

# **КОРПОРАТИВНЫЕ ФИНАНСЫ**

**Д.Т.Н., ПРОФЕССОР  
МАЙЗЕЛЬ СЕРГЕЙ ГЕРШЕВИЧ**

# ВИДЫ КОРПОРАЦИЙ, ИХ КЛАССИФИКАЦИЯ

- Структура управления корпорацией (акционерным обществом) в конкретной стране определяется несколькими факторами:
- законодательством и различными нормативными актами;
- регулируемыми права и обязанности всех участвующих сторон;
- фактически сложившейся структурой управления в данной стране;
- уставом каждого акционерного общества.

# МОДЕЛИ УПРАВЛЕНИЯ АКЦИОНЕРНЫМИ ОБЩЕСТВАМИ РАЗВИТЫХ РЫНКОВ КАПИТАЛА

Основных модели управления акционерными обществами на развитых рынках капитала: англо-американская модель, японская модель и немецкая модель.

Основные признаки или элементы каждой модели:

- ключевые участники акционерного общества или корпорации;
- структура владения акциями в конкретной модели;
- состав совета директоров (или советов – в немецкой модели);
- законодательные рамки;
- требования к раскрытию информации для корпораций, включенных в листинг;
- корпоративные действия, требующие одобрения акционеров;
- механизм взаимодействия между ключевыми участниками.

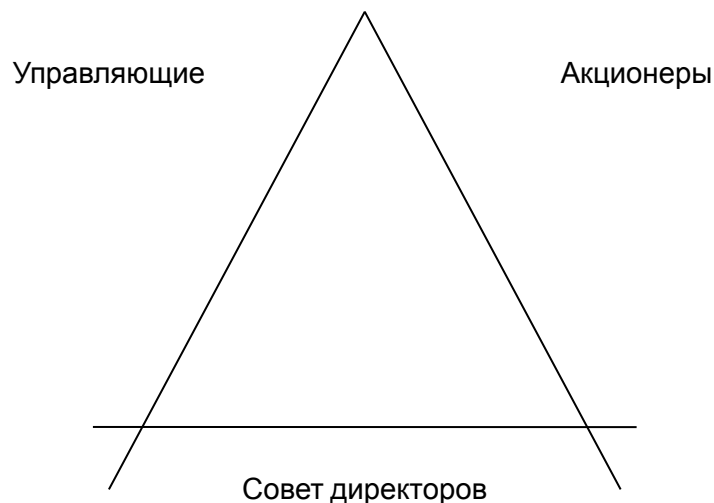
# АНГЛО-АМЕРИКАНСКАЯ МОДЕЛЬ

- Англо-американская модель применяется в корпорациях Великобритании, США, Австралии, Новой Зеландии, Канады и некоторых других странах. Характеризуется:
- наличием индивидуальных акционеров и постоянно растущим числом независимых т. е. не связанных с корпорацией акционеров ;
- четко разработанной законодательной основой, определяющей права и обязанности трех ключевых участников: управляющих, директоров и акционеров и сравнительно простым механизмом взаимодействия между корпорацией и акционерами, и между акционерами .

# КЛЮЧЕВЫЕ УЧАСТНИКИ АНГЛО-АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ

Три основных участника – это менеджеры, директора и акционеры. Механизм их взаимодействия между собой представляет так называемый "треугольник корпоративного управления».

Англо-американская модель, развивавшаяся в условиях свободного рынка, предполагает разделение владения и контроля.



# СТРУКТУРА ВЛАДЕНИЯ АКЦИЯМИ В АНГЛО-АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ

- За послевоенный период в Великобритании и США наметился сдвиг в сторону увеличения числа институциональных акционеров по сравнению с индивидуальными инвесторами.
- Увеличение числа институциональных инвесторов привело к усилению их влияния. В свою очередь, это повлекло за собой законодательные изменения, способствующие их активизации как участников корпоративных отношений.

# СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ В АНГЛО-АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ

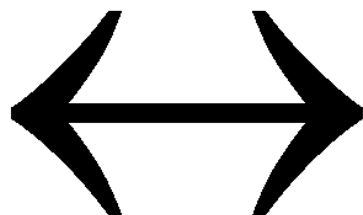
В советы директоров большинства корпораций Великобритании и США входят как "внутренние" члены ("инсайдеры"), так и "аутсайдеры".

- "Инсайдер" ("внутренний член", исполнительный директор) – лицо, либо работающее в корпорации (менеджер, исполнитель или работник), либо тесно связанное с управлением корпорацией.
- "Аутсайдер" (независимый директор) – это лицо, напрямую не связанное с корпорацией или с ее управлением.

# ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ БАЗА В АНГЛО-АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ

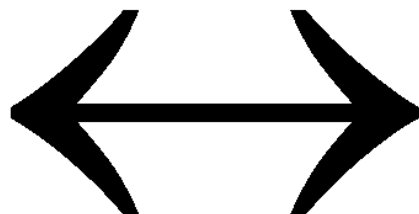
В Великобритании и США взаимоотношения между управляющими, директорами и акционерами определяются сводом законов и правил.

Важную роль в англо-американской модели играют фондовые биржи, которые определяют требования по листингу, уровень раскрытия информации и другие требования.



"корпорация

акционеры"



и "акционеры

акционеры".



# **ТРЕБОВАНИЯ К РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ В АНГЛО-АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ**

В Соединенных Штатах разработаны, пожалуй, самые строгие нормы раскрытия информации. В других странах, использующих англо-американскую модель управления, требования к раскрытию информации тоже высоки, однако не до такой степени, как в США

## **ДЕЙСТВИЯ КОРПОРАЦИИ, ТРЕБУЮЩИЕ ОДОБРЕНИЯ АКЦИОНЕРОВ, В АНГЛО- АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ**

Два действия, требующие обязательного одобрения акционеров в англо-американской модели – это избрание директоров и назначение аудиторов.

Существует одно важное различие между Великобританией и США:

в США акционеры не имеют право голосовать по размеру дивидендов, предлагаемому Советом директоров, а в Великобритании, наоборот, этот вопрос выносится на голосование.

# **ВЗАИМООТНОШЕНИЯ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ В АНГЛО-АМЕРИКАНСКОЙ МОДЕЛИ**

В англо-американской модели четко определены вопросы отношений акционеров между собой и взаимоотношений акционеров с корпорацией.

Акционеры могут осуществлять свое право голоса, не присутствуя на ежегодном общем собрании.

Акционеры имеют возможность голосовать "по доверенности", т. е. они заполняют бюллетень и высылают его корпорации по почте.

# ЯПОНСКАЯ МОДЕЛЬ

Японская модель характеризуется высоким процентом банков и различных корпораций в составе акционеров; банковская система отличается прочными связями



"банк

корпорация";

Законодательство, общественное мнение и промышленные структуры поддерживают "кейрецу",

(т. е. группы корпораций, объединенных совместным владением заемными средствами и собственным капиталом); Советы директоров таких групп состоят преимущественно из "внутренних" членов; процент независимых членов чрезвычайно низок.

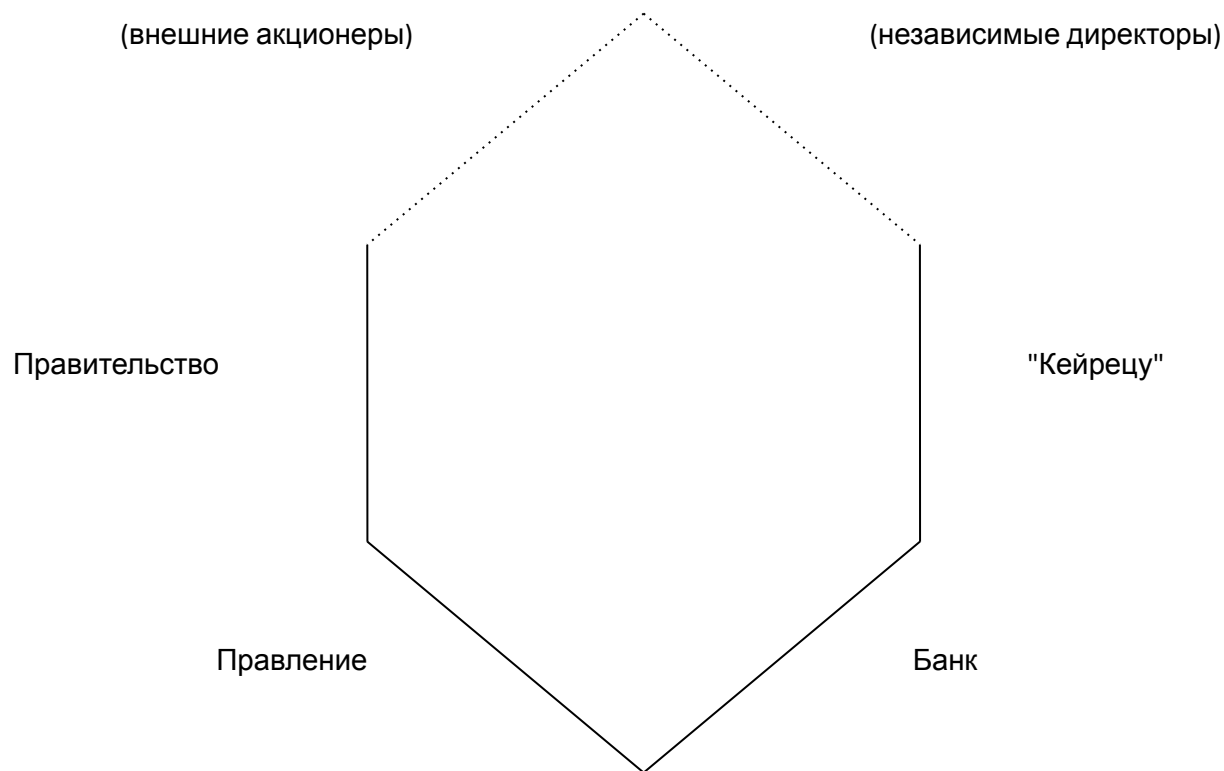
Процент иностранных инвесторов в японских корпорациях минимален.

# КЛЮЧЕВЫЕ УЧАСТНИКИ В ЯПОНСКОЙ МОДЕЛИ

- Японская система корпоративного управления является многосторонней и базируется вокруг ключевого банка и финансово-промышленной сети или кейрецу. Основным банком и кейрецу – это два разных, но дополняющих друг друга элемента японской модели.
- Банк предоставляет своим корпоративным клиентам кредиты и услуги по выпуску облигаций, акций, ведению расчетных счетов и консалтинговые услуги. Основным банком, как правило, является главным держателем акций корпорации.
- Ключевыми участниками японской модели являются: главный банк (основной внутренний акционер), связанная с корпорацией (аффилированная) корпорация или кейрецу (еще один основной внутренний акционер), правление и правительство. Взаимодействие между участниками направлено на установление деловых контактов.

# СТРУКТУРА ВЛАДЕНИЯ АКЦИЯМИ В ЯПОНСКОЙ МОДЕЛИ

В Японии рынок акций целиком находится в руках финансовых организаций и корпораций.



# СОСТАВ СОВЕТА ДИРЕКТОРОВ В ЯПОНСКОЙ МОДЕЛИ

- Совет директоров японских корпораций практически полностью состоит из внутренних участников, т. е. исполнительных директоров, управляющих, руководителей крупных отделов корпорации, и Правления.
- В японской модели состав совета директоров зависит от финансового состояния корпорации. Схема японской модели дает наглядное объяснение ее структуры.
- Советы директоров японских корпораций, как правило, больше, чем в США, Великобритании или Германии. Средний японский совет состоит из 50 членов.

# ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ БАЗА ЯПОНСКОЙ МОДЕЛИ

Правительственные министерства имеют влияние на ход развития промышленной политики Японии. Эти министерства осуществляют также контроль за деятельностью корпораций.

Ряд факторов начал замедлять развитие всеобъемлющей экономической политики:

Во-первых, в связи с растущей ролью японских корпораций внутри страны и за рубежом, в формировании политики стал участвовать целый ряд министерств во главе с Министерством финансов и Министерством международной торговли и промышленности.

Во-вторых, увеличивающаяся интернационализация японских корпораций сделала их менее зависимыми от внутреннего рынка и, следовательно, менее зависимыми от промышленной политики.

В-третьих, рост японского рынка капитала вел к их частичной либерализации и открытости, хотя и незначительной по мировым стандартам.

**Главные регулирующие органы: Бюро ценных бумаг Министерства финансов и Комитет по надзору за фондовыми биржами.**

# ТРЕБОВАНИЯ К РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ В ЯПОНСКОЙ МОДЕЛИ

Корпорации должны сообщать о себе достаточно много, а именно:  
финансовую информацию (каждое полугодие);

данные о структуре капитала, сведения о каждом кандидате в совет директоров (включая имена и фамилии, занимаемые должности, отношения с корпорацией, владение акциями корпорации);

данные о вознаграждениях, в основном, наибольшие суммы, выплачиваемые исполнительным работникам и членам совета директоров;

сведения о предлагаемых слияниях и реорганизации;

предлагаемые поправки к Уставу;

имена лиц и / или названия корпораций, приглашаемых для аудиторской проверки.



# ДЕЙСТВИЯ КОРПОРАЦИЙ, ТРЕБУЮЩИЕ ОДОБРЕНИЯ АКЦИОНЕРОВ, В ЯПОНСКОЙ МОДЕЛИ

В обычный круг вопросов, требующих одобрения акционеров, в японских корпорациях входят следующие: выплата дивидендов и распределение средств, выборы Совета директоров и назначение аудиторов.

Кроме того, без согласия акционеров нельзя решать вопросы, касающиеся капитала корпорации; принимать поправки к Уставу (например, изменение численности и / или состава Совета директоров или изменение утвержденного вида деятельности); выплачивать выходные пособия директорам и аудиторам; повышать верхний предел вознаграждения директорам и аудиторам.

# **ВЗАИМОДЕЙСТВИЯ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ В ЯПОНСКОЙ МОДЕЛИ**

Японские корпорации заинтересованы в долгосрочных, предпочтительно, аффилированных акционерах. И, наоборот, неаффилированных акционеров стараются исключить из этого процесса.

Ежегодное собрание – это чисто формальное мероприятие.

# НЕМЕЦКАЯ МОДЕЛЬ

Немецкая модель используется в немецких и австрийских корпорациях. Некоторые элементы этой модели присутствуют также в Нидерландах и Скандинавии. Кроме этого, недавно некоторые корпорации Франции и Бельгии также начали применять элементы немецкой модели.

Банки являются долгосрочными акционерами немецких корпораций и представители банков выбираются в Советы директоров. В немецких корпорациях представительство банков в совете постоянно.

В немецком языке для обозначения корпорации употребляется термин "акционерное общество" (Aktiengesellschaft), поэтому, немецкие и австрийские корпорации используют сокращение AG после названия, например. Фольксваген АГ.

# НЕМЕЦКАЯ МОДЕЛЬ

Особенности немецкой модели:

- **двухпалатный Совет, состоящий из Правления (исполнительного совета) и наблюдательного совета. Эти две палаты абсолютно разделены: никто не может одновременно членом Правления и наблюдательного совета.**
- **численность наблюдательного совета устанавливается законом и не может быть изменена акционерами.**
- **узаконены ограничения прав акционеров в части голосования, т. е. ограничивается число голосов, которое акционер имеет на собрании и которое может не совпадать с числом акций, которыми этот акционер владеет.**
- **предпочитает банковское финансирование акционерному.**

**Процент иностранных инвесторов достаточно велик.**

# **КЛЮЧЕВЫЕ УЧАСТНИКИ НЕМЕЦКОЙ МОДЕЛИ**

**Немецкие банки и в меньшей степени немецкие корпорации являются ключевыми участниками в немецкой модели управления.**

**Банк выступает акционером и кредитором, эмитентом ценных бумаг и долговых обязательств, депозитарием и голосующим агентом на ежегодных общих собраниях акционеров.**

**Корпорации также являются акционерами и могут иметь долгосрочные вложения в других неаффилированных корпорациях, т. е. корпорациях, не принадлежащих к определенной группе связанных (коммерчески или промышленно) между собой корпораций.**

**Представителей рабочих (служащих) включены в состав наблюдательного совета**

# **СТРУКТУРА ВЛАДЕНИЯ АКЦИЯМИ В НЕМЕЦКОЙ МОДЕЛИ**

**Основными акционерами в Германии являются банки и корпорации.**

## **СОСТАВ ПРАВЛЕНИЯ ("VORSTAND") И НАБЛЮДАТЕЛЬНОГО СОВЕТА ("AUFSICHTSRAT") В НЕМЕЦКОЙ МОДЕЛИ**

**Двухпалатное правление – уникальная черта немецкой модели. Немецкие корпорации управляются наблюдательным советом и Правлением. Наблюдательный совет назначает и распускает Правление, утверждает решения руководства и дает рекомендации Правлению. Наблюдательный совет обычно проводит совещания раз в месяц. В Уставе корпорации оговариваются документы, требующие утверждения на наблюдательном совете. Правление несет ответственность за ежедневное руководство корпорацией.**

**Правление состоит исключительно из сотрудников корпорации. В наблюдательный совет входят только представители рабочих (служащих) и представители акционеров.**

# ЗАКОНОДАТЕЛЬНАЯ БАЗА НЕМЕЦКОЙ МОДЕЛИ

Федеральные и местные (земельные) законы оказывают влияние на структуру управления акционерными обществами.

## ТРЕБОВАНИЯ К РАСКРЫТИЮ ИНФОРМАЦИИ В НЕМЕЦКОЙ МОДЕЛИ

В Германии разработаны достаточно строгие правила раскрытия информации, но менее жесткие, чем в США. Корпорации должны предоставлять в годовом отчете или на общих собраниях разнообразную информацию, включая финансовую (каждое полугодие), данные о структуре капитала, ограниченную информацию о каждом кандидате в наблюдательный совет (с указанием имени и фамилии, адреса, места работы и занимаемой должности), совокупную информацию о вознаграждениях, выплачиваемых членам Правления и наблюдательного совета, данные об акционерах, владеющих более 5% акций корпорации; информацию о возможном слиянии или реорганизации; предлагаемые поправки к Уставу; а также имена лиц или название корпораций, приглашаемых для аудиторской проверки.

немецким корпорациям разрешается иметь значительную нераспределенную прибыль, что позволяет корпорациям занижать свою стоимость.

# ДЕЙСТВИЯ КОРПОРАЦИИ, ТРЕБУЮЩИЕ ОДОБРЕНИЯ АКЦИОНЕРОВ, В НЕМЕЦКОЙ МОДЕЛИ

Действия корпорации, требующие одобрения акционеров, – это распределение чистого дохода (выплата дивидендов, использование средств), ратификация решений Правления и наблюдательного совета за прошедший финансовый год, выборы наблюдательного совета, назначение аудиторов.

акционеры не имеют права изменять численность или состав Наблюдательного совета. Размер и состав совета устанавливаются законом.

Другими действиями, также требующими одобрения акционеров, являются: решение об осуществлении затрат (что автоматически признает преимущественные права, если только не отклоняется акционерами), сотрудничество с филиалами, поправки и изменения к Уставу (например, изменение утвержденного вида деятельности), повышение верхнего предела вознаграждения членам Наблюдательного совета. Внеочередные действия, требующие одобрения акционеров – это слияние, покупка контрольного пакета акций и реорганизация.



# **ВЗАИМОДЕЙСТВИЕ МЕЖДУ УЧАСТНИКАМИ В НЕМЕЦКОЙ МОДЕЛИ**

**Существующая в Германии законодательная база учитывает интересы служащих, корпораций, банков и акционеров.**

**Большинство немецких акций – это акции на предъявителя (они не регистрируются).**

# ТИПЫ КОРПОРАТИВНЫХ ОБЪЕДИНЕНИЙ

**Ассоциация.** Добровольное объединение физических и (или) юридических лиц с целью взаимного сотрудничества при сохранении самостоятельности и независимости входящих в объединение членов.

**Консорциум.** Временное объединение корпораций, банков и других организаций на основе общего соглашения для осуществления капиталоемкого проекта или совместного размещения займа (несет солидарную ответственность перед заказчиками).

**Концерн.** Крупное объединение предприятий, связанных общностью интересов, договорами, капиталом, участием в совместной деятельности (часто такая группа объединяется вокруг холдинга, держащего акции этих корпораций).

**Синдикат.** Объединение предприятий, выпускающих однородную продукцию, в целях организации ее коллективного сбыта через единую торговую сеть.

**ФПГ.** Зарегистрированная в установленном порядке в соответствующих ведомствах группа юридически независимых предприятий, финансовых и инвестиционных институтов, объединивших свои материальные ресурсы и капиталы для достижения общей экономической цели.

**Холдинг.** Акционерная компания, владеющая контрольными пакетами акций, управляющая или контролирующая деятельность других компаний, предприятий с целью осуществления контроля над их операциями. Холдинговая компания может не владеть собственным производственным потенциалом и не заниматься производственной деятельностью.

**БЛАГОДАРЮ  
ЗА ВНИМАНИЕ**

**Д.Т.Н., ПРОФЕССОР  
МАЙЗЕЛЬ СЕРГЕЙ ГЕРШЕВИЧ**