

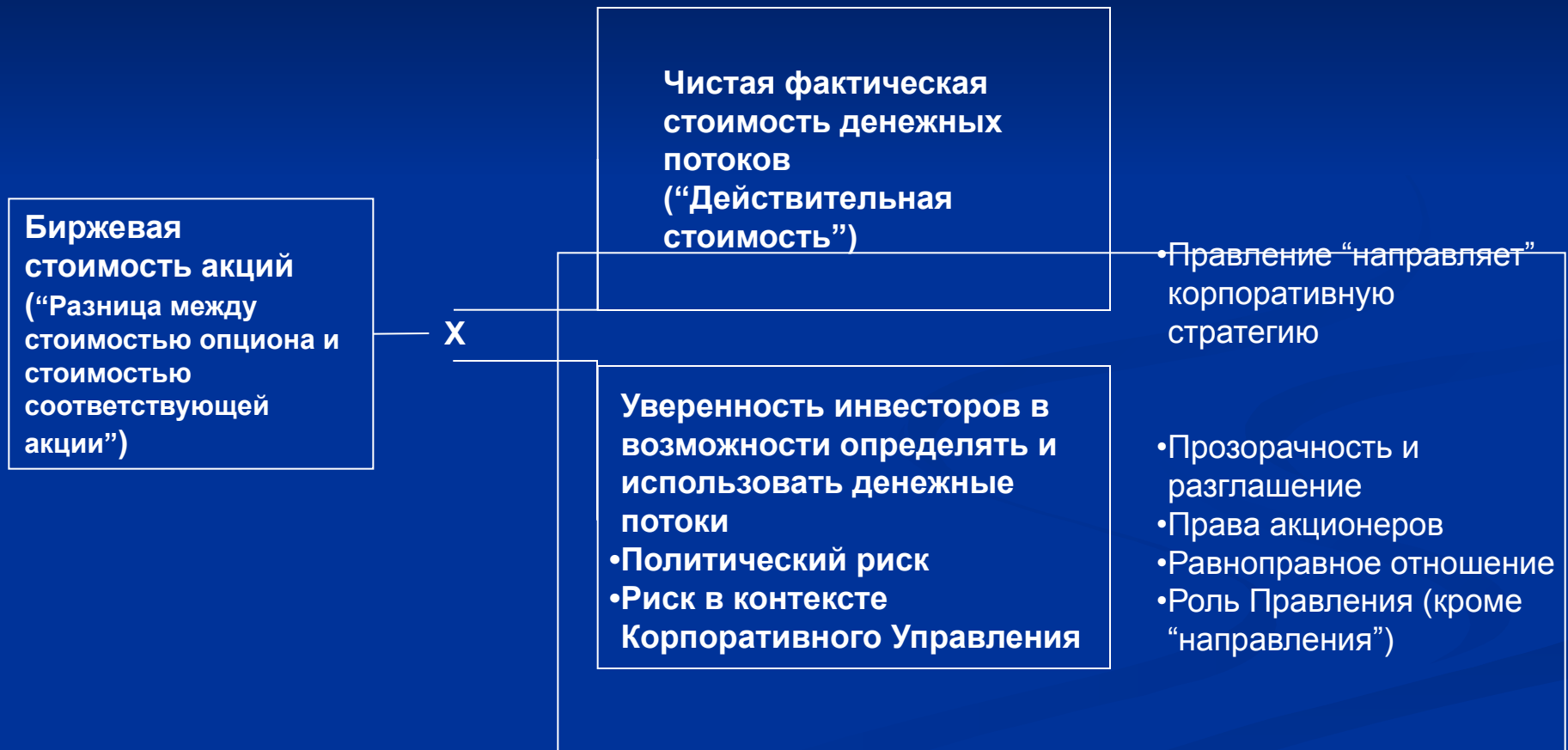
***ПРАВА АКЦИОНЕРОВ,  
РАВНОПРАВНОЕ ОТНОШЕНИЕ И РОЛЬ ГОСУДАРСТВА***

# Отношение к акционерам, создание стоимости и корпоративное управление

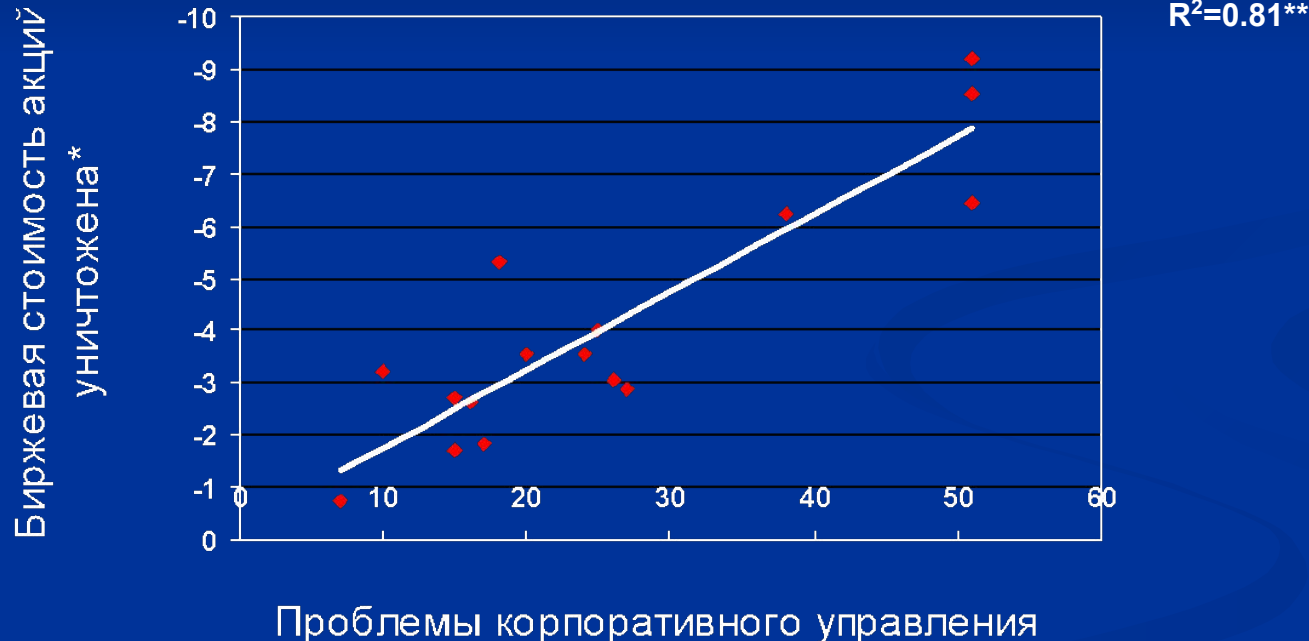
**Защита прав акционеров обеспечивается в соответствии с определенными правилами, но направляется экономическими стимулами. Лица, ответственные за разработку политики, должны не только устанавливать справедливые нормы, но и определять правильные стимулы**

- Надлежащее корпоративное управление не столько увеличивает биржевую стоимость акций, сколько защищает ее от уничтожения. Такое уничтожение может приобретать наибольшего значения и является таким тогда, когда потребность в собственном капитале является наименьшей. В долгосрочном понимании, потребность в собственном капитале лучше будет направлять корпоративное управление.
- Однако определенные ситуации, когда потребность в собственном капитале уменьшается (напр., государственная собственность, заниженная стоимость кредита, рыночные “мыльные пузыри”, выраженное банкротство), уничтожают стимулы для осуществления надлежащего корпоративного управления
- Лицам, ответственным за разработку политики, необходимо идентифицировать такие ситуации, избегать их возникновения, если это возможно, и повысить уровень надзора/проверки, если этого нельзя избежать

# Надлежащее корпоративное управление не столько увеличивает биржевую стоимость акций, сколько защищает ее от уничтожения.



# Исследование существенно образом связывает отсутствие корпоративного управления с уничтожением биржевой стоимости акций



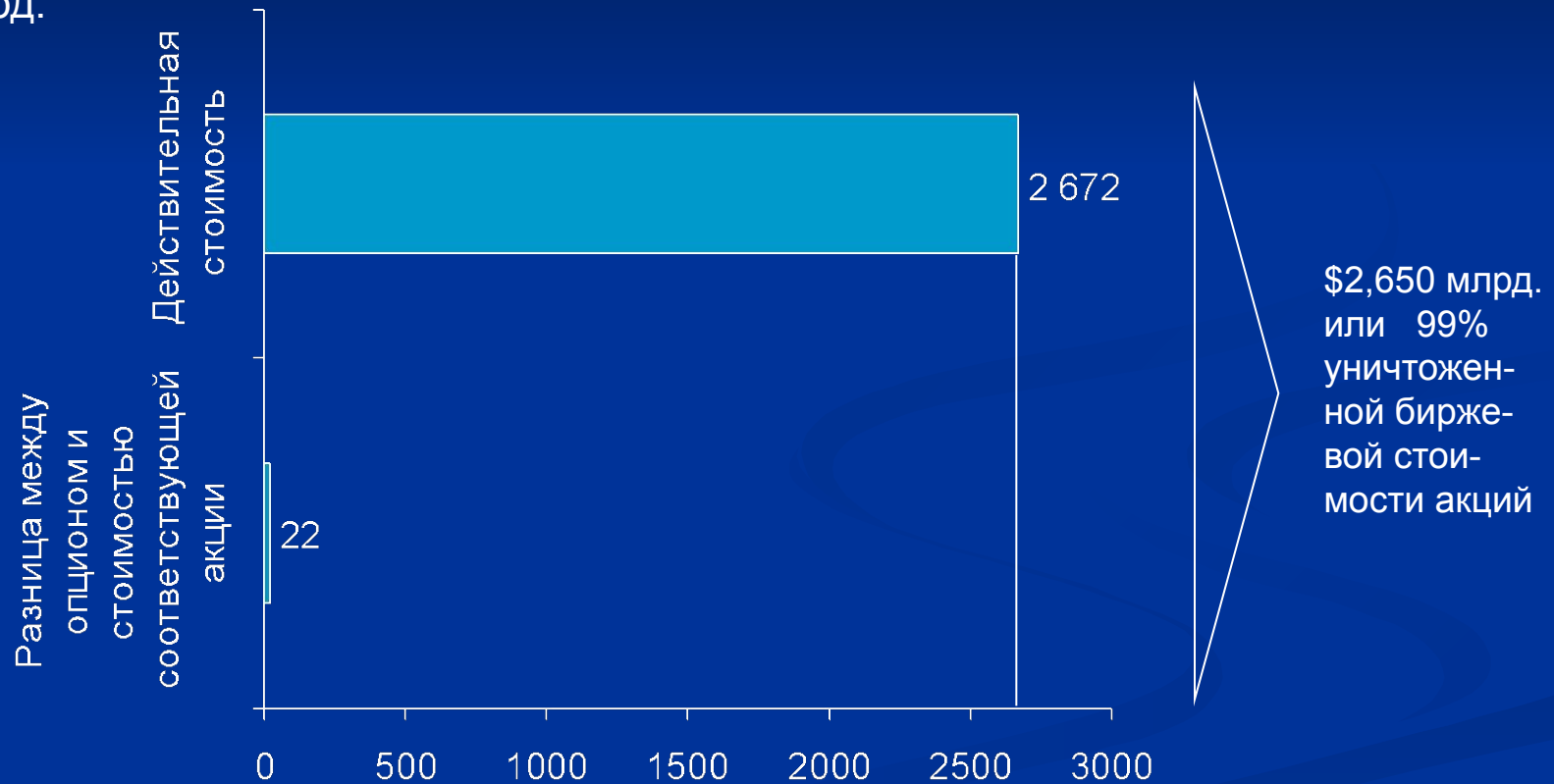
\* Ln (фактична/потенційна ринкова капіталізація)

\*\* Статистична значимість (t = -7.63)

Source: Bernard Black, "Does Corporate Governance Matter? A Crude Test Using Russian Data," Univ. of Pennsylvania Law Review, Vol. 149 (2001), pp. 2131-2149 (SSRN Release)

# Уничтожение биржевой стоимости акций посредством ненадлежащего корпоративного управления может иметь существенные последствия

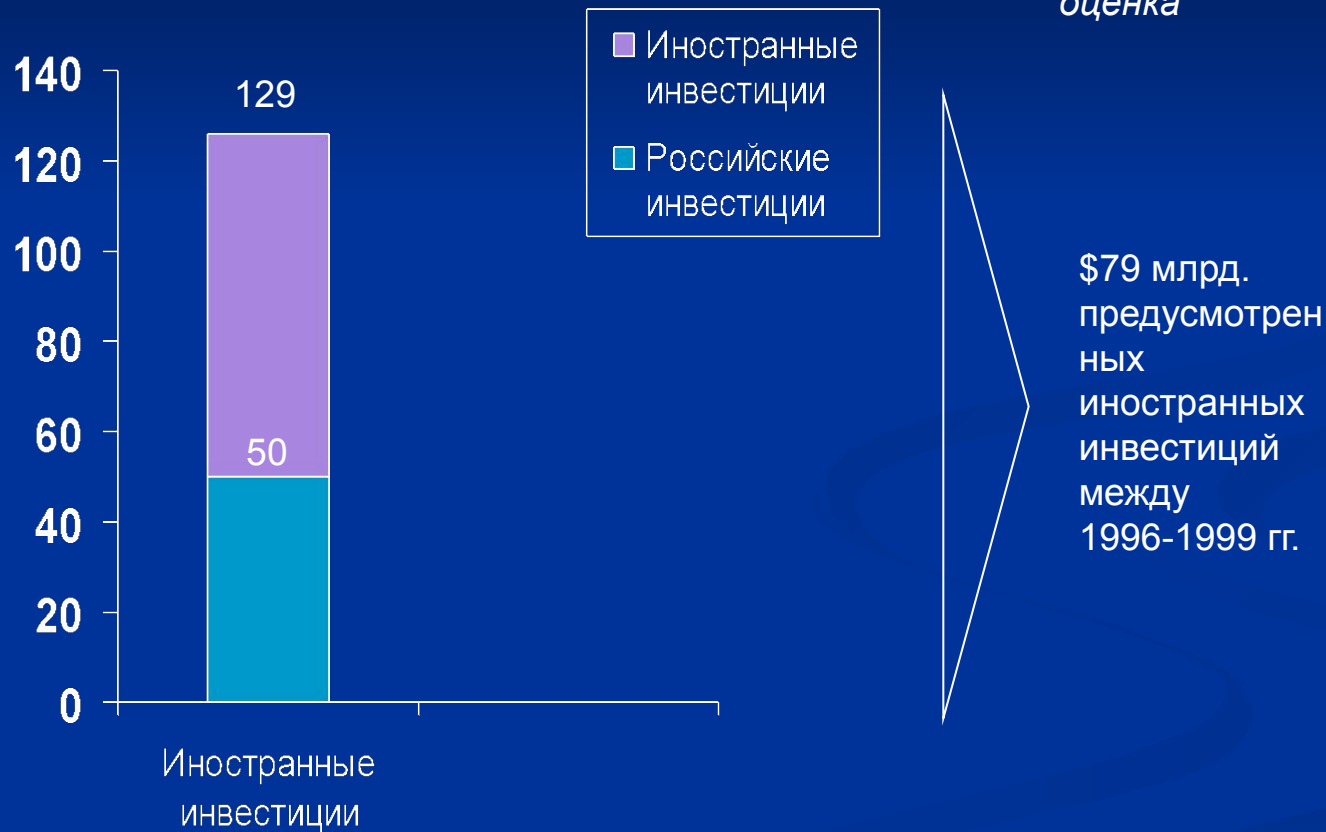
Уничтожение биржевой стоимости акций в 16 ведущих компаниях в 1999\* году  
US\$ млрд.



\* Откорректировано в связи с политическим риском  
Source: Bernard Black

# Уничтожение биржевой стоимости акций также обозначает понесение потерь при больших объемах иностранных инвестиций

Предусмотренные инвестиционные возможности 16 ведущих российских компаний,  
1996-1999\* годы, US\$ млрд.



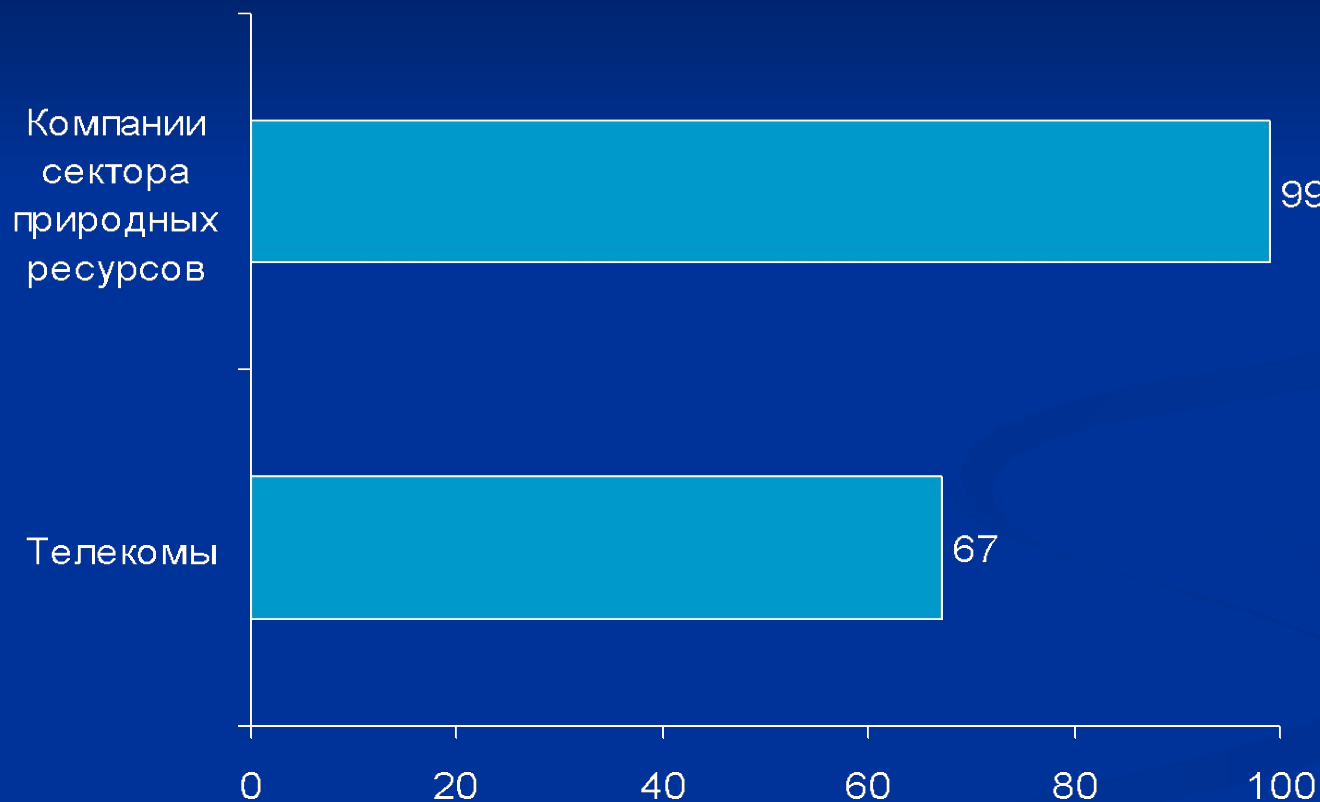
\* Допускает соотношение цены и дохода – 20; рентабельность капитала - 20; аккумулятивная амортизация/уменьшение собственности - 27%; реинвестиции через 75% собственного капитала; инвестирование половины всего российского потока капитала (\$25 млрд./год) в 16 компаний  
Source: Bernard Black, Preliminary OECD analysis

# Защита прав акционеров направляется возростающей потребностью в привлечении собственного капитала для финансовой экспансии





**В краткосрочном понимании, уничтожение приобретает наибольшего значения, а корпоративное управление является наихудшим, если потребность во власном капитале является наименьшей**



Компании сектора природных ресурсов получали доход от “унаследованных” активов, а телекомы строили новую инфраструктуру

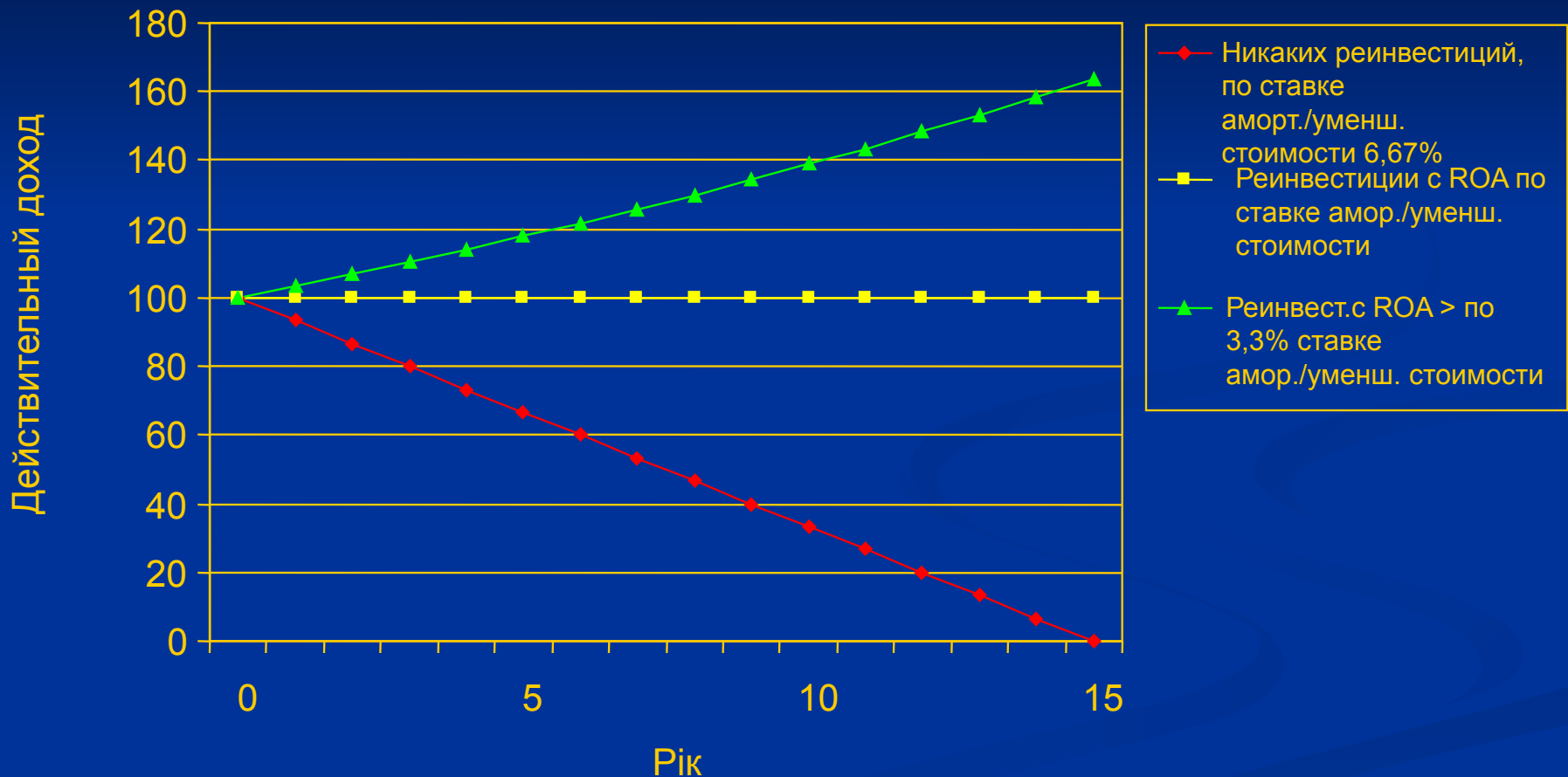
\* Откорректировано в связи с политическим риском

Source: Bernard Black

# В долгосрочном понимании, отсутствие реинвестирования или новых инвестиций уменьшит денежный поток, чего можно избежать

Гипотетический прогноз\*

Процент базового годового фактического дохода

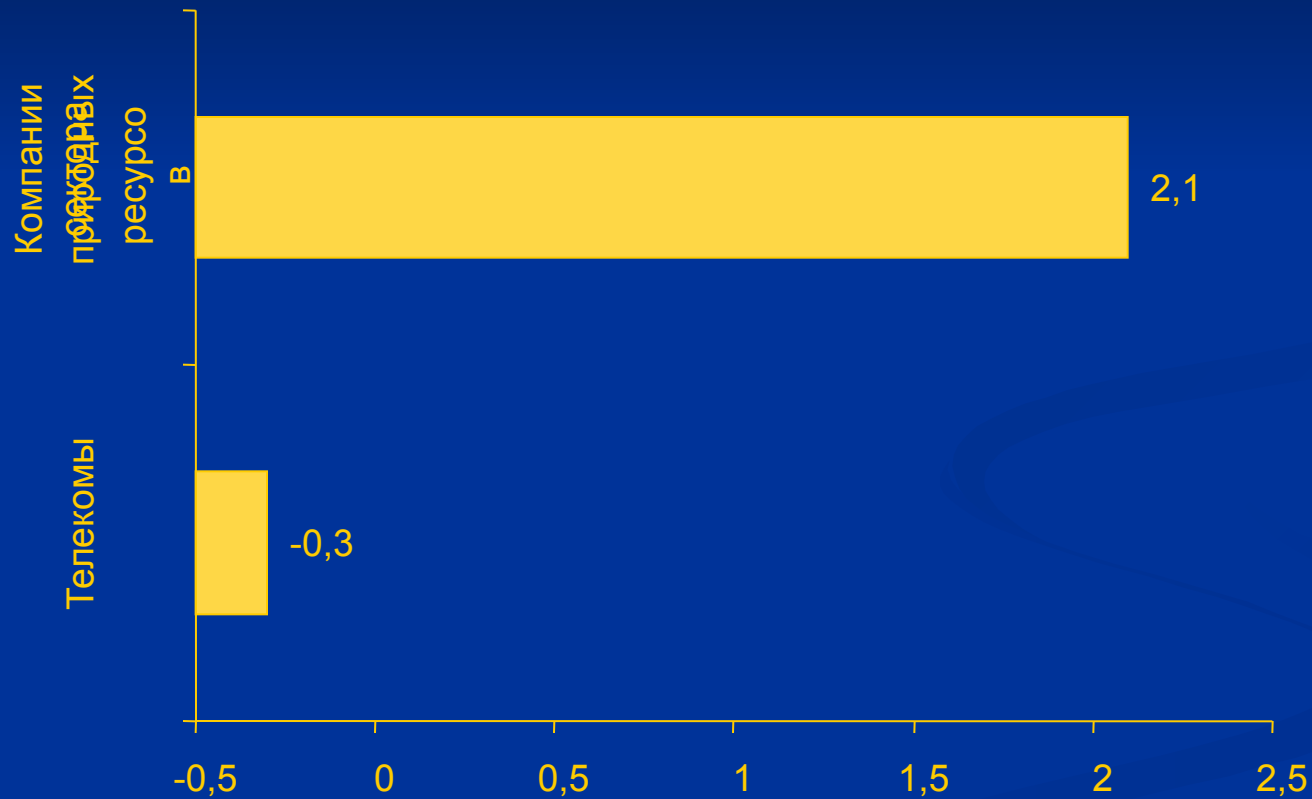


•Допускает 6.67% годовой амортизации/уменьшения собственности; 10% доход на активы (“ROA”); никакого нового финансирования долга  
Source: OECD Analysis

# Со временем, по мере того как у компаний возникает потребность в реинвестировании доходов и/или привлечении нового собственного капитала, корпоративное управление улучшается, но...

Изменение в рейтинге корпоративного управления между ведущими российскими компаниями, 2000-2001 гг.; процент

*/Сокращенный пример/*



Пришли ли телекомы снова ко “спладу” в развитии корпоративного управления, так как их системы были построены, а их акции уже размещены?

... Действующий цикл может быть прерван, если компания в состоянии полностью финансировать операции/расширение деятельности за счет полученных поступлений ...

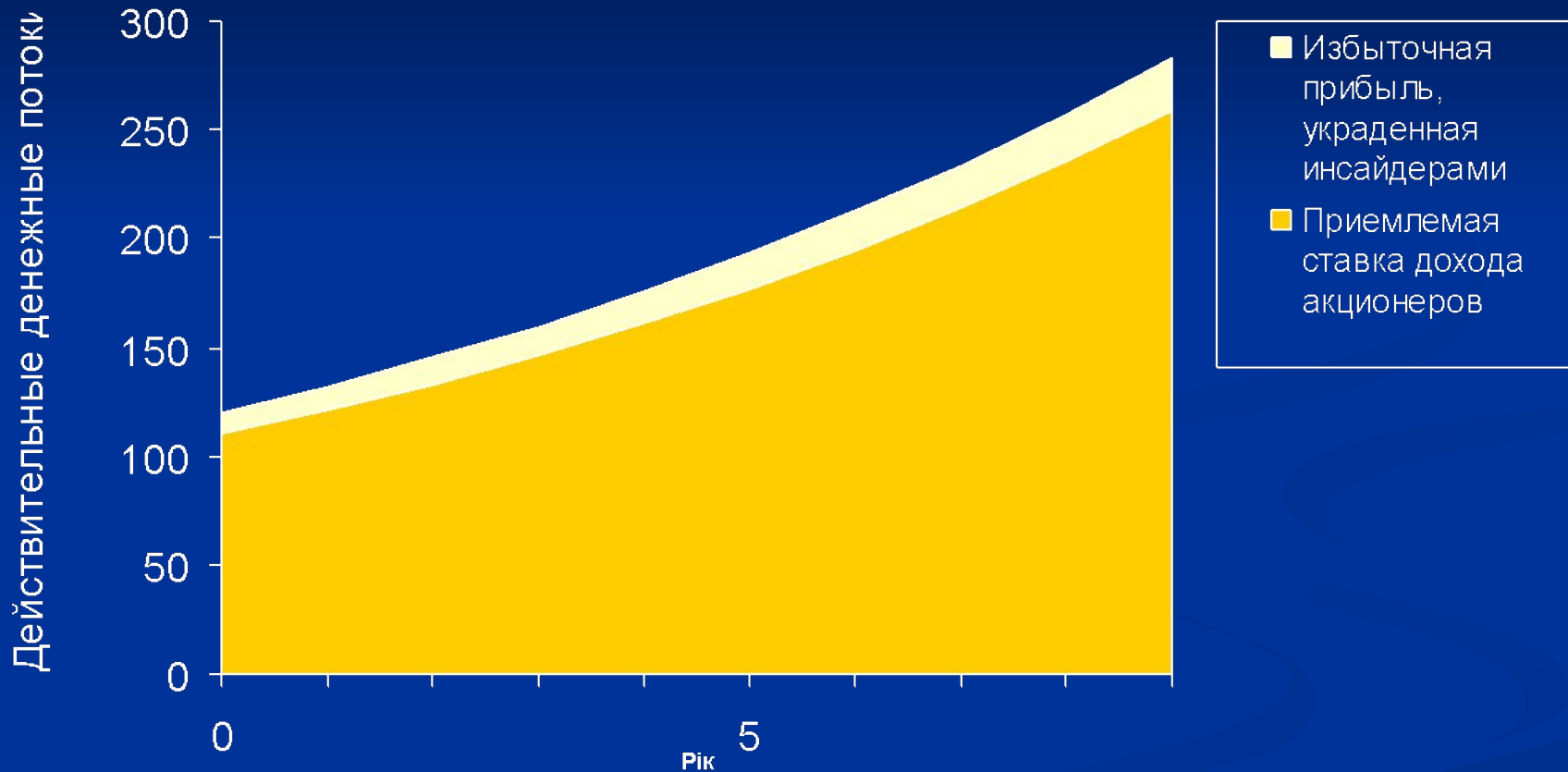
Действующий цикл?



Source: OECD Analysis

Или, если, как это касается государственных (или субсидируемых) предприятий и “горячих” частных компаний, инсайдеры могут обеспечить приемлемую ставку дохода для акционеров (включая государство), в то время когда “снимаются” избыточные денежные потоки.

Гипотетический прогноз\*



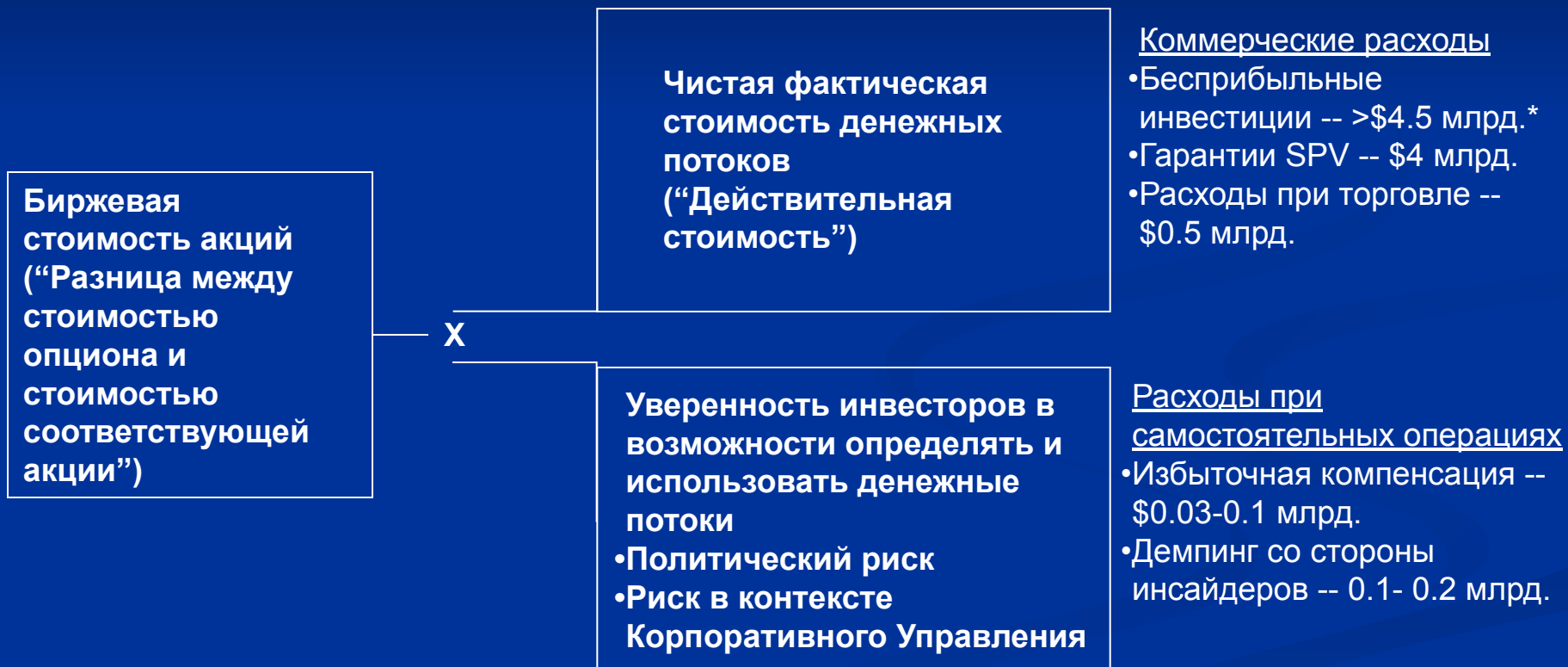
Для обеспечения защиты прав акционеров и равноправного отношения, лица, ответственные за разработку политики, должны, таким образом, понимать экономические стимулы, которые направляют корпоративное управление, и сосредотачиваются, в частности, на ситуациях, когда такие стимулы подавляются

Вопросы для внимания лиц, ответственных за разработку политики

<u>Ситуация</u>	<u>Идеальные ответы</u>	<u>Практические ответы</u>
Государственное владение	<ul style="list-style-type: none"><li>• Приватизировать</li><li>• Требовать рыночную ставку на доход</li><li>• Создать независимый наблюдательный совет</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>• Стимулировать кумулятивное голосование</li><li>• Запретить операции с привлечением родственных лиц</li><li>• Запретить продажу вне рамок обычного хода деятельности компаниям, чье владение не может быть отслежено</li><li>• Использование правил ценообразования при передаче для установления потенциального злоупотребления</li><li>• Тренинг/повышение квалификации аудиторов, судей и исследователей</li></ul>
Субсидированный несобственный капитал	<ul style="list-style-type: none"><li>• Отказаться от государственных кредитов</li><li>• Улучшить банковский надзор</li><li>• Постепенно прекратить протекционистские меры в секторе торговли</li></ul>	
Компани с полным финансированием, "горячие" компании и компани с потенциальным снижением активности	<ul style="list-style-type: none"><li>• Укрепить позицию аудиторов и внешних директоров</li><li>• Стимулировать рынок к осуществлению корпоративного контроля</li><li>• Улучшить закон о банкротстве и качестве проверок</li></ul>	

В то время, когда очевидное отсутствие прозрачности и процесса разглашения надлежащей информации скрыли действительное состояние Энрона, его банкротство произошло через неправильные деловые решения; этого нельзя было избежать даже благодаря образцовому Правлению

### Энрон и уничтожение биржевой стоимости акций



\* Допускается остаточная стоимость 50%

Source: OECD Analysis