



The Global Corporate  
Governance Forum

# **4-ое заседание Евразийского Круглого стола по корпоративному управлению**

*“Ответственность советов директоров и роль  
заинтересованных лиц в корпоративном управлении”*

Принимающая сторона:

**Центр по корпоративному развитию  
Государственная комиссия по рынку ценных бумаг  
Кыргызской Республики**

*Место заседания:*

**гостиница Хаят Ридженси Бишкек**

***Бишкек, Кыргызская Республика  
29-30 октября 2003года  
при поддержке***

## **Корпоративное управление в Армении**

В июле 2000 года в Республике Армения (далее РА) был принят закон «О регулировании рынка ценных бумаг» (закон РРЦБ), на основе которого была сформирована Комиссия по Ценным Бумагам РА (Комиссия), а также созданы такие саморегулируемые организации, как Фондовая Биржа Армении (ФБА) и Центральный Депозитарий Армении (ЦДА). По сути, в лице Комиссии был создан основной орган, регулирующий отношения (в том числе и корпоративное управление в корпорациях), возникающие в связи с регулированием деятельности на рынке ценных бумаг. Внедренное законом РРЦБ понятие подотчетного эмитента охватило в основном именно тот круг корпораций, для которых понятие корпоративного управления, на сегодняшний день, наиболее актуально.

По общему определению, согласно закону РРЦБ, подотчетным эмитентом считается эмитент,

- а) любая ценная бумага которого зарегистрирована на какой-либо бирже (имеется ввиду фондовые биржи Армении. На сегодняшний день в РА зарегистрировано только одна - ФБА);
- б) число зарегистрированных владельцев ценной бумаги одинакового класса которого 50 и более, и чистые активы которого превышают величину, установленную Комиссией.

Из этого определения исключены ценные бумаги, (i) выпускаемые (выпущенные) или гарантированные РА и ЦБ РА, (ii) не долевыми ценными бумагами банков и страховые договора страховых компаний, действующих на территории РА, и (iii) некоторые другие, не имеющие инвестиционный характер, ценные бумаги.

Важно отметить, что хотя фундаментальным регулятором корпоративных отношений в РА является новый (принятый в сентябре 2001 г.) закон «Об акционерных обществах» (закон АО), определение подотчетного эмитента способствует урегулированию корпоративных отношений и у других юридических лиц, не являющимися акционерными обществами.

### **I. Вступление**

#### **Общее описание рынка ценных бумаг в Армении**

В настоящее время рынок ценных бумаг в Армении находится на стадии развития, так что говорить о сформировавшемся рынке еще рано. Достаточно отметить тот факт, что закон регулирующий рынок (РРЦБ) был принят только в 2000-ом году, хотя до 2000-ог

о года так же существовали законы и решения правительства, регулирующие рынок. Основными ценными бумагами находящимися в обращении в Армении являются государственные облигации и акции приватизированных предприятий, хотя надо отметить, что преобладающее количество сделок производится с государственными облигациями. Так, в 2001-ом году, объем сделок с государственными облигациями составил 89,56 % от общего объема сделок, а в 2002-ом году 90,87%, в то время как объем сделок с акциями составил соответственно 10,31% и 7,47%. Необходимо отметить, что сделки производились так же и с другими ценными бумагами в частности с векселями, но данные сделки в основном несли одноразовый характер и не влияли на общую ситуацию рынка ценных бумаг (здесь не приводятся сделки с ценными бумагами произведенные банками).

Объемы сделок с корпоративными ценными бумагами являются основным фактором оценки состояния рынка ценных бумаг для любой страны. Несмотря на то что, в Армении, рынок корпоративных ценных бумаг, благодаря крупномасштабной приватизации имеет большой потенциал, по сегодняшний день, в общем объеме сделок с ценными бумагами он обеспечивает лишь незначительный процент (указанное относится к вторичному рынку и не учитывает акции предприятий, проданные в процессе приватизации, а так же объемы акций выпущенные и размещенные другими предприятиями, в частности банками).

По данным на 1-е января 2002-го года, в Армении было зарегистрировано 1145 открытых акционерных обществ, из которых примерно половина имеет 50 и более акционеров. На данных предприятиях, контрольные пакеты акций в основном централизованы в руках одного или нескольких акционеров.

К 1-ому января 2003-го года подотчетными эмитентами являлись или классифицировались как подотчетные эмитенты 340 предприятий, из которых 220 зарегистрировали свои акции на бирже или в Комиссии по ценным бумагам. Вышеуказанные данные периодически обновляются, основываясь на данных предоставляемых ЦДА и в результате проверок предприятий производимых Комиссией.

На данном этапе, текущее и стратегическое руководство практически всех акционерных обществ в Армении, осуществляется со стороны крупных акционеров (в том числе и государства, посредством лиц распоряжающихся государственным пакетом). На подобных предприятиях, среда корпоративного управления формируется на основании личных качеств и стремлений крупного акционера, и часто, подобная поляризация управления сопровождается неправильной трактовкой сущности понятия акционирования. Вышеуказанное привело к многочисленным случаям попирания прав и интересов мелких акционеров, так, часто ограничивается их право получения информации, например, относительно финансового состояния предприятия, ее деятельности, крупных сделок совершаемых руководством предприятия и т.д.

Осуществление перемен в данной ситуации требует времени и проведения эффективных и последовательных мероприятий.

Считаем необходимым так же показать основные ошибки и недочеты обнаруженные у предприятий, в результате проведенных Комиссией проверок. Их можно подразделить на следующие основные группы:

- Недочеты связанные с подготовкой собраний,
- Недочеты связанные с проведением собраний,
- Недочеты связанные с выбором лица производящим аудит предприятия,
- Недочеты связанные с аудиторскими заключениями составленными с нарушением закона.

В некоторых случаях, встречаются также следующие недочеты:

- Публикация отчетов предприятий,
- Нарушения связанные с формированием совета директоров и контролирующего комитета,
- Нарушение условий оценки рыночной стоимости имущества предприятия,
- Нарушения связанные с неполным представлением информации в декларации на регистрацию ценных бумаг,
- Нарушения связанные с переоценкой и инвентаризацией имущества предприятия,
- Нарушения связанные с выплатой годовых дивидендов,
- Нарушения связанные с процессом реорганизации предприятия,
- Нарушения связанные с ведением бухгалтерского учета не соответственно бухгалтерским стандартам,
- Нарушения связанные с заключением крупных и/или заинтересованных сделок,
- Нарушения связанные с ведением реестра акционеров,
- Нарушения связанные с процессом регистрации ценных бумаг,
- Нарушения связанные с выкупом ценных бумаг.

Жалобы от акционеров полученные Комиссией в основном относятся к вышеуказанным вопросам. На данном этапе все жалобы изучены и удовлетворены.

### **Анализ некоторых аспектов корпоративного управления**

#### **1. Концентрация собственности**

В Армении, как и в большинстве постсоветских государств, сложилась ситуация, когда компании в основном контролируют два-три крупных акционера. И так как контроль осуществляется по всем ступеням управления, основными проблемами корпоративных отношений являются

(i) конфронтации между крупными и миноритарными акционерами и (ii) сложности при перераспределении власти, связанные с передачей крупных пакетов акций.

Учитывая (i) доминирующее положение многих инсайдеров (менеджеров и крупных акционеров), связанных с контролем финансовых потоков и активов компаний, и нежелание с их стороны частично или полностью потерять это положение и (ii) несовершенство судебной системы, как основного института разрешений конфликтов; Комиссия, на сегодняшний день, выполняет функции арбитража для урегулирования указанных конфликтных ситуаций.

## **2. Прозрачность структуры собственности**

Фактически, на сегодняшний день, все компании, ценные бумаги (в основном акции) которых зарегистрированы в Комиссии или ФБА, в своих декларациях для регистрации ценных бумаг раскрывают информацию о руководителях, о лицах, владеющих 10 и более процентами долевых ценных бумаг какого-либо класса (акций) и об аффилированных лицах, включая информацию о количестве принадлежащих им акций как данной компании, так и о значительных (более 10%) пакетах принадлежащих им долевых ценных бумаг других компаний. Информация обновляется, по мере ее изменения.

Комиссия, своим решением, с февраля 2004 г. установила требование о декларировании структуры собственности на ценные бумаги для лиц, являющихся руководителями и владельцами значительных (более 10%) пакетов долевых ценных бумаг подотчетных эмитентов.

## **3. Одинаковые права голоса**

По закону АО, акционерные общества могут выпускать обыкновенные акции только одного класса, которые дают право их владельцам: (i) отчуждать или передавать акции, (ii) получать необходимую информацию о компании на своевременной и регулярной основе, (iii) участвовать и голосовать (лично или без личного присутствия) на общих собраниях акционеров, (iv) участвовать в выборах правления и, если предусмотрено уставом, менеджмента, (v) получать долю в прибылях компании. Акционерные общества могут выпускать также привилегированные акции, права (обычно без права голоса) и обязанности владельцев которых должны фиксироваться уставом компании.

Владельцам акций одного класса не могут предоставляться дополнительные права, несообразные с принадлежащей им долей акций.

Законами АО и РРЦБ для подотчетных эмитентов также предусмотрена обязательная передача регистрации права собственности на регистрируемые ценные бумаги ЦДА, что является на иболее надежным методом регистрации права собственности.

#### **4. Уведомление о собрании акционеров**

По закону АО акционерные общества с более чем 50 акционерами должны уведомлять своих акционеров и управляющих о собрании акционеров не позднее чем за 15 дней до даты его проведения. Уставами компаний может быть фиксированно более длительное время.

На практике эти сроки вполне приемлемы, так как сроки проведения собраний заранее согласовываются с зарубежными акционерами, большинство которых являются мажоритарными.

Комиссия периодически проводит мониторинг проведения собраний акционеров, выявляя все недостатки подготовки и проведения собраний в компаниях, в том числе и обеспечение возможности участия акционера в работе общего собрания в режиме реального времени.

*При обнаружении нарушений, Комиссия своим решением, с предварительным извещением и предоставлением возможности для слушания, издает распоряжение – с предупреждением и поручением устранить нарушение и (или) исключить в дальнейшем возможность нарушения.*

*В случае умышленного неисполнения распоряжения или очевидного халатного отношения к нему, Комиссия накладывает взыскание на лицо, получившее предупреждение.*

Комиссия намерена своим решением устанавливать дополнительные требования и порядок использования бюллетеней владельцами публично продаваемых долевых ценных бумаг (акционерами), что существенно снизит уровень нарушений при подготовке и проведении собраний. Однако, учитывая финансовое бремя, налагаемое на компании этими требованиями (подготовка солидного пакета документов и информации, их передача многочисленным акционерам), которое на сегодняшний день может существенно повлиять на финансовое состояние компаний, Комиссия пока еще воздерживается от принятия указанного решения.

#### **5. Обязанности правления**

Формирование правления и администрации в большинстве компаний Армении происходит за счет крупных (контролирующих) акционеров или лиц, связанных с ними экономическими или неэкономическими интересами, то есть происходит слияние менеджмента и контроля. Основной проблемой в такой ситуации является практическая неформализация отношений между акционерами, членами совета директоров, самого совета, как органа управления, и менеджерами. При отсутствии в компаниях формализованных индивидуальных сводов правил корпоративного

управления, четко отражающих формирование, полномочия и обязанности совета директоров и менеджеров, основное бремя урегулирования корпоративных отношений в компаниях падает на юрисдикцию и регулирующий орган.

По закону АО, акционерные общества с более чем 50 акционерами должны выбирать совет директоров (наблюдательный совет). Тот же закон определяет основные принципы формирования, ключевые функции и обязанности совета директоров, которые в основном соответствуют принципам корпоративного управления ОЭСР. Хотя закон АО и не принуждает наличие независимых директоров и комитетов совета директоров, в нем предусматривается ограничение большинства менеджеров в совете директоров и совмещение постов председателя правления и исполнительного директора. Законы АО и РРЦБ предусматривают положения, соответственно которым члены правления и менеджеры компаний должны действовать добросовестно, с должной заботливостью и осторожностью, в наилучших интересах компании и акционеров.

С момента создания, Комиссия предприняла определенные шаги направленные на утверждение роли и повышение эффективности работы совета директоров (наблюдательного совета) подотчетных эмитентов. Основываясь на закон РРЦБ, Комиссия обязала совет директоров при предъявлении (что обязательно для подотчетных эмитентов) декларации для регистрации ценных бумаг, раскрывать основные планы и цели деятельности, структуру и стратегию управления, финансовое состояние компании и отношения с аффилированными лицами. Ответственность и строгие меры наказания, предусмотренные законом РРЦБ за раскрытие не полной или недостоверной информации, дают возможность Комиссии и любому лицу привлечь к ответственности большинство членов совета директоров (наблюдательного совета) за нарушение закона или за понесенные убытки.

#### **6. Стандарты бухгалтерской отчетности и независимый аудит**

Решение правительства РА от 1998 года ноября месяца, стало основой для начала процесса улучшения системы бухгалтерского учета в Республике Армения. Со стороны Министерства Финансов и Экономики РА были созданы новый план бухгалтерского учета и стандарты бухгалтерского учета РА (соответствующие международным стандартам). Начиная с 2000-ого года акционерные общества должны были перейти на ведение бухгалтерского учета соответственно новым стандартам.

Учитывая новизну вышеуказанного и трудности возникающие у бухгалтеров при переходе от старых принципов бухгалтерского учета к новым стандартам, со стороны Министерства Финансов и Экономики РА, Ассоциации бухгалтеров и аудиторов Армении и международных организаций было организовано множество семинаров и лекций связанных как с технологией перев

ода основ бухгалтерского учета от старого к новому, так и с обучением новым стандартам. Семинары и лекции организуются по сегодняшний день. Для обеспечения полноценного составления публикуемых отчетов, было принято решение о том, что отчеты подлежащие публикации должны быть составлены бухгалтерами получившими соответствующую квалификацию от созданной для этой цели комиссии.

В процессе работы Комиссии по ценным бумагам, было изучено большое количество финансовых отчетов представленных подотчетными эмитентами, в результате чего, было обнаружено множество допущенных недочетов и ошибок. Недочеты и ошибки в основном являлись следствием трудного адаптирования бухгалтеров к новым стандартам, причиной чего было неполное представление стандартов бухгалтерского учета. Комиссия, представляя создавшуюся ситуацию и со временем убеждаясь в основных трудностях бухгалтеров в связи с составлением отчетов, организовала множество семинаров и в следствии каждодневного практического общения с эмитентами, начала вести с ними объяснительные работы, стараясь свести допускаемые ошибки к минимуму. Поскольку, по закону РРЦБ, подотчетные эмитенты обязаны представлять годовые финансовые отчеты вместе с аудиторским заключением, Комиссия имела возможность сопоставления результатов собственных анализов финансовых отчетов с имеющимися аудиторскими заключениями, вследствие чего пришла к выводу, что отчеты со стороны аудиторов изучались в недостаточной мере. С 2001 года, Комиссия организовала множество встреч с аудиторами, в результате которых, к 2002 году, качество проводимого аудита несравнимо повысилось. Встречи и объяснительные работы с аудиторами продолжаются по сегодняшний день. Вследствии изучения действующих на рынке аудиторских компаний, Комиссия намерена в будущем ограничить доступ проведения аудита подотчетных эмитентов аудиторам не соответствующим требованиям установленным Комиссией.

Следует отметить, что по данным на 1-е января 2000-ого года из изученных Комиссией 245-ти предприятий, 81.3% не производило аудит, 82.7% предприятий не публиковали свои финансовые отчеты и бухгалтерские балансы посредством средств массовой информации (то есть акционерные общества не соблюдали установленные законом принципы прозрачности информации и фактически действовали в тени). По данным на 1-е января 2003 года ситуация несравнимо изменилась. В результате исследований проведенных в 1-ом квартале этого года выяснилось, что предприятия допустившие нарушения связанные с публикацией финансовых отчетов составили всего 7.9% от общего количества, а количество предприятий, которые не провели годовой аудит не достигало 1%.

## **7. Раскрытие информации**

По закону АО, акционерные общества должны представлять годовой отчет и результаты финансовой деятельности компании общему годовому собранию акционеров для утверждения. Отк

рытые акционерные общества, после проверки со стороны независимого аудита, также должны опубликовать указанные документы.

Закон АО предусматривает возможность получения акционером копии внутренних (за исключением секретных документов и указов директора) документов компании.

Практическим прорывом в области раскрытия информации явилась система, внедренная законом РРЦБ, согласно которой: (i) все подотчетные эмитенты должны регистрировать свои ценные бумаги путем представления декларации для регистрации ценных бумаг, тем самым раскрывая информацию о финансово-хозяйственной деятельности, содержании бизнеса и конкурентной позиции, содержании устава и корпоративной политики, структуре собственности, основные сведения о руководителях и аффилированных лицах компании, (ii) все руководители и владельцы значительных (более 10%) пакетов долевых ценных бумаг подотчетных эмитентов должны декларировать свои структуры собственности на ценные бумаги, (iii) представленная информация должна обновляться периодически и по мере существенного изменения, (iv) эмитенты, фондовые биржи и Комиссия должны обеспечить доступ всем заинтересованным лицам к раскрываемой информации.

Объем раскрываемой информации Комиссией выбран в соответствии с международными нормами и стандартами фондового рынка.

Учитывая состояние рынка, Комиссия сама предпринимает шаги для формирования общей информационной электронной системы, которая облегчит сбор, проверку и публикацию (в том числе и на иностранных языках) раскрываемой в соответствии с законом информации.

С целью обеспечения массового доступа к раскрываемой информации, Комиссия также намерена требовать от эмитентов применения таких форм раскрытия информации, которые на местах будут гарантировать доступ всем заинтересованным лицам к раскрываемой информации.

#### Заключение

Мероприятия проведенные Комиссией с целью совершенствования корпоративного управления, частично достигли результата. Однако, следует отметить, что для достижения удовлетворительного уровня корпоративного управления, к решению данного вопроса должны быть привлечены все соответствующие государственные органы.

Не совсем справедливо предполагать, что корпоративное управление появится, как результат трансформации собственности. Передача корпоративной собственности в частные руки не является достаточной для обеспечения развития сильного корпоративного сектора. Предприятия не будут эффективно действовать без соответствующих правил управления и учреждений, котор

ые следят за их выполнением, а также без создания культуры корпоративного управления среди руководителей, акционеров и заинтересованных лиц.

Очевидно, что в ситуации, когда дисциплина рынков капитала и товаров из-за существенных недостатков рынка не может действовать эффективно, наилучшим механизмом корпоративного управления является механизм, основанный на законодательных нормах. И хотя в большинстве стран Евразии, следуя этому принципу, уже приняты законы о компаниях, являющиеся основой корпоративной системы, во многих случаях законы не дают достаточно ясный и полный набор норм и недостаточно хорошо внедряются, в связи с отсутствием соответствующего механизма выполнения. В этом отношении, улучшение согласованности и способности осуществления принудительно законодательной основы корпоративного управления, становится настоящей задачей политиков в преобразовании микроэкономики страны.