторская задолженность либо нет	-25	-25

IX. Оценка прочих направлений деятельности АО			
№1	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Заслушан ли отчет исполнительного органа на заседании наблюдательного совета по итогам последнего квартала		

	(при условии, что после квартала прошло три месяца)?		
a)	да	0	0
b)	нет	-5	
№2	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Рассмотрены ли результаты ключевых показателей эффективности исполнительного органа на заседании наблюдательного совета по итогам последнего квартала (при условии, что после квартала прошло три месяца)?		
a)	да	0	0
b)	нет	-5	
№3	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Заслушан ли отчет службы внутреннего аудита на заседании наблюдательного совета по итогам последнего квартала (при условии, что после квартала прошло три месяца)?		
a)	да, либо создание СВА не требуется в соответствии с законодательством	0	0
b)	нет	-5	
№4	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Рассмотрено ли заключение ревизионной комиссии на заседании наблюдательного совета по итогам последнего квартала (при условии, что после квартала прошло три месяца)?		
a)	да	0	0
b)	нет	-5	
№5	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Имеется ли в АО не менее двух сертифицированных аудиторов (служба внутреннего аудита)?		
a)	да, либо создание СВА не требуется в соответствии с законодательством	0	0
b)	нет	-5	
	Вопрос		

№6	Утверждена ли смета расходов службы внутреннего аудита наблюдательным советом в течение последнего года?	Возможный балл	Фактический ответ
a)	да, либо создание СВА не требуется в соответствии с законодательством	0	0
b)	нет	-10	
№7	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Проведена ли аттестация службы внутреннего аудита наблюдательным советом в течение последнего года?		
a)	да, либо создание СВА не требуется в соответствии с законодательством	0	0
b)	нет	-5	
№8	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли структура отчета службы внутреннего аудита установленным требованиям в течение последнего года?		
a)	да, либо создание СВА не требуется в соответствии с законодательством	0	0
b)	нет	-5	
№9	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Рассмотрено ли отчет исполнительного органа о принимаемых мерах по достижению стратегии развития АО		
a)	да	0	
b)	нет либо стратегия не утверждена	-5	-5
№10	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Своевременно ли одобрен бизнес-план общества на предстоящий год (в течение последнего года)?		
a)	да	0	0
b)	нет	-10	
№11	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Своевременно ли проведено последнее годовое общее собрание акционеров?		
a)	да	0	
b)	нет	-5	
№12	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Своевременно ли опубликован последний годовой отчет общества?		
a)	да	0	0

b)	нет	-10	
№13	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Своевременно ли опубликован последний квартальный отчет общества (при условии, что после квартала прошел месяц)?		
a)	да	0	0
b)	нет	-10	
№14	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Обеспечено ли хранение документов, предусмотренных статьей 103 Закона Республики Узбекистан "Об акционерных обществах и защите прав акционеров"?		
a)	да	0	0
b)	да, но частично	-5	
c)	да, но не обеспечена сохранность более половины документов	-10	
№15	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Рассмотрены ли на последнем годовом общем собрании акционеров вопросы по избранию членов наблюдательного совета, исполнительного органа и ревизионной комиссии?		
a)	да	0	0
b)	нет	-10	
№16	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Определен ли наблюдательным советом перечень предоставляемых акционерам материалов (информации) при подготовке к проведению общего собрания акционеров (последнего)?		
a)	да, либо все простые акции которого принадлежат одному акционеру	0	0
b)	нет	-10	
№17	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Определен ли наблюдательным советом порядок сообщения акционерам о проведении общего собрания акционеров (последнего)?		
a)	да, либо все простые акции которого принадлежат одному акционеру	0	0

b)	нет	-10	
№18	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Утверждена ли наблюдательным советом форма бюллетеня при проведении общего собрания акционеров (последнего)?		
a)	да, или все простые акции принадлежат одному акционеру	0	0
b)	нет, либо не содержит формулировку каждого вопроса, поставленного на голосование и иных требований	-10	
№19	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Своевременно ли опубликована информация о проведении общего собрания акционеров (последнего) в средствах массовой информации?		
a)	да, либо все простые акции принадлежат одному акционеру	0	0
b)	нет	-10	
№20	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Своевременно ли направлена акционерам по электронной почте информация о проведении общего собрания акционеров (последнего)?		
a)	да, либо все простые акции принадлежат одному акционеру	0	0
b)	Нет	-10	
№21	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Осуществлено ли подписание протокола всеми членами наблюдательного совета, участвовавшими на заседании (в течение последнего года)?		
a)	да	0	0
b)	нет	-10	
№22	Вопрос	Возмож- ный балл	Факти- ческий ответ
	Имеется ли биржевая котировка на акции АО?		
a)	да, подтверждена РФБ	25	0

b)	нет либо отсутствует подтверждения РФБ "Тошкент"	-10	
№23	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Соответствует ли размер резервного фонда законодательству?		
a)	да, либо отчисления осуществлялись в соответствии с установленными требованиями	5	0
b)	нет	-10	
№24	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Включены ли ценные бумаги общества в биржевой котировальный лист?		
a)	да	25	25
b)	нет либо не соблюдаются требования листинга	-10	
№25	Вопрос	Возможный балл	Фактический ответ
	Своевременно ли утвержден (предварительно) наблюдательным советом годовой отчет общества?		
a)	да	0	0
b)	нет	-10	

Примечание:

При проведении оценки рекомендуется данную таблицу дополнить столбцом и указать обоснование (дата и номер документа, ссылка на сайт и др.) присвоения баллов.

По результатам оценки эффективность деятельности признается:

неудовлетворительной – если суммарное значение полученных баллов составило ниже минус 600 баллов;

низкой – если суммарное значение полученных баллов составило ниже 0, но не ниже минус 600 баллов;

удовлетворительной – если суммарное значение полученных баллов составило ниже 600, но не ниже 0 баллов;

высокой – если суммарное значение полученных баллов составило 600 баллов или выше.

Сводная таблица оценки корпоративного управления

№	Направление	К-во вопросов	Возможные баллы		Фактическая оценка
			минимум	максимум	
1.	Оценка процедур подготовки по внедрению Кодекса корпоративного управления	13	-135	135	5
2.	Оценка соблюдения рекомендациям Кодекса корпоративного управления	37	-360	360	0
3.	Оценка соответствия организационной структуры АО	3	-30	30	0
4.	Оценка конкурсного отбора	5	-45	45	0
5.	Оценка перехода к публикации в соответствии с МСФО и международным и стандартами аудита	3	-50	50	0
6.	Оценка внедрения современных систем управления (ISO, ERP, НИОКР и др)	5	-55	55	0
7.	Оценка информационной политики	5	-170	320	0

8.	Оценка финансовых результатов	4	-150	150	0
9.	Оценка прочих направлений	25	-205	55	0
10.	Итого	100	-1200	1200	5
Финальная оценка по процентной шкале 0%					
Min -1200			Max 1200		

**ПЕРЕЧЕНЬ СУЩЕСТВЕННЫХ ФАКТОВ В
ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ЭМИТЕНТА**

Наименование существенного факта	Номер существенного факта
Изменение наименования	01
Изменение местонахождения (почтового адреса), адреса электронной почты или веб-сайта	02
Реорганизация	03
Приостановление деятельности	04
Прекращение деятельности	05
Решения, принятые высшим органом управления эмитента	06
Изменение прав на ценные бумаги	07
Изменение в составе наблюдательного совета, ревизионной комиссии или исполнительного органа	08
Изменения в перечне филиалов	09
Изменения в перечне представительств	10
Изменения в перечне дочерних хозяйственных обществ	11
Изменения в перечне зависимых хозяйственных обществ	12
Наложение ареста на имущество и (или) банковские счета	13
Предъявление иска к эмитенту в размере, превышающем 10 процентов стоимости активов	14
Получение кредита в размере, превышающем 50 процентов уставного капитала	15
Получение кредита в размере, превышающем 50 процентов активов	16
Разовое увеличение стоимости активов более чем на 10 процентов	17
Разовое уменьшение стоимости активов более чем на 10 процентов	18
Разовые сделки эмитента, размер которых либо стоимость имущества по которым составляет более 10 процентов от активов эмитента	19
Заключение эмитентом крупной сделки	20

Заключение сделки с аффилированным лицом	21
Получение лицензии на осуществление отдельных видов деятельности	22
Аннулирование лицензии либо прекращение действия лицензии, выданной на осуществление отдельных видов деятельности	23
Приостановление действия лицензии, выданной на осуществление отдельных видов деятельности	24
Выпуск ценных бумаг	25
Приостановление выпуска ценных бумаг	26
Возобновление выпуска ценных бумаг	27
Признание выпуска ценных бумаг несостоявшимся	28
Признание выпуска ценных бумаг недействительным	29
Изменения в списке юридических лиц, в которых эмитент обладает 10 и более процентами акций (долей, паев)	30
Наступление сроков исполнения обязательств эмитента по выкупу (погашению) ценных бумаг	31
Начисление доходов по ценным бумагам	32
Введение процедуры банкротства в отношении эмитента	33
Изменения во владении членом наблюдательного совета акциями эмитента	34
Изменения во владении членом исполнительного органа акциями эмитента	35
Изменения в списке аффилированных лиц	36
Возникновение у владельцев ценных бумаг права требования выкупа эмитентом принадлежащих им ценных бумаг	37

**ПОСТАНОВЛЕНИЕ
ПЛЕНУМА ВЕРХОВНОГО СУДА РЕСПУБЛИКИ
УЗБЕКИСТАН
О СУДЕБНОЙ ПРАКТИКЕ ПО ДЕЛАМ О
МОШЕННИЧЕСТВЕ**

В связи с вопросами, возникшими в судебно-следственной практике, а также изменениями и дополнениями, внесенными в законодательство, на основании статьи 17 Закона «О судах» Пленум Верховного суда Республики Узбекистан постановляет:

1. В соответствии с Конституцией Республики Узбекистан собственность во всех ее формах неприкосновенна и любое посягательство на нее преследуется законом.

2. Обратить внимание судов, что в условиях рыночной экономики среди правонарушений, связанных с посягательством на собственность, отмечается тенденция роста преступлений в виде хищения чужого имущества путем мошенничества.

3. Мошенничество выражается в противоправном и безвозмездном завладении чужим имуществом или правом на чужое имущество путем обмана или злоупотребления доверием, под воздействием которого собственник (его представитель), иной владелец имущества или уполномоченный орган передает имущество или право на него другому лицу либо предоставляет возможность для изъятия имущества или приобретения права на него другим лицом.

4. Под обманом при мошенничестве следует понимать сознательное сообщение виновным заведомо ложных, не соответствующих действительности сведений либо умолчание об истинных фактах, которые по обстоятельствам дела должны были быть сообщены собственнику, иному владельцу имущества либо умышленные действия, направленные на введение этих лиц в заблуждение.

К ложным сведениям при мошенничестве могут относиться любые обстоятельства, которые могут ввести в заблуждение потерпевшего, в частности, юридические факты и события, качество, стоимость имущества, личность виновного, его полномочия, намерения (например, виновное лицо выдает себя за

должностное лицо либо за работника правоохранительных органов). К умышленным действиям, направленным на введение в заблуждение при мошенничестве, могут относиться, например, фальсификация предмета сделки или расплаты, применение обманных приемов при игре в азартные или другие основанные на риске игры и т.д.

5. Под злоупотреблением доверием при мошенничестве следует понимать использование виновным в корыстных целях доверительных отношений с собственником, иным владельцем имущества или лицом, уполномоченным принимать решения о передаче этого имущества третьим лицам. Доверие может быть обусловлено различными обстоятельствами, например, служебным положением виновного лица либо его личными или родственными отношениями с потерпевшим.

6. Разъяснить судам, что при мошенничестве обман или злоупотребление доверием должны быть совершены в отношении дееспособного лица, которое добровольно передает имущество или право на него в собственность либо владение виновному. Обман заведомо для виновного недееспособного лица либо лица, не способного понимать значение происходящего (например, ввиду малолетства (не достижение 14 летнего возраста), слепоты, психической неполноценности, тяжелой степени опьянения под воздействием алкоголя наркотических средств или психотропных веществ), и получение от него имущества следует квалифицировать не как мошенничество, а как кражу, поскольку в этих случаях лицо не осознает, что имущество выходит из его владения.

7. Мошенничество, направленное на завладение имуществом, признается оконченным с момента поступления указанного имущества в незаконное владение виновного или других лиц и получения ими реальной возможности пользоваться или распорядиться им по своему усмотрению. Поскольку по закону лицо получает реальную возможность распоряжаться денежными средствами в банке по своему усмотрению с момента их поступления (зачисления) на его банковский счет, преступление следует считать оконченным с момента зачисления этих средств на счет лица, изъявшего их путем обмана или злоупотребления доверием со счета владельца, либо зачисления на счета других лиц. Мошенничество, направленное на приобретение права на чужое имущество, считается оконченным с момента возникновения у

виновного юридически закрепленной возможности вступить во владение или распорядиться чужим имуществом (например, с момента регистрации права собственности на недвижимость или иных прав на имущество, подлежащего такой регистрации в соответствии с законом; со времени заключения договора; со дня вступления в силу решения суда, которым за лицом признается право на имущество, со дня принятия решения компетентного государственного органа, относительно наличия у виновного или других лиц оснований для владения, пользования или распоряжения имуществом).

8. Если лицо получает чужое имущество или приобретает право на него, не намереваясь при этом исполнять обязательства, связанные с условиями передачи ему указанного имущества или права, содеянное следует квалифицировать как мошенничество, только в случае, если умысел, направленный на завладение чужого имущества или приобретение права на него, возник у виновного до получения чужого имущества или права на него. О наличии умысла, направленного на завладение чужого имущества, могут свидетельствовать, в частности, использование виновным фиктивных документов или гарантийных писем, сокрытие информации о наличии задолженностей и залогов имущества, создание лжепредприятий (организаций) для участия в качестве одной из сторон в сделке, нецелевое использование кредитных средств или их обналичивание. Указанные обстоятельства сами по себе не могут являться основанием для признания лица виновным в совершении мошенничества, в связи с чем, в каждом конкретном случае необходимо с учетом всех обстоятельств дела установить, что лицо заведомо не намеревалось исполнять свои обязательства.

Если умысел на завладение чужим имуществом, возник у виновного после его получения, действия лица не образуют состав мошенничества и с учетом конкретных обстоятельств должны расцениваться как хищение чужого имущества путем присвоения либо растраты (например, когда лицо незаконно и безвозмездно обращает в свою собственность или собственность другого лица имущество, переданное ему правомерно в целях хозяйственного ведения, оперативного управления, доверительного управления, доставки, хранения, реализации и т.п.). Если лицо не выполняет взятые на себя обязательства по каким-либо объективным причинам в процессе его исполнения (например, из-за имущественной

несостоятельности, существенное изменение обстоятельств, из которых стороны исходили при заключении договоров, тяжелой болезни, чрезвычайной ситуации) либо, если невозможно доказать, наличие у него умысла на завладение чужим имуществом, такие обстоятельства должны расцениваться как спор, вытекающий из гражданско-правовых отношений, и подлежащий разрешению в порядке гражданского, экономического судопроизводства.

Содержание

Введение	3
Тема 1. Роль и место корпоративного управления в инвестиционном обеспечении предприятия	6
Тема 2. Понятие, базовые принципы и эволюция теорий корпоративного управления	43
Тема 3. Обеспечение рыночного контроля за деятельностью акционерного общества и зарубежные модели корпоративного управления	70
Тема 4. Институциональные основы корпоративного управления в Республике Узбекистан	106
Тема 5. Органы корпоративного управления и их взаимодействие с исполнительным органом	133
Тема 6. Функции и задачи органов корпоративного контроля	152
Тема 7. Управление стоимостью корпорации и дивидендная политика	177
Тема 8. Разработка корпоративных стратегий и оценка эффективности финансово-хозяйственной деятельности корпорации	213
Тема 9. Корпоративная культура и информационная прозрачность	240
Тема 10. Риски корпоративного мошенничества: профилактика и противодействие	260
Рекомендуемая литература для освоения учебного модуля «Корпоративное управление»	276

Задания для самостоятельной работы и развития практических компетенций учебного модуля «Корпоративное управление»	280
Глоссарий по учебному модулю «Корпоративное управление»	285
Приложения	291

ХАМИДУЛИН М. Б., ТУРСУНОВ И. Б.,
АБДУЛОВ Д.Р., КРАСИЛОВА Ю.А.

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

учебное пособие

Редактор: С. Т. Хашимов
Корректор: С. Алимова
Технический редактор: А. Хидоятов

Изд. лиц. №АІ 242, 04.07.2013 г.
Офсетная бумага. Подписано в печать 03.03.2022
Формат 60x84 1/16. Гарнитура «Times New Roman».
Усл. п. лист 21.5 Тираж 500 экз. Заказ №32.

Общество с ограниченной ответственностью
«VNESHINVESTPROM»
100011, г. Ташкент, ул. Навоий, 30.
Тел./факс: (+99871) 244-75-75

УДК 556.18(575.1)
КБК 31.5(5У)

Хамидулин М.Б., Турсунов И.Б., Абдулов Д.Р., Красилова Ю.А.
Корпоративное управление // Учебное пособие // Под общей ред.
профессора Хамидулина М.Б. – Т.: «VNESHINVESTPROM», 2022-
344 с.