

АНАЛИЗ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ КАК ДРАЙВЕРА ПОВЫШЕНИЯ СТОИМОСТИ КОМПАНИИ (ЧАСТЬ 2)

Родионов И.И.¹

В последнее время популярной темой стал анализ работы советов директоров российских компаний. При этом зачастую не учитывается обширная лучшая практика в этих вопросах, накопленная в мире, и многие направления анализа упускаются или получают неполную интерпретацию. В то же время российские компании зачастую не замечают возможности существенного улучшения представления и работы их Советов директоров, которые легко реализуются на практике и могут привести к существенному росту качества корпоративного управления в глазах инвесторов и акционеров, а следовательно, откроют перспективы роста стоимости и капитализации российских компаний. Данная статья является второй из статей, посвященных анализу совета директоров компаний.

JEL: G34

Ключевые слова: корпоративное управление, акционеры, совет директоров

Независимые директора должны быть самокритичными, объективными и системными в суждениях об эффективности собственного совета директоров. Решение о реноминации должно основываться на активной оценке показателей работы директора и оценке того, продолжает ли директор соответствовать задачам компании. Для каждого директора необходим набор компетенций и умений, который должен не только сохранять релевантность, но и соответствовать изменениям в бизнесе компании. Все директора должны быть в высокой степени вовлечены в работу совета директоров и комитетов. Самооценка совета директоров и комитетов дает возможность выявить области для совершенствования их работы. Она не должна стать рутинной процедурой. Не имеет значения, какие методы используются для сбора мнений директоров, каждый год оценка должна иметь своим результатом сфокусированные решения совета директоров по областям для совершенствования работы в следующем периоде.

Проблема эффективности работы совета директоров и процесс ее оценки привлекают существенное внимание глобального рынка. Европейская Комиссия рекомендует проводить ежегодную оценку показателей работы совета директоров. Эта оценка должна охватывать такие вопросы, как членство, организация работы и результативность совета как группы, компетентность и эффективность каждого члена совета директоров, и то, как эффективно работал совет директоров при его оценке по набору объективных критериев. На многих рынках широко принятой практикой становится и оценка работы комитетов, а также и индивидуальная оценка каждого из директоров, что положительно рассматривается инвесторами. Во многих компаниях также предусматриваются встречи неисполнительных директоров с председателем совета директоров для оценки показателей его работы.

При анализе оценки совета директоров речь идет, как правило, об:

- оценке всего совета директоров,
- оценке комитетов совета директоров,
- оценке отдельных директоров,
- оценке председателя совета директоров.

Среди типичных положительных моментов можно назвать проведение внутренней оценки (самооценки) и внешней независимой оценки совета директоров и комитетов совета директоров.

Среди типичных проблемы, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить непроведение оценки совета директоров или неопубликование результатов этой оценки с комментариями и планом действий по устранению выявленных в ходе оценки недостатков в годовом отчете или на сайте.

1. Доктор эконом. наук, профессор кафедры экономики и финансов фирмы НИУ ВШЭ.

Считается, что неисполнительные директора должны иметь возможность встречаться без участия представителей менеджмента и что эта возможность является критически важной для адекватного контроля компании, т.к. некоторые из топ-менеджеров являются членами совета директоров и могут повлиять на его объективность.

У совета директоров также должно быть право привлечения внешнего советника или консультанта по своему выбору, и для этого совета директоров не требуется обсуждение с менеджментом или его согласие, и совет должен располагать соответствующим ресурсами.

При анализе самостоятельности совета директоров в решениях и действиях без участия менеджмента речь идет, как правило, о следующем (в компании должна быть формализованная политика, разрешающая это):

- могут ли встречаться неисполнительные директора без участия менеджмента;
- могут ли директора нанять консультанта без одобрения менеджмента.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- регулярность встреч неисполнительных и независимых директоров без участия менеджмента компании;
- случаи найма консультанта без одобрения менеджмента.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- отсутствие раскрытия информации по данным вопросам в годовом отчете или на сайте компании;
- отсутствие формализованных политик в этой области.

Считается, что кворум при принятии решений совета директоров обеспечивается участием простого большинства его членов. Из этого большинства для принятия решения достаточно голосов «за» со стороны половины присутствующих на заседании. Такой подход необходим для того, чтобы при формировании совета директоров учитывались потенциальные возможности директоров, представляющих (или аффилированных) основных акционеров, а также для того, чтобы такие директора не могли принимать решение без участия других директоров. Считается, что идеальным было бы введение обязательного голосования «за» как минимум одним независимым директором по любому вопросу для его принятия советом, хотя такое требование на практике встречается довольно редко.

В некоторых компаниях при равенстве голосов предусматривается повторное голосование, когда председатель совета директоров может использовать дополнительный голос. Специалисты в области корпоративного управления не приветствуют эту практику, т.к. она ведет к конфликту интересов и потенциальному неравенству среди директоров.

При анализе вопросов кворума на заседаниях совета директоров речь идет, как правило, о:

- наличии в документах компании требований к кворуму для принятия решений;
- необходимости голосования простого или квалифицированного большинства присутствующих или иной подход (фиксирование доли членов совета директоров) для принятия решения.

Вот типичные положительные моменты такого подхода:

- наличие определения кворума в уставе и положении о совете директоров и требования к присутствию членов совета директоров для принятия формальных простых решений (стандартно 50%);
- наличие требования того, что по крайней мере один независимый или председатель одобрили решение (проголосовали «за»).

А таковы типичные проблемы, встречающиеся в ходе такого анализа:

- отсутствие требования, что по крайней мере один независимый директор или председатель совета одобрили любое решение совета (проголосовали «за»);

- наличие дополнительного голоса у председателя совета директоров при равенстве голосов.

Комитет по аудиту помогает совету директоров, гарантируя, что финансовые отчеты и другая аналогичная распространяемая публично информация дает аккуратную и полную картину происходящего в компании; а также комитет ведет мониторинг процедур, установленных в компании для оценки и управления рисками с точки зрения их наличия, адекватности и соблюдения.

Общей практикой является то, что в комитет по аудиту входят только неисполнительные директора. В зависимости от рынка все (в идеале) или, по крайней мере, большинство членов комитета по аудиту должны быть независимыми директорами, т.к. в этой сфере высока вероятность конфликта интересов.

Некоторые кодексы корпоративного поведения предусматривают, что председатель совета директоров или бывший топ-менеджер компании, ставший директором, не должен быть председателем комитета по аудиту.

При анализе комитета по аудиту стандартные его направления – примерно такие же, как и для совета директоров в целом, и речь идет, как правило, о:

- наличии комитета по аудиту;
- размере комитета по аудиту;
- составе и структуре (числе исполнительных и неисполнительных, в т.ч. независимых, директоров), которые должны быть раскрыты и прокомментированы в отчетности компании;
- требованиях к характеристике председателя комитета (независимость и ее обоснование);
- присутствии председателя совета директоров в составе комитета;
- присутствии иных, не директоров, лиц в составе комитета;
- числе заседаний;
- присутствии членов комитета на заседаниях.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- наличие комитета по аудиту;
- размер комитета по аудиту, адекватный размеру совета директоров;
- участие в комитете по аудиту только независимых директоров;
- запрет председателю совета директоров на председательствование или даже участие в комитете по аудиту.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- недостаточное раскрытие информации о работе комитета по аудиту (структура, число заседаний, явка и т.п.);
- доля не независимых директоров в комитете по аудиту, превышающая 20%.

На большинстве рынков комитет по назначениям и вознаграждениям несет ответственность за выработку политики в отношении размера и состава совета директоров, а также за подбор и номинирование членов совета директоров (в особенности на незанятые позиции). Комитет может воспользоваться поддержкой со стороны компании и прежде всего CEO при поиске и отборе потенциальных кандидатов, но отбором директоров для номинирования должны заниматься только независимые директора. В России в силу уникальности процедур подбора и номинирования директоров комитеты по назначениям заняты в основном подбором топ-менеджеров, а не директоров.

Принимая во внимание, что директора осуществляют надзор за менеджментом, а также несут ответственность за планирование преемственности менеджмента, комитет по назначениям должен состоять исключительно (в идеале) или в большинстве из независимых директоров.

В некоторых случаях (и в особенности в России), комитет по назначениям объединяется с комитетом по вознаграждениям. Хотя в мировой практике вопросами вознаграждения, как правило, занимается другой комитет – по человеческим ресурсам, т.к. считается, что объединение комитетов может привести к конфликту интересов.

Комитет по вознаграждениям вырабатывает рекомендации и набор правил по системе вознаграждения топ-менеджеров. Понятно, что менеджмент и исполнительные директора не могут участвовать в этой работе и вопросы должны быть оставлены для решения неисполнительными директорами и акционерами.

Значение комитета по вознаграждениям заключается в том, что совет директоров должен быть уверен, что, играя важную роль в формировании процесса поощрения топ-менеджеров, он действует по возможности объективно и профессионально. Комитет по вознаграждениям должен состоять исключительно из неисполнительных директоров, а лучшая практика требует, чтобы это были директора, независимые от менеджмента компании.

Некоторые национальные кодексы корпоративного поведения предусматривают, что председатель совета директоров не должен входить в этот комитет, а тем более возглавлять его.

На некоторых рынках (например, в Скандинавии) комитет по назначениям включает представителей акционеров. Некоторые рассматривают данную практику как позитивную, т.к. она позволяет миноритарным акционерам оказывать непосредственное и прямое влияние на решения о составе совета директоров. Основания, лежащие в основе этого предположения, заключаются в том, что отбор будущих членов совета в сотрудничестве с акционерами приведет к тому, что советы директоров будет независимы, менеджерское влияние на этот процесс исчезнет или ослабнет. При применении данного подхода могут встретиться проблемы, т.к. во многих случаях акционеры недостаточно активны в вопросах сотрудничества с советом директоров.

При анализе комитета по назначениям и вознаграждениям стандартные направления анализа – те же, что и в случае с комитетом по аудиту:

- наличие комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям;
- объединение или разделение комитета по назначениям и комитета по вознаграждениям;
- размер комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям;
- раскрыть и прокомментировать состав и структуру (число исполнительных и неисполнительных, в т.ч. независимых директоров) ;
- требования к характеристике председателя (независимость);
- присутствие председателя совета директоров в составе;
- присутствие не директоров в комитете по назначениям, комитете по вознаграждениям или комитете по назначениям и вознаграждениям;
- число заседаний;
- присутствие членов комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям на заседаниях.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- адекватность размера комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям лучшей практике;
- уровень независимости комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям, превышающий 75%;
- отсутствие менеджеров в составе комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям и его формирование исключительно из директоров;

- низкий уровень представительства контролирующего или ведущих акционеров;
- отсутствие председателя совета директоров в составе комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- зависимость председателя комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям;
- недостаточное раскрытие информации о работе комитета по назначениям, комитета по вознаграждениям или комитета по назначениям и вознаграждениям (структура, число заседаний, присутствие и т.п.).

Вопросы управления рисками и внутреннего аудита напрямую не относятся к анализу совета директоров, однако тесно связаны с ним.

Раскрытие данных об оплате услуг внешнего независимого аудитора необходимо для того, чтобы инвесторы и акционеры получили представление о сложившихся отношениях. Оплата услуг, не относящихся к аудиторским, таких как деловой и управленческий консалтинг, налоговый консалтинг, а также услуг выполнения специальных видов аудита, рискует создать у аудитора финансовую заинтересованность в клиенте. Это может угрожать независимости аудитора. Способность аудитора оставаться независимым и объективным может быть поставлена под вопрос, если оплата за такого рода услуги сопоставима с платой за внешний ежегодный аудит. Между этими двумя видами услуг должен существовать существенный разрыв в размере оплаты (как правило, соотношение 75% к 25%).

Раскрытие информации об оплате услуг аудитора может быть информативным как для других аудиторских компаний, так и для их клиентов с точки зрения возможности сопоставления этого уровня с суммами, выплачиваемыми другими игроками рынка. Это снижает асимметрию информации и ведет к назначению более точных цен.

Независимый внешний финансовый аудит представляет собой важный фактор корпоративного управления, т.к. делает менеджмент подотчетным акционерам в вопросах служения компании. Мнение аудитора является критически важным для обеспечения уверенности в том, что представленная финансовая отчетность компании корректна и лишена существенных (материальных) неточностей.

Рестейтмент (пересчет), предлагаемый аудитором, представляет собой ревизию выпущенной компанией отчетности для отражения в ней корректировок выявленных ошибок. Среди такого рода ошибок можно выделить неточности в признании доходов, измерении, представлении или раскрытии финансовых данных, арифметические ошибки, промахи в применении стандартов аудита, неточности в интерпретации (пропуск, переоценка или недооценка) событий в отчетном периоде и прежде всего платежей в адрес акционеров (распределении). В случае обнаружения ошибки требуется рестейтмент (пересчет), если ошибка может рассматриваться в качестве существенной. Рестейтмент финансовой отчетности из-за неправильной интерпретации или неточностей учета представляет собой риск для акционеров и может привести к возникновению значительных репутационных, правовых или финансовых рисков.

Миссия регулятора фондового рынка заключается в защите инвесторов и рынка в целом путем выявления случаев обмана или неосознанного введения в заблуждение инвесторов и проведения соответствующих расследований, являются ли такие случаи результатом нарушения законодательства в области ценных бумаг. Выявленные регулятором нарушения могут привести к существенным штрафам для эмитента и таким образом повлиять на репутацию компании или ее стоимость.

Лучшая практика – если по крайней мере один член комитета по аудиту обладает навыками современной и релевантной экспертизы в области финансов. Члены совета директоров и комитета по аудиту, рассматриваемые в качестве финансовых экспертов, помимо прочего должны обладать документально подтвержденными знаниями и навыками в области аудита.

Определение эксперта – члена комитета по аудиту – наиболее полно разработано в США. Согласно комиссии по ценным бумагам (SEC), тот факт, что лицо ранее работало в составе комитета по аудиту, сам по себе не является основанием для того, чтобы рассматривать его в качестве эксперта.

Способность службы внутреннего аудита (контроля) достичь и сохранить независимость и объективность в существенной мере зависит от ее подчиненности. Важным является то, чтобы служба внутреннего аудита (контроля) была структурно независима и не подчинена менеджменту.

В качестве лучшей практики рассматривается случай двойного подчинения. С точки зрения стратегических направлений, отчетности, функционала и авторитетности служба внутреннего аудита (контроля) должна отчитываться перед высшим контролером, которым может выступать комитет по аудиту совета директоров. Административно служба внутреннего аудита (контроля) может быть подчинена менеджменту.

Если структура двойного подчинения не введена, менеджмент имеет возможность неправомерно влиять на службу внутреннего аудита (контроля), что представляет собой серьезный конфликт интересов, а также ограничивает возможности и ведет к компромиссной позиции службы внутреннего аудита (контроля).

В случае России положение осложняется тем, что наряду со службой внутреннего аудита (контроля) в российских компаниях имеются ревизионные комиссии, неподотчетные совету директоров и работающие напрямую на акционеров.

При анализе работы совета директоров, а также требований к директорам и топ-менеджерам в вопросах внешнего независимого аудита и службы внутреннего аудита (контроля) речь может идти, как правило, об:

- уровне оплаты услуг независимого внешнего аудитора;
- доходах от оказания неаудиторских услуг аудируемой компании внешним независимым аудитором;
- положительной или отрицательной оценке, сделанной в аудиторском заключении;
- наличии и уровне рестейтментов (корректировок) в отчетности, сделанных по предложению аудитора;
- наличии нарушений, выявленных регулятором,
- наличии финансового эксперта в составе комитета по аудиту;
- линии подчиненности и отчетности службы внутреннего аудита (контроля);
- отношений совета директоров, службы внутреннего аудита (контроля) с ревизионной комиссией.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- раскрытие данных о доходах от оказания неаудиторских услуг независимым аудитором;
- раскрытие данных о рестейтментах и объеме корректирующих проводок;
- раскрытие данных о действиях регулятора и комментарии по ним в отношении компании.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- нераскрытие данных об оплате услуг аудитора и невыделение данных об оплате аудитором неаудиторских услуг;
- недостаточно четкое указание на то, кто в совете директоров может рассматриваться в качестве финансового эксперта и на каких основаниях;
- недостаточно четкий комментарий различий в деятельности службы внутреннего аудита (контроля) и ревизионной комиссии на сайте компании и в годовом отчете;

- недостаточно четкое объяснение системы подчинения и подотчетности службы внутреннего аудита (контроля) (двойная или одинарная линия) и неполное раскрытие процедуры утверждения руководителя службы внутреннего аудита (контроля) – советом директоров или комитетом по аудиту.

Все компании в своей работе сталкиваются со значительным числом внутренних и внешних рисков. Считается, что совет директоров несет основную ответственность за выявление профиля рисков компании и его мониторинг, для того чтобы быть уверенным, что компания работает эффективно. Потеря репутации советом директоров в случае, если компания оказалась неспособной управлять рисками, выступает основной угрозой для совета. В то время как совет директоров не может и не должен быть вовлечен в повседневную работу по управлению рисками, важно, чтобы он обеспечил должный надзор в области управления рисками в компании. Совет директоров и соответствующие комитеты должны работать с менеджментом для продвижения и активного развития корпоративной культуры и среды, которая способна адекватно понимать и применять систему управления рисками.

При анализе работы совета директоров по управлению рисками речь идет, как правило, о следующем:

- имеется ли в компании политика по управлению рисками;
- кто определяет политику и кем она одобряется (как правило, это совет директоров), что должно быть раскрыто на сайте компании и в годовом отчете;
- пересматривается ли и одобряется ли эта политика совета директоров на регулярной основе.

Среди типичных положительных моментов можно назвать раскрытие вопросов пересмотра политика управления рисками, в т.ч. кем и как часто это выполняется (глобальная практика – советом директоров и по крайней мере ежегодно), и наличие соответствующей информации на сайте компании и в годовом отчете.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить недостаточный уровень раскрытия и отсутствие комментариев роли совета директоров в утверждении и изменении политики.

К вопросам управления рисками примыкают связанные сделки. Группы компаний и концентрация собственности широко распространены в мире. В этих условиях связанные сделки заключаются в основном с контролирующими акционерами или с членами групп компаний. Эти сделки могут выступать средством для контролирующих акционеров и менеджмента для извлечения выгод из компании за счет миноритарных акционеров. Поэтому связанные сделки должны соответствующим образом идентифицироваться, выявляться и раскрываться в корпоративной информационной системе, на сайте компании и в годовом отчете.

Совет директоров и в особенности независимые директора должны настаивать на том, чтобы в компании была политика, направленная на снижение влияния конфликта интересов. Любые сделки между компанией и доминирующими акционерами или инсайдерами должны получать одобрение директоров, которые не имеют финансовых, семейных или личных интересов в этих сделках. Более того, эти директора должны настоять на том, чтобы эти сделки совершались на справедливых условиях, согласованных в ходе переговоров.

При анализе совета директоров с точки зрения связанных сделок среди стандартных направлений анализа можно назвать:

- участие директоров в такого рода сделках;
- если это участие выявлено, то входили ли директора, принимающие в них участие, в ключевые комитеты;
- участвовал ли в сделках единоличный исполнительный орган.

Среди типичных положительных моментов, выявленных в ходе такого анализа, можно назвать:

- отсутствие связанных сделок;
- при наличии – то, что связанные сделки (сделки с заинтересованностью) строго и четко регулируются;
- полное раскрытие информации о связанных сделках, включая раскрытие сторон.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- наличие сделок с заинтересованностью;
- отсутствие в материалах к заседаниям совета директоров обоснований рыночных цен в следках с заинтересованностью.

Вопросы вознаграждения напрямую не относятся к вопросам анализа совета директоров, но связаны с ними.

Вознаграждение топ-менеджеров, как правило, состоит из двух компонентов: фиксированной и переменной части. Переменная часть в виде наличных или акций, как правило, привязана к характеристикам работы компании и ответственности, которую несет получатель вознаграждения. Тем не менее общество часто отмечает несоответствие уровня показателей работы компании и вознаграждения топ-менеджеров. Нередки случаи необоснованного перераспределения стоимости от компании, акционеров и стейкхолдеров к менеджменту, что является результатом неадекватной политики или структуры вознаграждения.

Годовые бонусы выступают стандартным компонентом переменной части вознаграждения фактически в любой прибыльной компании. Важно, чтобы компании ограничивали размер бонусов сверху для топ-менеджеров, так, чтобы это ограничение было привязано к уровню фиксированной части и должным образом раскрывалось для каждого топ-менеджера.

Компании часто используют схемы вознаграждения топ-менеджеров и других служащих с использованием акций в качестве поощрения, т.е. для долгосрочной ориентации на рост стоимости компании через возможность воспользоваться частью результатов такого роста. В случае правильного структурирования данная форма вознаграждения может объединить усилия топ-менеджеров и служащих с интересами акционеров и инвесторов компании без дополнительной нагрузки на ее денежные потоки.

К сожалению, большинство опционных планов фокусируются на критериях краткосрочных показателей, что может оказать негативное влияние на долгосрочную устойчивость компании. Обычным для компаний является предоставление топ-менеджерам опционов, когда рост стоимости акций над ценой их покупки является основным, а часто и единственным условием получения вознаграждения. Другой популярной формой выступают неголосующие (restricted) акции, распространяемые по истечении определенного периода пребывания в компании топ-менеджеров или ключевых служащих.

В дополнение к показателям, служащим условием получения вознаграждения в виде акций, для инвестора могут быть интересны и другие характеристики опционных планов, например, такие как период перехода права собственности на акции (vesting), период владения ими (holding), наличие скидок, уровень размывания полученных акций, уровень затрат (burn rate).

Корпоративные займы были важной частью компенсационного пакета топ-менеджеров в США с 1980-х годов, а с 1990-х годов получили распространение и в других странах. Эти займы выпускаются прежде всего для оплаты акций и при исполнении опционов. Однако нередки случаи, когда займы предоставляются и на иные цели, в т.ч. на улучшение или приобретение недвижимости.

Многие займы структурированы таким образом, что его часть или весь займ не требует возврата, если менеджер остается в компании в течение определенного срока (это называется «золотые наручники»). Погашение займов часто предусматривает существенные отсрочки, а сами займы не требуют залога, предоставляются как беспроцентные или под нерыночный процент,

а также предусматривают некоторые налоговые льготы. Считается, что корпоративные займы осушают поток наличности компании и в некоторых странах позволяют скрыть то, что топ-менеджер продает акции своей компании, т.к. продажа акций для погашения займа не требует раскрытия. В США в настоящее время займы топ-менеджерам вообще запрещены законом.

Политика вознаграждения директоров должна обеспечить справедливость и адекватность этого вознаграждения. При назначении вознаграждения должна приниматься во внимание ответственность директоров, время, требуемое для выполнения ими роли в качестве директора, вариативность нагрузки, связанной с работой в комитетах совета директоров.

Фиксированное вознаграждение за работу в совете директоров плюс надбавки за председательствование или работу в комитетах выступают в качестве наиболее широко используемой и принятой практики вознаграждения директоров. Также директорам обычно возмещаются затраты, связанные с выполнением ими своих функций, такие как оплата проезда и проживания.

При установлении размера вознаграждения необходимо ориентироваться на рыночные и отраслевые стандарты, чтобы это вознаграждение не стало чрезмерным.

Политика вознаграждения директоров, как правило, не охватывает опционы. Вознаграждение акциями выступает своего рода альтернативой вознаграждению в денежной форме. Считается, что симметричность структуры вознаграждения директоров структурам, используемым для топ-менеджеров, может дискредитировать независимость директоров и объединить их интересы с менеджментом, а не с акционерами.

Компенсации на случай увольнения и пенсионные планы также неприемлемы, т.к. могут воспрепятствовать объективности директора и увеличить его финансовую зависимость от компании.

Выдача корпоративных необеспеченных беспроцентных займов, предоставляемых для приобретения директорами акций или для иных целей, также рассматривается в качестве проблематичной практики.

Считается, что специальное руководство по владению акциями компании топ-менеджерами и директорами выступает одним из способов объединения интересов директоров, топ-менеджеров и акционеров. Это руководство представляет собой политику, требующую от топ-менеджеров и директоров достижения определенных показателей за определенный период времени. Целью наделяния топ-менеджеров и директоров акциями выступает рост их стоимости и ориентация на рост этой стоимости на долгосрочном горизонте времени. Это руководство также направлено на то, чтобы устранить риск ориентации топ-менеджеров и директоров на краткосрочные результаты в ущерб долгосрочным. Такие руководства сегодня выступают ключевым компонентом компенсационной политики в большинстве крупных компаний и рассматриваются как часть лучшей практики в области корпоративного управления.

От топ-менеджеров и директоров обычно требуется принять решение, будут ли они получать вознаграждение в денежной форме или в виде определенного фиксированного числа акций. Использование фиксированного числа акций позволяет избежать влияния волатильности их цены, хотя значительное падение цены акций может оставить топ-менеджеров с существенно меньшим пакетом акций по стоимости.

Компании обычно устанавливают период, требуемый для перехода права собственности на акции. Окно возможностей, как правило, имеет продолжительность 3–5 лет и открывается вместе с планом или в момент прихода директора в компанию, если план уже действует.

Другая структура руководства предусматривает период владения. Она требует, чтобы директор или топ-менеджер владел акциями в течение определенного периода до момента исполнения опциона, и направлена на защиту от внезапных изменений цены акций.

При анализе совета директоров с точки зрения вознаграждений и назначений стандартными направлениями анализа выступают:

1. фиксированная часть вознаграждения топ-менеджеров:
 - базовая компенсация единоличного исполнительного органа;
 - изменения этого базового вознаграждения за год;
 - общее вознаграждение единоличного исполнительного органа;
 - соотношение фиксированной части и общего вознаграждения единоличного исполнительного органа;
 - соотношение вознаграждения КИО и следующего по величине вознаграждения в компании;
2. переменная часть вознаграждения топ-менеджеров, показатели, к которым привязан ее размер;
3. корпоративные займы;
4. вознаграждение совета директоров:
 - вознаграждение всем директорам или только независимым или неисполнительным директорам,
 - базовое вознаграждение директора;
 - дополнительное вознаграждение за членство или председательство в комитетах;
 - дополнительное вознаграждение (или штрафы) за участие в заседаниях совета директоров и/или комитетов;
 - компенсация затрат на участие в заседаниях совета директоров или комитетов;
 - участие директоров в опционных планах;
 - выплата директорам годовых бонусов в зависимости от показателей работы компании;
 - пенсионные планы для директоров;
 - предоставление корпоративных займов директорам;
5. наличие руководства (guidelines) по владению акциями для директоров и топ-менеджеров;
6. данные по владению акциями директорами и топ-менеджерами;
7. наличие и уровень раскрытия опционных планов;
8. участие в пенсионных программах.

Среди типичных положительных моментов можно назвать:

- наличие положения о вознаграждении совета директоров и топ-менеджеров (размер, охват членов совета директоров (все или только независимые), надбавки за председательство и за работу в комитетах (в т.ч. председательство), компенсации расходов);
- раскрытие вознаграждения директоров и топ-менеджеров (суммарно, с детализацией по видам);
- раскрытие индивидуальных данных по вознаграждению (в годовой отчетности и/или на сайте, что делает эти данные доступными не только для настоящих, но и для потенциальных будущих акционеров);
- наличие ограничений сверху на бонусы по размеру – положительно и особенно если эти ограничения установлены как количественные.

Среди типичных проблем, встречающихся в ходе такого анализа, можно выделить:

- неприведение данных по постоянной и переменной части вознаграждения топ-менеджеров;
- боязнь раскрывать данные о вознаграждении топ-менеджеров – как с точки зрения политики, так и размера (хотя в России это общая практика, в мире ситуация иная и

информация раскрывается полностью);

- отсутствие четкой декларации об отсутствии или наличии корпоративных займов и их условиях;
- то, что компания не имеет опционного плана и не видит его преимуществ перед другими формами вознаграждения, основывающимися на денежных потоках компании.

Представляется, что советы директоров в России могут и должны сделать все, что в их силах, для улучшения уверенности и доверия инвесторов и других ключевых стейкхолдеров, которые зависят от компании, а также для повышения ее стоимости и роста капитализации. Если коротко охарактеризовать особенности анализа совета директоров по некоторым направлениям и его результаты применительно к лучшим практикам России в сопоставлении с международной практикой, то можно выделить некоторые очевидные с точки зрения зарубежных акционеров недостатки, которые довольно легко устранимы и, следовательно, могут быть устранены незамедлительно.

Список литературы

1. Масленникова М., Степанова А., Влияние структуры собственности на эффективность деятельности на примере российских и бразильских компаний // Корпоративные финансы. 2010. № 3(15). С. 35–46 URL: [http://cfjournal.hse.ru/2010--3%20\(15\)/26551514.html](http://cfjournal.hse.ru/2010--3%20(15)/26551514.html).
2. Старюк, П.Ю. Корпоративное управление и рыночная капитализация российских компаний: институциональные аспекты и эмпирические зависимости: Корпоративные финансы: перспективы и реальность / под. ред. Т.В.Тепловой М: ГУ-ВШЭ, 2004. С. 62–68.
3. Пирогов Н., Бобрышев Н. Взаимосвязь агентских издержек и структуры собственности на примере российских и восточноевропейских компаний // Корпоративные финансы. 2009. № 2(10). С. 40–56. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20\(10\)/26561287.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--2%20(10)/26561287.html).
4. Demsetz, H., Lehn, K. (1985), The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy*, 93(6) (1985) 1155–1177.
5. Ehrhardt, O., Nowak, E., Weber F.-M. (2006), Running in the family: the evolution of ownership, control, and performance in German family-owned firms, 1903–2003. Working Paper.
6. Ferreira, M., Matos, P. (2008), The colors of investors' money: the role of institutional investors around the world, *Journal of Financial Economics*, 88 (2008) 499.
7. Fleming, G., Heaney, R., McCosker, R. (2004), Agency costs and ownership structure in Australia, *Pacific-Basin Finance Journal*, 13(1) (2004) 29–52.
8. Gianetti, M., Laeven, L., (2008), Pension reform, ownership structure and corporate governance: evidence from a natural experiment, *Review of Financial Studies*, 22(10) (2008) 4091–4127.
9. Hermalin, B., Weisbach, M. (1991), The Effects of Board Composition and Direct Incentives on Firm Performance, *Financial Management*, 20 (1991) 101–112.
10. Himmelberg, C., Hubbard, R.G., Palia, D. (1999), Understanding the Determinants of Manager Ownership and the Link between Ownership and Firm Performance, *Journal of Financial Economics*, 53 (1999) 353–384.
11. Ivashkovskaya, I., Zinkevich, N. (2009), The relationship between corporate governance and company performance in concentrated ownership systems: The case of Germany // Корпоративные финансы. 2009. № 4(12). С. 34–56. URL: [http://cfjournal.hse.ru/2009--4%20\(12\)/26553602.html](http://cfjournal.hse.ru/2009--4%20(12)/26553602.html).
12. John, C., Coffee, Jr. (2002), Racing Towards the Top?: The Impact of Cross-Listings and Stock Market Competition on International Corporate Governance, 102 *Colum. L. Rev.* 1757 (2002).

13. La Porta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1999), Investor Protection and Corporate Governance. Available at SSRN: <http://ssrn.com/abstract=183908> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.183908>.
14. LaPorta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (1996), Law and Finance. Harvard Institute of Economic Research. Working Papers 1768, Harvard – Institute of Economic Research.
15. LaPorta, R., Lopez de-Silanes, F., Shleifer, A., Vishny, R.W. (2000), Agency Problems and Dividend Policies around the World, *Journal of Finance*, American Finance Association, 55(1) (2000) 1–33.
16. McConnell, J.J., Servaes, H. (1990), Additional evidence on equity ownership and corporate value. *Additional evidence on equity ownership and corporate value*. Purdue University, West Lafayette, IN 47907, USA.
17. Morck, R., Vishny, R. (1988), Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics*, March (1988).
18. The Role of Corporate Governance in Investor Confidence: What Can Russian Boards Do? (Holly J. Gregory Partner, Weil, Gotshal & Manges LLP) Russia 2012: Deloitte Event – May 30, 2012.