

Заседание V. Роль местных институтов: каналы раскрытия информации

Роль бирж в установлении стандартов корпоративного управления

Михаил Лауфер

Член Правления, директор по фондовому рынку, Московская межбанковская валютная биржа (ММВБ)
Россия

¹ В современных российских условиях одной из важнейших проблем является проблема качества корпоративного управления. От ее успешного решения зависит не только инвестиционный климат страны в целом и фондового рынка в частности, но и структура инвестиций. Не секрет, что именно низкое качество корпоративного управления российских компаний сдерживает приток иностранных инвестиций в страну, является причиной высокой спекулятивной составляющей инвестиций на российском фондовом рынке. Корни проблемы качества корпоративного управления лежат в продолжающемся еще переделе собственности в стране, отсутствии традиций корпоративной этики. Из-за трудностей в осуществлении заимствований на фондовом рынке руководство компаний не имеет стимулов к раскрытию информации о своей деятельности.

Корпоративное управление, если рассматривать его в соответствии с принципами корпоративного управления Организации экономического сотрудничества и развития, включает в себя три основные области:

- Права акционеров;
- Равное отношение к акционерам;
- Раскрытие информации и прозрачность.

В своем выступлении мне хотелось бы остановиться на третьем пункте. Установление стандартов раскрытия информации, контроль за их исполнением, создание механизмов препятствующих торговле с использованием инсайдерской информации являются важнейшими задачами общей проблемы повышения качества корпоративного управления российских компаний-эмитентов. Мы полагаем, что именно этими задачами могут и должны заниматься российские фондовые площадки.

Почему биржи прежде всего заинтересованы в решении именно этих задач?

- Во-первых, одной из основных целей деятельности биржи, как организатора торгов на рынке ценных бумаг, является предоставление покупателям качественного биржевого товара. Высокое качество торгуемых активов, на наш взгляд, возможно только при соответствующем уровне открытости компаний-эмитентов, и при отсутствии инсайдерской торговли активами компаний.
- Во-вторых, биржи обладают возможностью влиять на компании-эмитенты. Для этого биржи имеют встроенные, присущие только им механизмы установления и контроля стандартов раскрытия информации и пресечения инсайдерской торговли.

¹ Мнение автора доклада не всегда совпадает с мнением представителей ОЭСР. Текст доклада в дальнейшем может быть изменен.

Какие проекты в данный момент осуществляются на ММВБ?

1. ММВБ совместно с TESIS подготовила рекомендации компаниям-эмитентам по созданию *внутренних «Правил пользования внутренней информацией»*, а также разработала готовый образец таких Правил. Данный документ, во-первых, устанавливает контроль за распространением внутренней информации в самой компании, и, во-вторых, определяет процедуру и сроки раскрытия такой информации компанией-эмитентом.

Подобные правила являются обязательным документом для компаний большинства западных стран. Но правовой статус кодекса корпоративного управления в различных странах неодинаков. В одних странах он является частью общего пакета обязательных условий, которые компании необходимо соблюдать для того, чтобы ее ценные бумаги прошли листинг на бирже. При этом суть требований к эмитенту ценных бумаг заключается не в обязательном соблюдении кодекса под угрозой исключения из листинга, а в обязанности публично объяснять причины несоблюдения правил, рекомендованных кодексом. Например, компании, чьи акции прошли листинг на Лондонской и Торонтской фондовых биржах, не обязаны следовать Кодексу Кэдбери или Кодексу Деи (канадский вариант кодекса образцового корпоративного управления), однако они обязаны указывать, следуют ли они рекомендациям этих документов, и объяснить причины отклонений от рекомендованных стандартов в системе корпоративного управления. Такое требование существенно усиливает степень обязательности рекомендаций кодексов. Иногда кодекс или свод правил корпоративного управления могут выступать частью комплекса требований, связанных с обязательным раскрытием информации (Малайзия, Гонконг, ЮАР).

В других странах кодекс является документом, который носит исключительно рекомендательный характер и не связан с какими-либо обязательными требованиями. Такими, например являются рекомендации по «образцовому корпоративному управлению», выпускаемые ассоциациями директоров, корпоративных менеджеров и отдельными крупными компаниями и носящие сугубо добровольный характер. Однако и такие документы могут иметь значительный эффект. Так, американские институциональные инвесторы активно подталкивают все американские компании к тому, чтобы они соблюдали принципы корпоративного управления, изложенные в документе, принятом «Дженерал моторз». В Бразилии, Мексике, Индии и Таиланде аналогичные комплексы также являются полностью добровольными. Опыт показывает, что наличие таких Кодекса или Правил корпоративного управления у компаний-эмитентов позволяет значительно снизить объемы инсайдерской торговли ценными бумагами, а также значительно увеличить прозрачность эмитентов, улучшить качество раскрываемой информации.

2. *Осуществляется совместный проект рейтинговой компании «Stanadard&Poors», ММВБ и МРО ФКЦБ по созданию рейтинга качества корпоративного управления российских компаний-эмитентов.* На данный момент создана методика оценки качества корпоративного управления и проведены экспертные исследования ряда российских эмитентов. ММВБ ожидает от реализации данного проекта создание четких формализованных стандартов управления российских компаний. В ближайшее время критерии оценки качества корпоративного управления будут закреплены в нормативной базе биржи как требования к эмитентам ценных бумаг при проведении процедуры листинга. Кроме того, выработанные нами стандарты могут быть использованы при создании Кодексов корпоративного управления российских компаний-эмитентов.

Материалы, полученные в ходе реализации этих проектов стали той основой, на базе которой сформированы уже принятые требования по раскрытию информации к компаниям-эмитентам нового Сектора ММВБ «Высокие технологии». *Так компании-эмитенты акции, которых включены в Сектор «Высокие технологии», обязаны:*

- *принять «Правила пользования внутренней информацией»;*
- *незамедлительно раскрывать в установленном этими Правилами порядке потенциально инсайдерскую информацию;*
- *публиковать за год вперед календарь своих корпоративных событий;*
- *на систематической основе устраивать встречи руководства компании с аналитиками.*

Мы полагаем, что принятие подобных требований сделают зарождающийся рынок прозрачным, даже по западным меркам, а значит интересным и безопасным для инвесторов.

Однако, было бы наивно думать, что одно лишь принятие подобных требований способно улучшить качество корпоративного управления российских компаний, увеличить прозрачность рынка. Очевидно, что также необходимы и *эффективные инструменты контроля* за исполнением компаниями указанных требований.

Для осуществления контроля за компаниями-эмитентами Сектора «Высокие технологии» предполагается **осуществление постоянного мониторинга в рамках Секции фондового рынка ММВБ**

Основными задачами мониторинга должны стать:

1. Осуществление контроля за использованием инсайдерской информации. Данный контроль будет осуществляться на основе анализа объема и цены сделок по акциям Сектора «высокие технологии», а также сведений поступающих по каналам информационных агентств и самого эмитента. Цель такой работы найти курсовую и временную зависимость между опубликованными материалами и параметрами сделок для выявления использования инсайдерской информации. Например, значительный рост цены и объема сделок, предшествующий появлению позитивных сведений о каком-либо эмитенте, может свидетельствовать об использовании инсайдерской информации.

2. Осуществление контроля за исполнением эмитентами своих договорных обязательств по раскрытию информации. Предполагается сопоставлять сведения о существенных фактах и событиях, поступивших от самого эмитента и по каналам информационных агентств. Цель данной работы - контролировать исполнение эмитентами требований Сектора по раскрытию информации.

Мы полагаем, что инвесторы были бы заинтересованы в распространении подобных стандартов раскрытия информации и на эмитентов, акции которых уже включены в котировальные листы. Однако здесь есть определенные трудности, связанные с тем, что существующие минимальные требования ФКЦБ к стандартам раскрытия информации, а также к листинговым компаниям необходимо пересмотреть. «Мягкость» требований ФКЦБ по раскрытию информации привела к тому, что степень прозрачности рынка зависит от того, какую информационную политику, выбрали компании-эмитенты.

Для проведения независимой оценки этой информационной политики и для создания механизма стимулирования эмитентов к большей открытости ММВБ предполагает реализовать с рейтинговой службой EA-Ratings совместный проект «INTRA» - Information TRAnsparency rating.

Суть этого проекта состоит в выработке независимого мнения об аналитической ценности, прозрачности и адекватности информации, которая публикуется эмитентами в документах формальной отчетности и предоставляется в ФКЦБ России, а также и на ММВБ, в том случае, если эмитент включен в котировальные листы биржи.

Результатом такой работы станет предоставленная потенциальным инвесторам оценка (рейтинг) эмитента по формальной шкале уровня информационной прозрачности, сопровождаемая развернутым комментарием в форме рейтингового отчета.

При оценке уровня информационной прозрачности будут использоваться следующие критерии:

- *Наличие (отсутствие) информации существенного характера.*
- *Наличие (отсутствие) необязательной, «лишней», но при этом существенной информации (то есть такой, которая не попала в список необходимой и жестко не требуется регулируемыми органами).*
- *Время задержки выхода (или предоставления на ММВБ) квартального или годового отчета.*
- *Время задержки выхода (или передачи на ММВБ) информации о существенных событиях в деятельности эмитента.*

При присвоении рейтинга информационной прозрачности, основанного на публичной информации, необходимо исходить из формальных критериев оценки, специфичных для конкретной отрасли.

Какие меры, на наш взгляд, надо предпринять для придания рынку ценных бумаг большей прозрачности и предотвращения инсайдерской торговли?

1. Необходимо, чтобы все компании-эмитенты, чьи ценные бумаги котируются на бирже, приняли *Кодекс корпоративного управления и Правила пользования внутренней информацией (Compliance Code)*;
2. Все компании-эмитенты, чьи ценные бумаги котируются на бирже, обязаны публиковать на год вперед свой календарь предполагаемых корпоративных событий (Корпоративный календарь).
3. Объем и сроки раскрываемой информации компаниями-эмитентами должны определяться тем обращаются ли ценные бумаги компании на организованном рынке или нет. Очевидно, что прозрачность компаний, ценные бумаги которых обращаются на биржевом рынке, должна быть значительно выше.
4. Информация компании-эмитента, ценные бумаги которой обращаются на организованном рынке, должна быть раскрыта в течение одного часа.
5. Должна быть проведена работа по изменению требований ФКЦБ по объему раскрываемой информации, поскольку часть существенных фактов (событий), влияющих на цену торгуемых активов, не отражены в соответствующем Положении ФКЦБ, а часть существенных фактов (событий), зафиксированных в Положении ФКЦБ, на деле таковыми не являются.
6. Биржа наряду с ФКЦБ должна стать Центром раскрытия информации на рынке ценных бумаг. Перенаправление части информационных потоков с ФКЦБ на Биржу позволит добиться оперативности раскрытия информации на рынке ценных бумаг, в чем так нуждаются инвесторы, и позволит избежать инсайдерской торговли. Биржа как Центр раскрытия информации готова взять на себя следующие функции:

- *Оперативное раскрытие информации, поступающей от компаний-эмитентов;*
- *Контроль за объемом, сроками и качеством раскрываемой информации;*
- *Постоянный мониторинг инсайдерской торговли и манипулирования ценами.*

Данная деятельность Биржи должна находиться под контролем ФКЦБ России.

Осуществление перечисленных мер позволит постепенно добиться большей прозрачности фондового рынка и в определенной степени предотвратить сделки с использованием инсайдерской информации. В свою очередь, это окажет позитивное влияние и на развитие в нашей стране культуры корпоративного управления.