

Модели КУ стран БРИК: общее и особенное¹

Левыкина К.А.

2 курс магистратуры

ГУ-ВШЭ (Москва) и Университет им. Гумбольдта (Берлин)

1. Введение

Обычно считается, что КУ (см. список используемых сокращений в Приложении 1) имеет значение скорее для компаний, чьи акции котируются на рынке. Но, как показало известное исследование La Porta et al. [см. 13], образ современной корпорации далек от того, как его описывали Berle и Means (он характерен лишь для крупнейших компаний наиболее развитых стран мира, таких как США). В странах с переходной экономикой преобладают главным образом небольшие НКК, а также крупные государственные корпорации, иностранные фирмы и частные семейные предприятия. Отсюда понятны сомнения относительно значимости КУ в этих странах.

Действительно, проблема КУ в этих странах долгое время оставалась незамеченной. Однако финансовые кризисы Азии, России и Бразилии 1997-1998 гг. вскрыли проблему «кланового капитализма» и ее связь с низким качеством КУ в странах с переходной экономикой [14, р. 2].

Исследовательской целью данной работы стало определение особенностей моделей КУ в странах с переходной экономикой. Что способствовало формированию именно таких их черт? Какие факторы оказали наибольшее влияние? Схожи ли модели КУ в странах с переходной экономикой между собой? В качестве объекта данного исследования были выбраны четыре страны с переходной экономикой: Бразилия, Россия, Индия и Китай (БРИК), а предметом исследования – их модели КУ.

Несмотря на разную историю становления институтов КУ, страны БРИК имеют много общего. Либеральные реформы последних двух десятилетий в этих странах и их потенциал динамичного экономического роста предопределили их растущую значимость на международных финансовых рынках и облегчили национальным компаниям доступ к ним [48].

Еще в 2003 г. в отчете «Голдман Сакс высказывалась гипотеза о том, что к 2050 г. БРИК превратятся в ведущие страны мира по показателю экономического роста... Индия и Китай могут стать крупнейшими производителями потребительских товаров и услуг, а Бразилия и Россия -

¹ Работа подготовлена по материалам проекта «Корпоративное управление в переходных экономиках» Программы фундаментальных исследований ГУ-ВШЭ 2010г. Автор благодарит Долгопятову Т.Г. за научное руководство в рамках межвузовского проекта АНЦЭА и помощь в подготовке доклада.

главными поставщиками сырья» [29, с. 9]. Уже в 2007 г. страны БРИК представляли 20% мирового ВВП по подсчетам в терминах паритета покупательной способности, при этом их внешние активы были равны 4,1 триллионам долларов, и выросли на 45% за один только предшествующий год [29, с. 9].

Исходными гипотезами исследования были предположения о том, что в последнее время происходит унификация стандартов КУ (т.е. наблюдается определенная конвергенция моделей КУ), однако уровень КУ в странах БРИК недостаточно высок, а его развитие зависит не только от экономических, но и политических, правовых и социальных факторов.

Данная работа во многом базируется на результатах анализа КУ (главным образом, взятых из обзоров и исследований ОЭСР и статей из научных журналов) как по отдельным странам (например [см. 10, 17, 38]), так и межстрановым исследованиям (например [см. 14, 22, 13, 48]). Были также использованы работы, затрагивающие более узкие области, касающиеся КУ (например, исследования ПФ [см. 7, 29]), а также первичные нормативно-правовые документы (например, кодексы КУ стран БРИК [см. 11]).

2. Особенности КУ в странах БРИК

Чтобы понять сходства и различия моделей КУ в странах БРИК, были проанализированы основные характеристики моделей КУ в этих странах и составлена сводная таблица, приведенная в Приложении 2. В данном разделе представлен анализ основных аспектов, обозначенных в ней, по каждой стране в отдельности.

Бразилия

Правовая среда

У правовых норм, регулирующих механизмы КУ, в Бразилии есть ряд существенных недостатков. Во-первых, это в капитале неголосующих привилегированных акций с плавающим дивидендом установлен высокий лимит участия (до 67%), что дает возможность появлению ситуации, когда большая часть акционеров получает доход, зависящий от показателей деятельности компаний, при этом практически не участвуя в управлении («за привилегированными акционерами закреплено право совместно избирать всего лишь одного члена СД и одного члена ревизионной комиссии» [48]). Более того – они имеют право получать дивиденды на акцию лишь в размере 110% от дивидендов на каждую обыкновенную акцию.

Во-вторых, в Бразильском законодательстве закреплены «ограничения по заочному голосованию на общем собрании акционеров и предоставляемая компаниям возможность

закрепить в уставе исключения из преимущественного права выкупа акций дополнительной эмиссии» [48] (так, например, на держателей привилегированных акций зачастую не распространяется обязательное предложение при смене контроля).

В-третьих, проблему представляет судебная система Бразилии, известная «своей неэффективностью, особенно в отношении акционерных коммерческих конфликтов» [48].

Государственная политика

Важной вехой в системе КУ в Бразилии был процесс приватизации, начатый в начале 1990-х (он стал возможен из-за падения военной диктатуры в 1985 г.). В результате этого процесса появилось несколько значимых публичных фирм в таких отраслях как черная металлургия, горнодобывающая промышленность, энергетика и инфраструктура, а также одна – в телекоммуникационном секторе, который контролируется местными бизнес-группами, ПФ, инвестиционными фондами и иностранными компаниями.

В настоящее время господствующей формой организации местного капитала являются бизнес-группы, контролируемые семьей. Исследователи КУ Бразилии приходят к выводу, что такая структура собственности сформировалась в Бразилии под влиянием неэффективной государственной политики последних десятилетий, и что «долговой кризис, который начался в Бразилии в конце 1970-х гг., исключает любую возможность для государства обеспечить дополнительные финансовые рычаги для местных бизнес-групп» [14, р. 67].

На протяжении 1980-х и 1990-х гг., в Бразилии были чрезвычайно высокие процентные ставки, а также постоянная макроэкономическая неопределенность, которые практически исключили какие-либо возможности доступа к местным источникам долгосрочного финансирования для корпораций [14, р. 67]. Разумеется, в таких условиях стоимость капитала была непомерно высокой, что препятствовало повышению конкурентоспособности и росту бразильских бизнес-групп.

Бразильский рынок капитала, особенно фондовый рынок, небольшой и неликвидный, и операции по нему обеспечивают лишь малую долю финансовых потребностей частного сектора Бразилии. В настоящее время широко обсуждается, смогут ли изменения в законодательстве поспособствовать развитию фондового рынка. Представляется, что в первую очередь необходимы более совершенные требования по раскрытию информации, более эффективная защита акционеров, а также налоговые и макроэкономические стимулы [14, р. 67]. Также требуется реформа бразильской судебной системы, чтобы инвесторы чувствовали себя достаточно безопасно, чтобы принимать активное участие на рынке капитала.

Кодекс КУ и регулирование

Бразильский институт КУ (БИКУ) является некоммерческой организацией, которая была основана в 1995 группой деловых людей, которые верили в силу эффективного КУ. В мерах, принятых БИКУ для продвижения идей КУ в Бразилии, очень важным событием стала публикация в 1999 первой версии «Бразильского кодекса наилучших практик» [20, р. 134]. Изначально этот Кодекс затрагивал лишь СД, но в 2001 г. он был дополнен рекомендациями для других агентов КУ (таких как акционеры, менеджеры, аудиторы и фискальный совет). В 2004 г. Кодекс был снова обновлен.

Отличительной особенностью бразильского кодекса КУ является то, что он принимает во внимание не только котирующиеся компании, но и НКК и даже партнерства. Другое отличие (в частности, от англо-саксонских кодексов) заключается в том, что кодекс Бразилии фокусируется не только на деятельности и отношениях между собственниками, СД и менеджментом, но также независимых аудиторов и фискального совета (это специальный орган, предусмотренный законодательством Бразилии для защиты прав миноритариев). Также этот кодекс «настаивает на том, чтобы большинство членов СД составляли независимые директора, и, кроме того, подробно описывает критерии этой «независимости»» [31].

Все публичные компании обязаны раскрывать информацию о соблюдении принципов, обозначенных в кодексе КУ, однако формального обязательства следовать им не существует. «Наиболее важную роль в продвижении передовых стандартов КУ играют правила листинга на бирже Рио-де-Жанейро (BOVESPA)» [48], которая разработала в 2001 г. свой собственный свод критериев КУ, подразделяющих допускаемых к листингу эмитентов на компании трех уровней [7, р. 82]. Первый уровень должен соответствовать лишь некоторым, достаточно «мягким» критериям прозрачности и ликвидности. Компании из второго уровня уже «должны предоставлять отчетность по МСФО или ОПБУ США, а также зафиксировать в уставе процедуры обязательного предложения при смене контроля таким образом, чтобы они распространялись на привилегированные акции (с дисконтом, не превышающим 30%)» [48]. Самые высокие требования к КУ в Бразилии – это критерии включения в котируемый лист Novo Mercado.

За период с 2002 по 2005 гг. индекс КУ Bovespa для компаний, включенных в один из этих трех котируемых листов, вырос на 420%, что почти в два раза превышает средний темп роста этого индекса по всем котирующимся на Bovespa компаниям. К концу 2006 г. 58 % общего объема торгов на бирже и рыночной капитализации приходилось на ценные бумаги предприятий из котируемых листов с более высокими требованиями к КУ [7, р. 82-83].

Интересной особенностью биржевого регулирования Бразилии является то, что оно ориентировано в основном на доопределение тех элементов прав инвесторов, которые недостаточно защищены в рамках законодательства (главным образом, привилегированных

акционеров). С другой стороны, требования биржи к составу СД и комитетов (в частности, комитета по аудиту/ревизионной комиссии) являются достаточно мягкими. Также критерии КУ BOVESPA не затрагивают «проблем, связанных с неопределенностью процедур общего собрания акционеров в рамках бразильского законодательства» [48].

Прозрачность

Помимо биржевых требований по раскрытию информации, на прозрачность компаний существенное влияние оказывают собственно применяемые стандарты предоставления отчетности. В Бразилии обязательство предоставлять отчетность по МСФО/ОПБУ США распространяется только на компании, включенные в котировальный лист Novo Mercado на BOVESPA (т.е. по состоянию на август 2010 г. – на 107 компаний). До 2010 г., когда все крупные компании должны были перейти на МСФО, бразильские компании, не входящие в листинг Novo Mercado и зарубежных бирж, были «обязаны отчитываться по бразильским стандартам, близким к ОПБУ США и в целом адекватно характеризующим экономическую деятельность компаний» [48] (их единственным серьезным недостатком является лишь отсутствие обязательства по предоставлению сегментной отчетности и отчета о движении капитала).

Собственники и концентрация капитала

Главной характеристикой бразильской структуры КУ является достаточно высокая концентрация собственности и квази-абсолютная власть семьи или контролирующего акционера [14, р. 66]. Среди компаний, входящих в листинг BOVESPA, «77,3% контролируются единственным крупным акционером, владеющим более 50% голосующих акций... лишь у 7% компаний нет акционера, владеющего более 20%» [48]. Что касается основных акционеров, то в 53% случаев это семьи предпринимателей, в 18% - иностранные инвесторы, а в 8% - государство.

Характерное Бразилии преобладание в капитале АО среди акций именно неголосующих привилегированных, а также распространенность пирамидальных структур, что приводят к ситуации, когда большинство компаний находятся под абсолютным контролем акционера, имеющего непропорционально скромное экономическое участие [48]. Таким образом, одной из главных задач КУ в Бразилии должно быть «ограничение возможностей контролирующих акционеров по экспроприации прав других акционеров» [14, р. 68].

НКК

Согласно данным исследовательской фирмы IDC, в Бразилии насчитывается около 6000 компаний со штатом более 250 сотрудников и только 120 из этих компаний котируются на бирже и по ним регулярно совершаются сделки на фондовой бирже Сан-Паулу (São Paulo Stock Exchange

(Bovespa)) [20, p. 133]. В Бразилии можно выделить следующие типы НКК: семейные, государственные и дочерние компании международных организаций.

«Значительное число крупных компаний было основано в 1950-х гг., в период процветания предпринимательства в Бразилии. Эти компании теперь принадлежат представителям семьи второго и третьего поколения, а иногда и управляются ими же. Многие из этих компаний испытывают проблемы правопреемства в управлении и владении. Эта особенность бразильских компаний отражена даже в кодексе КУ, где одна из статей [1, pp. 27-28] посвящена рекомендациям по созданию так называемого «семейного совета», на котором обсуждаются вопросы правопреемства, сохранения семейных ценностей и целостности компании и семьи, разделения интересов семьи и компании и т.п.

Согласно Vermeulen E.P.M. [20, p. 134], некоторые крупные компании являются НКК, но при этом имеют финансово-заинтересованных лиц (в качестве собственников и/или кредиторов). Профессиональные менеджеры управляют более опытными и зрелыми семейными НКК, хотя основатели компании могут по-прежнему играть важную роль в управлении / в качестве акционеров. За последнюю декаду у многих бразильских компаний сформировалось понимание требований к КУ и осознание необходимости хорошего КУ как инструмента создающего ценность для компании, снижающего споры между наследниками и преемниками, а также способствующего устойчивому долгосрочному развитию компании.

Что касается компаний с акционером-государством, то стоит отметить, что в 1990-х гг. некоторые из крупнейших государственных компаний в ряде отраслей были приватизированы и в настоящее время находятся под частным бразильским или иностранным контролем. Но при этом также значительное число компаний по-прежнему полностью принадлежит, или находится под контролем федеральных и региональных органов власти.

Также отметим дочерние компании крупных международных корпораций (преимущественно публичных), которые генерируют значительную часть ВВП Бразилии (например, в автомобильной промышленности и в секторе коммунальных услуг). Эти дочерние компании известны своими «неудовлетворительными практиками КУ (такими как отсутствие транспарентности, неразглашения соответствующей финансовой информации и проформа СД)» [20, p. 134].

Институциональные инвесторы

Одним из важных факторов, которые могут оказать большое влияние на модернизацию механизмов КУ в Бразилии, является рост доли институциональных инвесторов (особенно ПФ). ПФ являются важными акционерами и «принимают активное участие в управлении такими компаниями как CVRD, Embraer, Perdigão, Parapanema, Acesita и Inepar» [14, p. 65].

Если учесть, что население Бразилии относительно молодое, государственные пенсионные расходы в этой стране можно считать относительно высокими (в 2002 г. эти расходы составляли лишь около 9% от ВВП). Также в 2001 г. здесь была проведена пенсионная реформа режима для частного сектора, «чтобы добиться более равноправного пенсионного покрытия в стране» [29, с. 10]. В силу этих двух обстоятельств, проблема социального и пенсионного обеспечения в Бразилии стоит сравнительно менее остро, чем в других странах БРИК. Также отметим, что «уровень частного пенсионного обеспечения в Бразилии еще остается очень низким, особенно среди самозанятых» [14, р. 68], т.е. здесь есть значительное пространство для роста.

По данным на 2004 г. в Бразилии насчитывалось 358 ПФ, которые обслуживали 2 388 646 человек (при этом на 60% из их обслуживали частные ПФ) [29, с. 16]. В 2006 г. активы бразильских ПФ насчитывали около 165 миллиардов \$ [7, р. 93]. Примерно 30% активов ПФ вложено в акции, ПФ владеют почти 15% общей стоимости котируемых компаний [14, р. 65].

Крупные ПФ Бразилии, работая в тесном контакте с другими внутренними институциональными инвесторами, играют важную роль в консультировании предприятий, когда последние рассматривают вопрос о первичном публичном размещении акций (IPO). ПФ также оказывают сильное влияние на важность, которую инвесторы придают более высоким стандартам КУ, т.к., согласно законодательству, бразильские ПФ могут инвестировать до 50% своих портфелей в компании, представленные в трех наиболее «высоких» с точки зрения КУ котируемых листах (и только до 35% - в иные компании [7, р. 83]). «Из 358 ПФ 11 фондов имеют доли в самых крупных компаниях Бразилии, которые превышают 5% голосующих акций» [14, р. 65], что делает эти ПФ значимыми участниками КУ.

Российская Федерация

Правовая среда

Среди стран БРИК законодательство России «наиболее широко определяет права миноритарных акционеров благодаря низкому порогу владения, позволяющему номинировать кандидатов в СД, ежегодному переизбранию всего состава совета и обязательному применению процедур кумулятивного голосования» [48]. Согласно оценок немецкого института Макса Планка, еще в 1998 г. в России уже «был достигнут американский уровень защиты интересов миноритарных акционеров» [47]. Иными словами, формально уровень защиты интересов миноритарных акционеров очень высокий, а крупных акционеров – сравнительно невелик. Однако несмотря на то, что *de jure* в действующем законодательстве уже практически нет того нормативного дефицита, который существовал в 90-е гг. и сделал возможными грубейшие нарушения прав миноритариев [48], российский бизнес и сейчас *de facto* характеризуется низким уровнем защищенности держателей малых пакетов акций (на практике правовые нормы,

нацеленные на защиту прав миноритариев, работают скорее в пользу рейдеров и лишь еще больше стимулируют увеличение концентрации собственности).

В 2002 г. была принята новая редакция закона об АО (что было значимым событием для КУ в России), однако до сих пор к существующим недостаткам современного российского корпоративного права относят «позднее проведение годовых собраний, длительный срок выплаты дивидендов, сомнительная независимость регистраторов акций, а также отсутствие обязательства для акционеров раскрывать косвенное владение крупными пакетами, создающее риски образования консолидированных пакетов без ведома компании и миноритарных акционеров» [48].

Таким образом, в основном в российском праве отмечается недостаточный инфорсмент в области защиты прав собственности и слабая защита прав акционеров (причем не только миноритариев, но и крупных внешних акционеров) [42, с. 45].

Но при этом также считается, что важным «индикатором дальнейшего развития либеральных намерений российского правительства» [47] будет действенная судебная реформа, т.к. главным препятствием на пути эффективного развития КУ в России являются скорее именно проблемы с правоприменением, отсутствием эффективных судебных механизмов.

Государственная политика

Важным историческим этапом для российских компаний в системе реформ современной России стала приватизация, прошедшая, по сути, в два этапа. Первый этап начался в конце 1980-х гг., когда «развернулся массовый процесс вывода активов и фактической экспроприации предприятий, формально оставшихся в государственной собственности».42 В это время явно назрела острая «необходимость скорейшего перехода к таким отношениям собственности, которые смогли бы приостановить массовое разворовывание имущества в ходе анархичной «спонтанной приватизации»» [42, с. 30]. Эти основания, а также «отсутствие платежеспособного спроса населения, нулевой интерес иностранных инвесторов и наличие свыше 240000 государственных и муниципальных предприятий (что требовало типовых стандартных процедур приватизации)» [43] привели к выбору чековой модели приватизации.

Второй этап приватизации (называемый «ваучерным» из-за выбранного метода приватизации) пришелся на 1993-1994 гг., когда «процесс разгосударствления предприятий стал стремительно ускоряться» [42, с. 31]. Ее целью было повышение эффективности экономики за счет создания института частной собственности. Во многих сферах экономики (промышленности, сельском хозяйстве) эта задача выполнялась медленно, во многом из-за того, что приватизация проходила в пользу работников, что только облегчило «директорам путь к получению полного контроля над предприятием – сперва фактически (путем угрозы увольнений в случае «неправильного» голосования), а потом и формально (добровольно-принудительное приобретение

акций у работников)» [34, с. 12-13]. 42Иными словами, это была «инсайдерская приватизация» [42, с. 38] – в 97% приватизированных компаний бывший директор занял должность председателя СД или иную высшую позицию в управлении в компаниях.

«Хотя многие условия приватизации и закона «Об АО» предусматривали формирование таких корпораций, которые можно было бы отнести к англо-саксонскому типу (распыленная акционерная собственность)», формирующиеся в России структуры корпоративного контроля внешне напоминают скорее образцы, встречающиеся в континентальной Европе» [42, с. 44]. При этом приватизация также «не смогла обеспечить формирование широкого и ликвидного рынка частных ценных бумаг» [42, с. 42], что и по сей день тормозит развитие фондового рынка и КУ в России.⁴²

Отметим, что одной из центральных задач политики реформ того времени была «деполитизация» предпринимательской деятельности (т.е. замена «централизованного контроля и бюрократического «планового руководства» современными формами КУ» [42, с. 56]). Разумеется, за последние два десятилетия определенный прогресс в этом отношении был достигнут, но все равно до сих пор в российском бизнесе наблюдается высокая «политизированность», неформальная вовлеченность государства в дела частных компаний. В корпоративном контроле до сих пор важную роль играет административный ресурс (политические связи и поддержка властей).⁴²

Значимую роль в становлении нынешнего вида КУ в России сыграл российский экономический кризис 1998 г. К основным причинам дефолта относят: огромный государственный долг России (порождённый обвалом азиатских экономик), низкие мировые цены на сырьё (основу российского экспорта), кризис ликвидности, а также популистскую экономическую политику государства, а также строительство и, в последствии, обрушение финансовой пирамиды ГКО (государственных краткосрочных обязательств) [46, с. 13]. Последствия для экономики страны были как отрицательные, так и положительные. С одной стороны, курс рубля доллару упал за полгода более чем в 3 раза (с 6 рублей до 21), было полностью подорвано доверие населения и иностранных инвесторов к российским банкам, государству и национальной валюте, за это время разорилось большое количество малых предприятий, обанкротились многие банки, население потеряло значительную часть своих сбережений. Но с другой стороны, девальвация рубля позволила российской экономике стать более конкурентоспособной (она «открыла «второе дыхание» для экспортно-ориентированных отраслей и производства импортозамещающих товаров, послужив толчком роста экономики в период 1999–2001 гг.» [35]).

Кодекс КУ и регулирование

Кодекс корпоративного поведения (ККП) РФ в настоящий момент существует в своем первоизданном виде – в редакции апреля 2002. «Кодекс содержит рекомендации относительно наилучшей практики корпоративного поведения, которые, однако, не являются обязательными для исполнения» [28, с. 4]. В этом рекомендательном документе рассматриваются основные принципы КУ, отражены аспекты, касающиеся общего собрания акционеров, СД, исполнительного органа, корпоративного секретаря, ревизионных комиссий, аудиторских проверок, контроля за финансово-хозяйственной деятельностью, а также корпоративных конфликтов и дивидендов. В эти рекомендации также входит «ряд норм относительно присутствия независимых директоров в совете (не менее четверти состава, но в любом случае не менее трех человек), наличия и состава комитетов при СД (так, комитеты по аудиту и по кадрам и вознаграждениям должны формироваться полностью из независимых директоров), процедур общих собраний, независимости регистратора, механизмов внутреннего контроля и раскрытия информации» [48]. Российский Кодекс отличается от кодексов КУ других стран в достаточно высоком уровне детализации для того, чтобы снизить возможность нарушений прав акционеров. Это связано, прежде всего, с тем, что «объем действующей в России нормативно-правовой базы, регулирующей процесс КУ, относительно невелик, и сама эта база содержит недостаточно положений процедурного характера» [31].

Не смотря на чисто рекомендательный характер этого кодекса, «регулятор фондового рынка предпринимает активные шаги по внедрению его положений в практику» [31] и «биржи, согласно рекомендации Постановления ФКЦБ N 03-1169/р, требуют от компаний, входящих в основные котировальные списки, соблюдать определенные положения кодекса и ежеквартально отчитываться о его соблюдении» [48]. РТС и ММВБ требуют соблюдения ряда положений кодекса от эмитентов. Интересно, что требования к эмитентам, включенных в разные котировальные листы различны: наиболее жесткие требования выдвигаются к эмитентам акций, включаемых в котировальный лист А первого уровня (например, эмитенты акций из листа А должны иметь как минимум трех независимых директоров, а из листов Б и В – лишь одного [30]).

«Требования Фондовой биржи ММВБ к КУ листинговых компаний включают обязательное наличие комитета по аудиту, состоящего из внешних членов СД и возглавляемого независимым директором» [44, с. 7]. В то время как общую информацию о деятельности комитетов (в том числе по аудиту) можно найти в ККП, создание этих комитетов не является по российскому законодательству обязательным. Поэтому в России Ассоциацией независимых директоров было разработано Руководство (разумеется, лишь рекомендательного характера), призванное «помочь членам СД и комитетов по аудиту российских компаний получить ответы на вопросы, касающиеся

функционирования комитетов по аудиту, а также дать практические рекомендации по организации работы комитетов» [44, с. 9].

Согласно Швыркову О. и Пастуховой Е. [48], существенным же недостатком практики регулирования в РФ является сомнительная эффективность требований к независимости СД (используемые критерии определения «независимости» являются скорее чисто формальными и не определяют фактической заинтересованности). Так, например, «в советы ряда госкомпаний в качестве независимых входят члены исполнительного руководства других контролируемых государством организаций, явно зависимые от государства в своей основной деятельности, но тем не менее отвечающие формальным требованиям кодекса в отношении независимости; эти же огрехи распространяются на независимость регистраторов, в большинстве случаев косвенно аффилированных с крупными акционерами, независимость внутренних аудиторов и т. п.» [48].

Прозрачность

Уровень прозрачности российских публичных АО определяется главным образом требованиями по раскрытию информации, предъявляемыми биржами к эмитентам акций и долговых бумаг. Так, например, сам ККП РФ не содержит требований по подготовке и раскрытию финансовой отчетности по МСФО или ОПБУ США, но эти требования (в виде одного из критериев включения в котировальные листы А1 и А2) распространяются на 22 АО, чьи акции находятся в соответствующих котировальных листах российских бирж.

«Требования по раскрытию информации, предъявляемые ко всем российским эмитентам, определяются обязательной отчетностью ФСФР... (к банкам предъявляются дополнительные требования со стороны Банка России), при этом наиболее важным документом обязательной отчетности является ежеквартальный отчет эмитента» [48]. К основным недостаткам такой отчетности относится, во-первых, «принцип юридического владения» (требования о предоставлении сведений о фактическом владельце отсутствуют, что, разумеется, не дает качественной информации о структуре собственности и сделках с заинтересованностью). Второй проблемой является обязательное использование российских стандартов бухгалтерского учета (РСБУ) для отражения экономических показателей эмитента, т.к. «РСБУ не предполагают консолидации и существенно отличаются от МСФО по ряду принципов учета» [48]. Более того – менеджмент российских компаний предрасположен к «систематическому занижению финансовых показателей» [48], т.к. отчетность по РСБУ является основой для налогообложения.

Существует проект, финансируемый TACIS, направленный на совершенствование стандартов российской бухгалтерской отчетности (он предполагает постепенное приближение РСБУ к МСФО), однако в ближайшие годы существенных изменений в РСБУ и распространении МСФО в России пока не ожидается.

Однако также отмечается, что в большинстве крупных публичных компаний в РФ «привлекают основные международные аудиторские фирмы для аудита отчетности по МСФО/ОПБУ США, что обеспечивает достаточно высокое качество аудита». Тем не менее, зачастую внешние аудиторы выполняют не только собственно аудит, но и оказывают консалтинговые услуги по подготовке отчетности по МСФО или ОПБУ США, вплоть до фактического выполнения всего процесса перекладки. Поэтому говорить о том что такие внешние аудиторы повышают в этом случае уровень КУ в российских компаниях не приходится [48].

В настоящий момент в России присутствует ряд международных институциональных инвесторов, но даже для них «доступ к информации о структуре, бизнесе или финансовом положении компании является непростым» [31]. Не говоря уже о том, как затруднен доступ к этой информации у частных лиц и миноритариев. Подобная «непрозрачность формирующихся отношений собственности» [42, с. 44] создает существенные препятствия на пути действия рыночных механизмов и развития КУ в России.

Собственники и концентрация капитала

Согласно данным ОЭСР за 2002-2003 гг. [20, р. 47-52], среди крупных НКК в России в 64% компаний есть мажоритарный акционер (с контрольным пакетом акций – более 50% акций), а в 23% компаний есть хотя бы один блокирующий акционер (с блокирующим пакетом акций – между 25% и 50% акций) и только в 13% случаев нет ни одного акционера хотя бы с блокирующим пакетом. А среди котирующихся компаний аналогичные показатели составляют 51%, 41% и 8% соответственно. Вероятно, в действительности компаний в мажоритарным акционером или даже единственным собственником еще больше, т.к. приведенная статистика отражает лишь номинальных держателей акций. При этом как в котируемых, так и в некотируемых АО крупным акционером (хотя бы с блокирующим пакетом) зачастую является государство (в 60% и 43% случаев соответственно), реже – промышленное предприятие (17% и 14%), семья (0% и 11%) или финансовая компания (7% и 2%).

Исследования в РФ указывают, что последнее время наблюдается тенденция деконцентрации. Так, например, одно исследование показало, что «доля компаний, в которых есть один или группа взаимосвязанных акционеров, владеющих 75 и более процентов обыкновенных акций, снизилась по сравнению с 2006 г. на 7 п.п. и составила в 2007 г. 30%» [27, с. 32]. Однако другое исследование показало, что «распыление допускается только в строго ограниченных пределах – на фондовый рынок выводится, как правило, не более 25% акций – и не сопряжено с перераспределением функций контроля над компанией: владельцы готовы расстаться с частью

активов и соответствующей частью будущих доходов, но совершенно не готовы поступиться своим контролем над предприятиями» [38, с. 32].

НKK

Среди типов НКК наиболее часто встречаются частные компании, ООО и АО (причем как закрытого, так и открытого типов), принадлежащие устоявшимся коалициям собственников (организованным командам бизнес-партнеров). Иными словами, НКК в России зачастую являются своего рода «партнерским бизнесом».

Также отметим, что в России достаточно широко распространены пирамидальные структуры собственности, состоящих из ряда зависимых фирм. При этом в них зачастую наблюдаются ««непроясненности» отношений собственности между фирмами, характеризующей скрытые зависимости холдингового типа» [42, с. 44]. Последнее время в российской экономике наблюдались «многочисленные слияния и поглощения, направленные на формирование гигантских интегрированных бизнес-групп («хозяйственных империй»), причем многие из поглощений явно относились к числу конгломеративных» [42, с. 49] и вертикально-интегрированных.

Институциональные инвесторы

В период экономического кризиса 1998 г. «крупные российские банки явно не справились с ролью центров устойчивости и регулирования в рамках формирующихся бизнес-групп... во многих случаях само функционирование головного банка рассматривалось их фактическими владельцами лишь как средство, оказавшееся необходимым для овладения крупными промышленными комплексами, представляющими несравненно большую реальную ценность» [42, с. 45]. При ухудшении финансового положения такой банк обычно банкротили, предварительно выведя из него все ресурсы.⁴²

Существующие до сих пор в рамках бизнес-групп подобные «скрытые связи... делают возможной экспроприацию вкладчиков банка в результате того, что промышленная фирма получает ссуды на особо льготных условиях или просто отказывается погашать их» [42, с. 44]. Как и во время экономического кризиса 1998 г., при резком ухудшении финансового положения такой квази-независимый частный банк может быть принесен в жертву через банкротство.

Что же касается основных институциональных инвесторов в России, в настоящий момент здесь присутствуют «банки, страховые компании, зарубежные инвесторы» [31].

ПФ, которые в развитых странах и уже в некоторых странах с переходной экономикой играют важную роль в КУ в качестве институциональных инвесторов, в России пока проявляют

недостаточно высокую активность. До 1990 г. (когда был образован ПФ РФ) пенсии в России «выплачивались из бюджета государства всем лицам пенсионного возраста за исключением колхозников» [29, с. 11]. Сейчас же в России, после проведения в 2002 г. пенсионной реформы, пенсия по старости состоит из трех частей: базовой, страховой и накопительной. Хотя у некоторых исследователей складывается впечатление, что такой переход в России скорее дань «западной» моде, данный шаг стимулировал развитие частных ПФ. Несмотря на то, что в 2006 г. совокупные инвестиции в автономные ПФ в России составили лишь 15 476 млн. \$ (что примерно равно лишь 2% от ВВП [29, с. 14]), 60% их активов вложено в акции, т.е. потенциально частные ПФ становятся важным актором в российском КУ.

Также в 2008 г. российским Правительством за счет нефтегазовых доходов федерального бюджета были сформированы 2 фонда: Резервный фонд РФ и Фонд национального благосостояния России. Не смотря на существенность этих фондов (в совокупности они занимали 7-ое место среди крупнейших суверенных фондов в мире по величине активов на начало 2009 г.), влияние на российское КУ они практически не оказывают. Агентом по управлению этими суверенными фондами является Центральный банк РФ, но его инвестиционный портфель по ним значительно ограничен («средства финансируются только в суверенные долговые обязательства, в долговые бумаги иностранных агентств и центральных банков, а также в долговые обязательства международных финансовых организаций» [29, с. 17]), т.е. пока эти фонды не способствуют развитию по сути только экономики других стран и их КУ.

Индия

Правовая среда

Правовая инфраструктура Индии «значительно ближе к англосаксонской традиции, чем к континентальной системе права» [48] – в отношении КУ Индия также движется в направлении сближения с англо-саксонской моделью. Так, например, прототипом для Закона о компаниях в Индии было британское законодательство [17, р. 642].

Считается, что права миноритариев в Индии слабо определены (особенно относительно «процедур избрания СД (признается только мажоритарное голосование) и длительного срока полномочий (до 5 лет для исполнительных директоров)» [48]), однако в последней редакции Кодекса КУ появилось, например, требование о том, чтобы к каждому пункту повестки дня заседания СД прилагался документ «Анализ влияния на миноритарных акционеров» [5, р. 17].

Что касается СД компаний, то индийский Закон о компаниях предусматривает как минимум двух директоров (и трех – для публичных компаний). Формально решение о размере СД принимается за самой компанией, однако «по закону любое увеличение числа директоров свыше

12 дочернего предприятия публичной компании требует одобрения со стороны центрального правительства» [20, р. 169]. Это положение является серьезным ограничением для компаний, действующих на глобальном рынке, т.к. им необходимо иметь в СД экспертов в различных областях бизнеса из разных стран.

Основными преимуществами правовой системы Индии являются: ограничение количества исполнительных директоров в СД (их может быть не более трети), обязательное наличие комитета по аудиту и четкое определение и защита экономических прав акционеров («Закон о компаниях предусматривает трехлетний срок тюремного заключения для членов органов управления, виновных в невыплате дивидендов в течение месяца с момента их объявления» [48]).

К главному недостатку правовой базы Индии можно отнести слабое законодательство о процедурах банкротства и ликвидации. Несмотря на то, что действующие обновленные правила значительно увеличили защиту инвесторов в ситуациях банкротства или поглощения компаний, законодательство Индии по-прежнему больше прав оставляет за интересами менеджеров и акционеров [14, р. 123]. Последние в такой ситуации ощущают меньшую ответственность и риски и поэтому вкладываются в более рискованные проекты, перекладывая большую долю риска возможных потерь в случае неудачи на инвесторов.

Особенности КУ

В одном из исследований КУ [см. 17] в Индии было выделено три модели КУ, которые существовали в разное время в Индии.

Сначала появилась модель «управляющих агентств» в колониальный период, особенностями которой было: смещение локуса корпоративного контроля с уровня частной компании на уровень головной – управляющего агентства; преобладание среди управляющих агентств партнерств, состоящих из членов одной семьи, что привело к созданию отраслевых конгломератов под контролем семей; источником прибыли являлись дефицитные товары и ресурсы, а также колебания цен [17, р. 250-251].

На следующем этапе после обретения Индией независимости, когда была выбрана стратегия импортозамещающей индустриализации, появилась модель «бизнес-дома» (конгломерата), когда широкое распространение получили публичные финансовые институты, а конгломераты охватили еще большие сети компаний. Уже в это время для контроля над конгломератом бизнес-семьям не нужно было быть мажоритарными акционерами – главными механизмами контроля здесь были «межкорпоративные инвестиции и совмещенный директорат» [17, р. 254] (которые эффективно использовались еще в первой модели КУ).

На текущем же этапе, начавшемся примерно в 1991-1992 гг., когда началась либерализация, в Индии развивается принятая англо-американская модель КУ.

Государственная политика

До начала либерализации экономики Индии (в 1991 г.), стимулов к развитию КУ не было, и вообще возможности по мониторингу корпораций были весьма ограничены в силу нескольких причин. Во-первых, как таковой рынок КК вообще отсутствовал. Во-вторых, большинство компаний были семейными (и наем профессиональных менеджеров был редким явлением) [18, р. 642]. И, наконец, внутренний рынок Индии был закрыт, что не давало возможности появления конкуренции. Таким образом, в этой ситуации получалось, что независимые менеджеры вообще, по сути, не несли никакой ответственности за свою деятельность.

В 1991 г. в Индии началось «разгосударствование» экономики и либерализация рынков капитала, а также процессы приватизации (хотя они и идут очень медленно и до сих пор продолжаются).

Одни исследователи считают, что движение по продвижению КУ в Индии началось в 1996-1997 гг., когда у страны по сути «не было никаких финансовых проблем или кризиса платежного баланса» [14, р. 105]. Они обосновывают это также и тем, что в это время не было сильных, активных фондов, которые могли бы выступать за принятие хороших практик КУ, т.е. «по сути никаких значимых ни внешних, ни внутренних причин для повышения уровня КУ в этой стране не было» [14, р. 106].

Однако другие исследователи [17, р. 257] отмечают, что в стране не просто были стимулы к изменению КУ – в 1980-ых гг. в Индии назрел своего рода кризис, который подтолкнул страну к коренному пересмотру своей политики. Этот кризис характеризовался тем, что, во-первых, в стране были низкие валютные резервы и большой дефицит бюджета. Во-вторых, компании публичного сектора несли большие потери в то время как не прекращала расти их сеть филиалов. Все это привело к тому, что правительство страны было вынуждено в 1991 г. обратиться за поддержкой к МВФ и Всемирному Банку с условием, что Индия предпримет ряд необходимых реформ. Эти реформы – включая изменения в корпоративном законодательстве и в финансовом и банковском секторе, а также в торговой, промышленной и инвестиционной (в отношении иностранных инвестиций) политике – привели к тому, что Индия приблизилась к англо-саксонской модели КУ.

После ликвидации лицензий, снижения импортных тарифов и квот и создания гораздо более либерального режима для прямых и портфельных иностранных инвестиций [14, р. 152], начиная с середины 1990-х гг., индийские компании столкнулись с самой сильной конкуренцией, со времен независимости. Конкуренция вынудила компании кардинально перестроить способы ведения своего бизнеса (вынудила повысить интенсивность и эффективность использования мощностей и капитала).

Важным моментом стал «отпуск» в 1992 г. цен на акции (до этого с 1947 г. они регулировались специальным государственным органом) и создание Индийского Совета по Ценным Бумагам и Биржам (SEBI) [17, р. 257], а также принятие в 1994 г. Кодекса о поглощениях (который «заложил рудиментарную основу для рынка корпоративного контроля» [18, р. 642]). Во многом благодаря этим событиям на рынок Индии хлынул приток иностранного капитала. Также отметим, что реформа коснулась и банковского сектора (особенно банков развития), где была проведена дерегуляция. Ранее банкам спускались государственные директивы по распределению фондов в определенные сектора экономики и покупке государственных ценных бумаг, а теперь банки стали принимать решения, руководствуясь исключительно коммерческими соображениями. Однако заметим, что «приватизация в банковском секторе до сих пор так и не состоялась» [17, р. 258].

Кодекс КУ и регулирование

Первые попытки сформировать и принять кодекс КУ предпринимались в Индии еще в 1996. Первая же редакция появилась в апреле 1998 под названием «Желаемое КУ». В ней сразу было выбрано направление развития индийской модели КУ: по пути англо-саксонской (с ориентацией на защиту прав акционеров и кредиторов (т.к. «интересы сотрудников и без того хорошо защищены индийскими законами» [6, р. 1], а вот интересы инвесторов – слабо, при том что именно их интересы важно учитывать для развития экономики в нужном направлении) и однозвенной структурой КУ (т.к. она «может также эффективно работать на долгосрочную перспективу, как и двухзвенная» [6, р. 6]). За последующие три года после принятия первого Кодекса, почти 30 крупнейших котируемых компаний («составляющих 25% от капитализации рынка Индии» [14, р. 106]) начали следовать его рекомендациям.

Уже в первом кодексе сразу было заявлено о том, что кодекс КУ «не может быть статичным – его необходимо пересмотреть через 5 лет» [6, pp. 14-15], поэтому далее он несколько раз пересматривался. Последней редакцией на данный момент является кодекс КУ (декабрь 2009) [см. 5], в котором освещены вопросы, касающиеся главным образом деятельности СД, проведения аудита и сигналов (разглашений инсайдерской информации).

К 1999 г. вступил в действие и регулятор рынка капитала – Совет по ценным бумагам и биржам Индии (SEBI). Он создал комитет по обязательным международным стандартам КУ для котируемых компаний. Разработанному Кодексу SEBI, который был написан в соответствии с лучшими мировыми практиками КУ, должны были следовать в обязательном порядке сначала 140 котируемых компаний (на которые приходилось почти 80% рыночной капитализации), а с апреля 2003 г. – уже все котируемые компании [14, р. 106].

Дополнительные рекомендации также выпустило Министерство финансов. Они касаются организации и регулирования аудиторского процесса и «во многом перекликающиеся с законом Сарбейнса-Оксли 2002 г. в США» [48].

Таким образом, политика регулирования КУ в Индии достаточно «гармонично дополняет нормы законодательства и предъявляет наиболее жесткие требования в области состава органов управления среди аналогичных норм в странах четверки БРИК, распространяясь при этом на все 4895 публичных компаний» [48].

Прозрачность

В Индии приняты свои стандарты бухгалтерской отчетности, несколько отличные от МСФО. «Тяготея к ОПБУ США, индийские стандарты представляют в целом адекватную характеристику экономической деятельности компаний» [48]. В настоящий момент продолжается процесс адаптации и приближения индийских стандартов к МСФО. Фактически он начался в 2000 г., когда Совет по стандартам учета при Институте сертифицированных аудиторов (основной регулирующий орган) регламентировал введение 12 стандартов близких к МСФО. Полный же переход на МСФО предполагается завершить к 1 апреля 2011 г. При этом МСФО будут применяться лишь «для «компаний, представляющих общественный интерес», то есть эмитентов ценных бумаг, находящихся в свободном обращении, крупных компаний и финансовых организаций» [48].

Многие из крупных публичных компаний Индии привлекают международные аудиторские компании для проведения аудита своей финансовой отчетности и, соответственно, предоставляют отчетность в МСФО. Остальные же компании пользуются услугами местных аудиторских фирм, и в этом случае они могут находиться в зависимости от своего клиента, что негативно сказывается как на качестве предоставляемой информации.

Что касается требований по раскрытию информации, предъявляемым к публично котируемым компаниям, то (в соответствии с положением о дополнительной информации для инвестора) они должны предоставлять такие данные как, например, колебания цены на их акции, а также достаточно подробную информацию о сегментах рынка, где эта компания осуществляет свою деятельность. При этом в годовом отчете директоров компании должны предоставлять обзоры операций за прошедший год, анализ рынков и будущих перспектив развития, а также «раскрывать больше информации о своих долгах» [22].

И, наконец, другим фактором улучшения прозрачности компаний является тот факт, что Индия имеет сильно-развитую финансовую прессу [14, р. 153]. Высокая активность прессы и финансовых аналитиков вынуждает компании становиться более прозрачными (причем не только в своей финансовой отчетности, но и в вопросах, касающихся внутреннего управления). Вероятно,

этот процесс имеет двунаправленное действие, ведь если финансовые СМИ развиваются, значит, у них есть доступ к достаточному объему информации.

Одним из ключевых драйверов постепенного улучшения стандартов раскрытия информации в Индии также являлось присутствие иностранных институциональных инвесторов. Компании начинают следовать международным стандартам КУ, т.к. им необходим доступ к международным рынкам капитала.

Собственники и концентрация капитала

Из 50 крупнейших публичных компаний Индии, включенных в индекс Nifty Fifty, лишь 2 компании имеют распыленную структуру собственности (данные на 2007 г.). При этом «54% крупнейших компаний контролируются семьями предпринимателей, 16% - иностранными инвесторами, 20% - государством» [48]. В Индии существуют условия для потенциально нормального функционирования рынка корпоративного контроля, т.к. «в большинстве случаев контроль над индийскими компаниями осуществляется при владении 12-20% голосующих акций» [48]. Официальных же случаев недружественных поглощений компаний в Индии пока не было замечено ни одного. «Проблемы КУ, связанные с преобладанием семейной собственности, исторически включали как непрофессиональный подход к управлению в отсутствие внешних дисциплинирующих механизмов, так прямое злоупотребление правами миноритарных инвесторов в виде нерыночных сделок с заинтересованностью» [48].

Другой особенностью КУ в Индии является преобладание бизнес-групп (при чем зачастую семейных). Но, не смотря на отсутствие официального определения бизнес-групп, выделить их можно достаточно легко и с высоким уровнем точности, т.к., во-первых, информация, касающаяся взаимосвязей между компаниями, по индийскому закону должна раскрываться, а во-вторых, бизнес-группы в Индии носят весьма устойчивый характер («структура акционеров и контролирующая семья, определяющая основное стратегическое направление развития группы компания и регулирующая ее финансовые потоки, с течением времени редко меняется» [18, р. 642]).

НКК

В то время как крупные АО в Индии могут похвастаться достаточно высокими стандартами КУ, подавляющее большинство компаний из более чем 6 тысяч АО остаются с устаревшими практиками, которые формировалась в течение многих лет изолированного экономического развития, которое длилось в Индии долгое время после обретения ею независимости. В этих компаниях «до сих пор нерешенными остаются проблемы, связанные с вопросами собственности и контроля, целостного управления, подотчетности и прозрачности, преемственности и разделения

прав» [20, р. 167]. При этом число таких компаний входят как государственные, так и частные НКК, в том числе семейные. Несомненно, сложная ситуация с КУ в этих компаниях продолжает отрицательно влиять на рост экономики и жизнеспособность делового сектора Индии.

Традиционно индийские компании, в частности семейные бизнесы, сочетали роли владельца и контролера, менеджера и корпоративного управляющего, исполнителя и директора в одних и тех же лицах. Зависимость СД от менеджмента, управление в собственных интересах, манипуляции с учетом, сделки с аффилированными лицами, а также отсутствие прозрачности в распределении доходов внесли свой вклад в недостаток доверия, который свойственен этим компаниям. Учитывая тот факт, что в Индии более 70% компаний семейные, такая ситуация в их КУ вызывает тревогу [20, р. 174].

Следующей яркой особенностью КУ в индийских компаниях частного сектора является широко распространенная неудавшаяся практика с СД. В большинстве этих компаний (за исключением самых крупных и котируемых компаний) СД просто не существует как орган управления. Истинно независимых директоров здесь можно встретить крайне редко, а уровень раскрытия информации, стандартов бухгалтерского учета и прозрачности остается низким. Обычной практикой во многих крупных компаниях Индии в настоящее время также является фактическое управление компанией ГД и его командой, а не СД.

В Индии, СД отвечает за контроль за компанией и ее менеджментом через «установление КПП, наблюдение за процессом раскрытия информации и коммуникаций, обеспечение соответствующих систем финансового контроля и отчетности и мониторинга рисков, оценку эффективности менеджмента, ГД, исполнительных директоров и создание баланса между интересами менеджеров и акционеров» [20, р. 176] (чтобы уменьшить потенциальный конфликт интересов).

Институциональные инвесторы

В Индии наблюдался феноменальный рост рыночной капитализации. Так, рыночная капитализация 1322 компаний, которые котируются в 1991 г., к февралю 2000 г. поднялась с 678 млрд. рупий (или 38 \$ по курсу того времени) до 5,52 триллионов рупий (или 127 миллиардов \$) [14, р. 152]. Вообще сейчас в Индии «насчитывается свыше 7 тыс. компаний, акции которых прошли процедуру листинга» [42, с. 25] - это сильно отличает фондовый рынок Индии от рынков других развивающихся стран.

Важную роль в этом изменении сыграли банки и институциональные инвесторы (которые зачастую выступают в роли акционеров с блокирующим пакетом акций [3, р. 257]).

В первую очередь, нельзя недооценивать роль иностранных портфельных инвесторов, деятельность которых была разрешена в Индии в 1992 г. «В декабре 1993 г. совокупные чистые

иностранные портфельные инвестиции составили 827 миллионов \$ 827... а в декабре 1999 г. они составляли уже 10,2 миллиардов \$» [14, р. 153]. Отметим, что после либерализации и череды реформ были созданы все условия для привлечения иностранных инвесторов в Индию. Активность иностранных институциональных инвесторов сейчас, вероятно, сдерживают лишь существующие ограничения по размеру инвестиций (например, «в 2000 г. доля частного институционального инвестора в индийской компании не должна была превышать 10%, а общая максимально-разрешенная доля для таких инвесторов составляла 24%» [18, р. 642]).

В начале века также активизировалась деятельность фондов взаимных инвестиций (они стали «открыты для внутреннего частного сектора Индии и иностранных управляющих активами компаний» [3, р. 255]). Эти фонды последнее время могут привлечь инвестиций свыше 180 миллиардов рупий в год, что составляет 16% от общей рыночной капитализации [3, р. 255].

Также требования к КУ будут усиливаться с появлением иностранных ПФ. «Индийский капитал предлагает очень привлекательную доходность в долларом измерении, что стимулирует такие фонды как CalPERS, Hermes и America's TIAA-CREF к инвестированию в индийские акции» [14, pp. 153]. Эти фонды располагают инвестициями дольше, чем фонды взаимных инвестиций, поэтому управляющие этих фондов будут более критично анализировать уровень КУ компаний, прежде чем инвестировать в них.

Что касается пенсионной системы самой Индии, согласно данным ОЭСР на 2009 г. «только 11,53% трудоспособного населения (от 18 до 59 лет) Индии имеют пенсионное обеспечение» [29, с. 12], что составляет лишь 37 миллионов (остальное же население вообще не имеет никаких социальных гарантий). При этом, в то время как к 22 миллионам из них (являющихся государственными служащими) применяется схема расчета, связанная с уровнем заработка и продолжительностью их трудовой жизни, для остальных 15 миллионов «используется накопительная система с фиксируемыми взносами» [29, с. 12]. Крупнейшим суверенным ПФ Индии, работающим по последней схеме (схеме обязательных взносов), является Employees' Provident Fund. Этот фонд инвестирует свои активы главным образом «в национальные государственные облигации, долговые обязательства государственных предприятий и в проекты социального назначения» [29, с. 17-18].

Китай

Правовая среда

Правовая инфраструктура Китая в принципе адекватно отражает требования современной экономики этой страны. Она «гарантирует равенство прав голоса на общем собрании акционеров... и обеспечивает существенные механизмы защиты миноритарных инвесторов в виде преимущественного права выкупа допэмиссии и обязательного предложения при образовании

крупного пакета (свыше 30% капитала)» [48]. Основная необходимая нормативно-правовая база для эффективного КУ в Китае была сформирована (такие законы как «закон о компаниях» регламентируют деятельность китайских организаций и их КУ [10, р. 306]), однако до сих пор не хватает таких законов как «закон о банкротстве, закон о конкуренции без монопольного доминирования, закон о поглощениях» [20, р. 152]. Также отмечается, что китайское законодательство предъявляет недостаточные требования к механизмам КУ, устанавливая, например «довольно высокий порог владения, позволяющий номинировать кандидатов в совет (10%), трехлетний срок полномочий совета и фактически оставляя использование процедур кумулятивного голосования на усмотрение основного акционера» [48]. В целом правовая база предоставляет весьма ограниченную защиту прав миноритариев и оставляет большое поле для маневра и злоупотребления своими правами контролирующим акционерам (коим зачастую является государство) [10, р. 38]. Однако с целью защиты прав акционеров в Гонконге, например, назначение независимых директоров является обязательным по закону [3, р. 97].

Кодекс КУ и регулирование

Кодекс КУ Китая, принятый в 2001, «излагает основные принципы КУ для публичных компаний Китая, способы защиты интересов инвесторов и их права, основные правила поведения и моральные нормы для директоров, наблюдательных органов, менеджеров и других членов высшего менеджмента этих компаний» [2, р. 1]. Этот Кодекс применяется в отношении всех котируемых компаний на территории КНР, однако «все положения кодекса в отношении состава СД, наличия и состава комитетов носят рекомендательный характер» [48]. В этой стране «кодекс КУ является главным нормативным показателем при оценке того, хорошая ли в компании структура КУ, и если в структуре КУ присутствуют значительные проблемы, надзорный орган может отдать компании указание внести изменения в соответствии с кодексом КУ Китая» [2, р. 1]. Исследователями отмечается, что в этом Кодексе были учтены мировые практики и, в частности, «большое влияние оказал Объединенный Кодекс США и Великобритании» [4, р. 12].

Кодекс КУ «вводит важную норму об обязательном использовании процедур кумулятивного голосования для публичных компаний, в которых крупнейший акционер владеет более 30% капитала» [48]. Кодексом также предусмотрено ряд норм о прозрачности структуры собственности и сделок между аффилированными лицами [2], но он не содержит рекомендаций, которые могли бы закрыть недостатки законодательной базы Китая (например, в отношении порога участия, предоставления отчетности по МСФО и т.п.). Поэтому «эти обстоятельства снижают практическую значимость кодекса и рыночного регулирования КУ в целом» [48].

Также, в 2004 дополнительно был принят Временный кодекс КУ для финансовых организаций в связи с единой стандартизацией всех финансовых компаний, «для обеспечения

законных интересов акционеров, клиентов и иных заинтересованных лиц финансовых компаний, а также для защиты независимости и сохранности активов финансовых компаний» [16, р. 1].

Прозрачность

Наиболее существенное влияние на уровень прозрачности компаний в Китае оказало «совершенствование национальных стандартов отчетности, прошедшее несколько этапов и закончившееся принятием стандартов отчетности для коммерческих предприятий (Accounting Standards for Business Enterprises, ASBE) с января 2007 г.» [48]. Так как к формированию этих стандартов привлекались международные организации и консультанты, они получились достаточно близки к МСФО (отличия есть лишь в учете сделок с заинтересованностью в госкомпаниях, оценке основных средств, аренде земельных участков и т.п.). Недостатком законодательства с точки зрения регулирования процесса аудита «остаётся отсутствие требований к наличию органов независимого надзора над аудиторским процессом, ограничений на оказание неаудиторских услуг и обязательств по раскрытию стоимости услуг аудитора» [48]. Также отмечается, что в то время как требования по раскрытию информации даже котирующихся на бирже компаний небольшие, санкции за их ненадлежащее соблюдение достаточно слабые [10, р. 38].

Собственники и концентрация капитала

Китаю свойственен высокий уровень концентрации капитала: «в Гонконге 10 крупнейших семей контролируют треть корпоративного сектора» [3, р. 93]. При этом 50% котируемых компаний имеют единственного акционера или семью, контролирующую большую часть акций. Здесь также «распространено перекрестное владение акциями среди группы аффилированных компаний» [3, р. 94]. В том случае, если семья не является мажоритарием в компании, обычно ее представителем является ГД для сохранения контроля над корпорацией.

Другое исследование публичных компаний материкового Китая показывает, что «около 70% таких компаний контролируются государством, около 15% - крупными частными инвесторами и лишь 15% имеют распыленную структуру собственности» [48].

Подобное «преобладание государственной собственности в публичных компаниях привносит особую специфику в рыночную инфраструктуру китайских компаний» [48], однако в Китае, в отличие от России, более низкий уровень коррупции и многие из этих госкомпаний управляются не центральными, а региональными органами власти, поэтому обычных проблем, связанных с государственной собственностью, здесь меньше. Однако уже сейчас к китайскому правительству пришло понимание того, что необходимо снижать присутствие государства в

компаниях [10, р. 38] как минимум потому, что даже в Китае государство не может выступать в качестве эффективного собственника [19, р. 309].

НКК

Согласно Vermeulen E.P.M. [20, р. 145-147], в зависимости от формы собственности, в Китае можно выделить четыре вида НКК: государственные (в государственной собственности или в собственности государственных холдинговых предприятий), совместные предприятия, частные предприятия и АО. Такая классификация объясняется идущим сейчас процессом реформ в Китае, который прошел путь от плановой экономики до рыночной, и от тотального господства государственных предприятий до создания и развития негосударственных (совместных и частных предприятий), а затем и до равного соотношения государственных и негосударственных предприятий. Взлеты и падения этих двух видов предприятий (основные вехи которых представлены в параграфе «Государственная политика») привели к серьезным различиям в характере развития КУ в Китае.

Что касается частных предприятий, то в период 1993-2000 гг. (когда акцент политики Китая был направлен на создание рыночной экономики) они получили наибольшее развитие и распространение (в 2000 в них были заняты 65% городского населения). В это время в них существовала проблема чрезмерного инсайдерского контроля, но были также проблемы, связанные с непрозрачной «многоуровневой системой ЮЛ» (которая нарушала права миноритариев), нехваткой механизмов управления и контроля СД, тесные взаимоотношения между СД и управленцами [20, р. 147].

Государственная политика

До 1978 китайские компании развивались в условиях плановой экономики, коллективизма и равенства (под так называемой системой «большой миски риса»), где КУ характеризовалось тем, что была лишь одна форма собственности – государственная.

В периоде же с 1978 по 1992, постепенно произошло ослабление регулирования. Основной курс реформ государственных предприятий заключался в ослаблении контроля и концессии прибыли. При этом также начал развиваться частный сектор (преимущественно ремесленное производство и сельское хозяйство), появляться семейные фермерские хозяйства. Реформа села привела к появлению и быстрому развитию поселковых предприятий. Уже в 1992 доля производства этих предприятий в ВВП Китая составила 35% [20, р. 146].

Далее в период с 1993 по 2000 в Китае внимание уделяется формированию рыночной структуры и корпоративной реформе (закключающейся по сути в приватизации (хотя именно этот термин старательно избегался) или реформе государственных предприятий в виде следующих 4х

форм: «с передачей прав собственности сотрудникам; продажей; импортом негосударственных инвестиций для создания корпоративной системы; или сдачей в «аренду» для управления» [20, р. 147] (своего рода право хозяйственного ведения)). Масштабы приватизационного процесса, несмотря на свою «секретность», были чуть ли ни самыми большими в мире. «В период с 1995 по 2005 гг. почти 100 тысяч фирм стоимостью активов около 11,4 триллиона юаней были приватизированы» [8, р. 2] (а это две трети государственных компаний и активов). Но при этом, хотя и была сформирована основная структура КУ, институциональные проблемы еще больше усугубились: «одновременно имело место и чрезмерное вмешательство в управление собственников, и инсайдерский контроль управленцев» [20, р. 147]. Интересным моментом здесь является то, что в отличие от приватизированных предприятий в России, инсайдерский контроль в них не подразумевал наличие у инсайдеров большой доли акций [19, р. 309].

В практике же последних лет можно выделить следующие моменты:

- Реформирование системы управления государственными активами. В 2003 была создана Комиссия по наблюдению за государственными активами и управлению ими (SASAC), в обязанности которой входит «стратегическое развитие государственных предприятий, интенсификация корпоративной реформы, осуществление прав собственника от лица государства и улучшение КУ в государственных предприятиях» [20, р. 148].
- Истощение и потеря государственных активов через хищение государственного имущества (согласно проведенным исследованиям, «многие негосударственные компании использовали реформу государственных предприятий, чтобы присвоить себе их активы» [20, р. 149]).
- Создание системы, модели механизмов КУ. Во-первых, была сформирована необходимая правовая база, а, во-вторых, сформировалась модель КУ.

Институциональные инвесторы

Считается, что существующие банки и кредитные организации Гонконга функционируют должным образом и эффективно осуществляют риск-менеджмент [3, р. 93], но в целом в Китае пока еще не сформировалась достаточная «робастная база институциональных инвесторов» [10, р. 306]. При этом, хотя «банки владеют 10,2% акций от рыночной капитализации» [3, р. 95], они (и вообще институциональные инвесторы) пока мало участвуют в КУ Китая. Однако последние года банки начали отходить от пассивной роли раздачи кредитов на основе директив государственных органов, но «во многих случаях в них еще остается структура собственности и тип управления, препятствующие им действовать в исключительно коммерческих целях» [10, р. 38]. Особенно это касается четырех крупнейших банков Китая (активы которых в совокупности составляют более

половины активов всех банков страны [10, р. 38]), в отношении которых предпринимаются меры для превращения их в коммерческие структуры с современным уровнем КУ.

Институциональные инвесторы становятся все более значимыми, фонды закрытого и открытого типов повсеместно развиваются [10, р. 137] (их доля в рыночной капитализации в 2004 г. составляла 15-20%). Вообще считается, что в будущем роль институциональных инвесторов повысится, и правительство Китая способствует тому, чтобы страховые компании, ПФ и другие институциональные инвесторы активнее вкладывали в акции. Так, например, Китайская Комиссия по регулированию ценных бумаг несколько лет назад «предложила схему Qualified Foreign Institutional Investor, которая открывает рынок (с определенными ограничениями) для прямых иностранных институциональных инвестиций для большего спектра ценных бумаг» [10, р. 306], в частности, через продажу долей государства (а оно еще остается во многих случаях важным и порой даже мажоритарным акционером) в котируемых китайских компаниях [10, р. 38].

Что же касается пенсионной системы, то она в Китае двухуровневая: «пенсия состоит из базовой части и «обязательных» выплат из индивидуализированных счетов, кредитованных работником и работодателем» [29, с. 12] (они помещают на эти счета 8% своей зарплаты). Эта система была разработана для работающего населения городов, поэтому «пенсию в Китае получает только каждый четвертый человек пенсионного возраста» [29, с. 12]. В 2003 г. пенсионное страхование охватывало лишь 16% работающего населения Китая [10, р. 341].

Также помимо этих двух уровней пенсии есть система частного пенсионного страхования. Отметим, что хотя автономные ПФ в Китае составляют лишь 1% от ВВП страны (по данным на 2007 г.) и совокупные инвестиции в эти ПФ составляют лишь 11 миллиардов \$ (что является самым низким показателем среди стран БРИК) [29, с. 14]. Большая часть их активов (примерно 60%) вложена в акции, поэтому можно говорить о том, что в перспективе ПФ могут стать значимыми акторами в системе КУ Китая.

Также в Китае отмечается наибольшая концентрация крупных суверенных фондов. Крупнейший из них – Инвестиционная компания государственного валютного управления (SAFE Investment Company). Эта компания управляет золотовалютными резервами Китая и первые годы она «размещала свои активы в надежные, но низкооплачиваемые финансовые инструменты» [29, с. 18], однако с появлением в 2007 г. конкурирующей государственной компании China Investment Corporation (фонда, источниками которого являются прибыли китайских экспортеров), «она начала активно скупать акции и высоко-рискованные облигации и производить прямые инвестиции, в частности в компании нефтяной промышленности Западноевропейских стран (Total, BP, Royal Dutch Shell Plc)» [29, с. 18]. А вот фонд-конкурент две трети своего капитала размещает в Китае и предполагается, что Китайская Инвестиционная Корпорация в будущем будет

функционировать как ПФ, поэтому этот фонд можно считать активным участником системы КУ Китая.

3. Специфика КУ в странах БРИК

Чтобы перейти к дальнейшему анализу, приведем основные выводы по сходствам и различиям КУ в странах БРИК в виде сравнительного анализа КУ в этих странах по шести ключевым аспектам КУ.

Правовая среда и государственная политика

Во всех странах БРИК у правовых норм, регулирующих механизмы КУ, есть ряд значительных недостатков. Так, бразильское законодательство создает условия для появления ситуаций, когда большая часть акций компании – привилегированные, и у держателей этих акций есть весьма ограниченные права. В Индии права миноритариев слабо определены и существует слабая правовая база для процедур банкротства и ликвидации. Законодательство Китая предоставляет весьма ограниченную защиту прав миноритариев и оставляет большое поле для маневра и злоупотребления своими правами контролирующим акционерам (коим зачастую является государство), здесь также до сих пор не хватает закона о банкротстве, закона о конкуренции без монопольного доминирования и закона о поглощениях. Считается, что среди стран БРИК законодательство РФ определяет права миноритариев наиболее широко, однако хотя формально уровень защиты их интересов очень высокий, на практике российский бизнес характеризуется слабой защитой прав акционеров.

Камнем преткновения в странах БРИК является судебная система. В Бразилии она недостаточно эффективна, особенно в отношении коммерческих конфликтов между акционерами. В России также отмечается отсутствие эффективных судебных механизмов и недостаточный инфорсмент в области защиты прав собственности.

У каждой страны можно отметить и свои положительные особенности правовой системы, но особняком стоит индийское законодательство, основными преимуществами которого являются: ограничение количества исполнительных директоров в СД, обязательное наличие комитета по аудиту, четкое определение и защита экономических прав акционеров.

Модели КУ в Бразилии и Китае формировались без ориентации на какую-либо определенную классическую модель. В РФ приватизация и закон «Об акционерных обществах» (АО) предусматривали развитие корпораций скорее англо-саксонского типа, однако в

действительности складывающиеся правила КУ напоминают континентальную модель. Правовая инфраструктура Индии также ближе к англосаксонской системе права, чем к континентальной, однако КУ Индии, в отличие от российского, действительно движется в направлении сближения с англо-саксонской моделью. Интересно, что при этом правовую систему Бразилии и России можно скорее отнести к гражданскому праву, а Индии и Китая – к общему праву.

Важной вехой в становлении КУ в большинстве стран БРИК был процесс приватизации. В Бразилии он прошел в 1990-х, после падения военной диктатуры. В России после массовой ваучерной «инсайдерской» приватизации (1990-1994гг.) начался вялый процесс денежных продаж. В Китае тоже прошла хоть и «тайная», но широкомасштабная приватизация, которая однако лишь усугубила чрезмерное вмешательство в управление собственников, и инсайдерский контроль управленцев. В отличие от российских предприятий, инсайдерский контроль в Китае не подразумевал наличие у инсайдеров большой доли акций. Как и в России, процесс приватизации в Китае (начавшийся в 1993 г.) еще не окончен. Несколько иная ситуация обстоит в Индии, где назревший в 1980-ых годах кризис подтолкнул страну к коренному пересмотру своей политики. Запущенные процессы приватизации однако идут очень медленно и до сих пор продолжаются. Рост конкуренции, «отпуск» в 1992 г. цен на акции, приток иностранного капитала и дерегулирование банков подтолкнули движение в сторону англо-саксонской модели КУ.

Кодекс КУ и регулирование

Страны БРИК можно разделить на две группы: в Бразилии и Индии кодекс КУ существует с конца прошлого века (с 1999 и 1998 гг. соответственно) и неоднократно изменялся, а в России и Китае действующий в настоящий момент кодекс является первой и пока единственной редакцией (появился в 2002 и 2001 гг. соответственно). Нормы КУ, закрепленные в кодексах, носят рекомендательный характер, однако некоторые нормы обязательны по закону или предъявляются в качестве требований к котируемым на биржах компаниям.

Всем странам БРИК, за исключением Китая, характерна скорее однозвенная структура системы КУ, однако стоит отметить, что российское законодательство также предусматривает вариант двухуровневую структуры.

Что касается рынка капитала (и фондового рынка в частности), в Бразилии он небольшой и неликвидный; в РФ фондовый рынок тоже недостаточно развит; в Индии же фондовый рынок значительно отличается – он насчитывается свыше 7 тыс. компаний, акции которых прошли листинг; на рынках Китая сейчас уже котируется свыше тысячи компаний.

Также огромное влияние на развитие моделей КУ оказывает государственное регулирование. В Китае, как ни странно, масштаб влияния регулирования на механизмы КУ самый низкий среди

стран БРИК. В Бразилии и России оно может быть охарактеризовано как умеренное, а вот в Индии (о чем свидетельствует история резких изменений КУ в этой стране) – весьма значительное.

При этом в России и Китае государство по-прежнему играет важную роль в качестве крупного акционера во многих компаниях, в то время как в Бразилии и Индии масштаб участия государства в компаниях умеренный.

Прозрачность бизнеса

Прозрачность компаний во многом зависит от применяемых стандартов предоставления отчетности. В Бразилии обязательство предоставлять отчетность по МСФО/ОПБУ США распространяется только на компании, включенные в котировальный лист Novo Mercado на BOVESPA. В России – лишь на 22 АО из котировальных листов А1 и А2. В Китае в 2007 г. были приняты стандарты отчетности для коммерческих предприятий, достаточно близкие к МСФО, однако фактически требования по раскрытию информации даже для котирующихся на бирже компаний небольшие, а санкции – слабые. В Индии приняты свои стандарты бухгалтерской отчетности, несколько отличные от МСФО, но, так как индийские стандарты тяготеют к ОПБУ США, они представляют в целом адекватную оценку деятельности компаний, и в Индии можно говорить о довольно высоком уровне раскрытия информации публичных АО.

Полный переход на МСФО в Индии предполагается завершить в 2011 г., а в Бразилии все крупные компании должны перейти на МСФО к 2010 г. В России же обязательно использование российских стандартов бухгалтерского учета, которые не отвечают требованиям современного бизнеса, и в ближайшем будущем переход на МСФО здесь не предвидится.

Собственники и концентрация капитала

Для всех стран БРИК характерна достаточно высокая концентрации собственности.

Главной характеристикой бразильской структуры КУ является почти абсолютная власть семьи или контролирующего акционера. Бразилии также характерны пирамидальные структуры и преобладание неголосующих привилегированных акций, что приводит к ситуации, когда большинство компаний находятся под абсолютным контролем акционера, имеющего скромное экономическое участие. Преобладание бизнес-групп, зачастую семейных также характерно для Индии. При этом в Индии существуют условия для потенциально нормального функционирования рынка корпоративного контроля, т.к. зачастую контроль возможен уже при владении 12-20% голосующих акций.

Россия и Китай характеризуются особенно высокой концентрацией собственности. Среди крупных котирующихся компаний в РФ как минимум в половине есть мажоритарный акционер. Крупным акционером зачастую является государство, реже – промышленное предприятие или

финансовая компания. Публичные компании Китая тоже зачастую контролируются государством и лишь редко – крупными частными инвесторами. В Китае и Индии также достаточно распространено перекрестное владение акциями среди группы аффилированных компаний.

НKK

В Бразилии выделяются следующие типы НКК: семейные, государственные и дочерние компании транснациональных корпораций. Господствующей формой организации в Бразилии являются бизнес-группы, контролируемые семьей. В Китае выделяется четыре вида НКК: государственные, совместные предприятия, частные предприятия и АО. В Индии среди НКК тоже весьма распространены частные НКК, а именно семейные. Среди же НКК в РФ наиболее часто встречаются компании, принадлежащие устоявшимся коалициям собственников (организованным командам бизнес-партнеров). При этом в РФ, как и в других странах БРИК, достаточно широко распространены пирамидальные структуры собственности. Особенно важную роль холдинговые структуры играют в Бразилии и Индии, где инсайдерский контроль зачастую оказывается у головной компании холдинга.

Институциональные инвесторы

В РФ институциональные инвесторы (хоть они и малочисленны) представлены в основном банками, страховыми компаниями и зарубежными инвесторами. В Китае банки и кредитные организации функционируют должным образом пока лишь в Гонконге Правительство КНР способствует тому, чтобы страховые компании, ПФ и другие институциональные инвесторы активнее вкладывали в акции. В Индии важную роль играют банки и другие институциональные инвесторы (которые здесь зачастую выступают в роли акционеров с блокирующим пакетом акций), такие как иностранные портфельные инвесторы и фонды взаимных инвестиций.

Серьезное влияние на модернизацию механизмов КУ в странах БРИК также могут оказать и ПФ. ПФ в РФ пока проявляют недостаточно высокую активность, однако после проведения в 2002 г. пенсионной реформы, началось развитие частных фондов. В перспективе в Китае ПФ тоже могут стать значимыми акторами в системе КУ – в этой стране уже отмечается наибольшая концентрация крупных суверенных фондов. В Бразилии, по данным на 2004 г., уже насчитывалось 358 ПФ – они консультируют предприятия при IPO, выступают в качестве акционеров, так что примерно 30% активов ПФ вложено в акции. А вот в Индии большее влияние будут оказывать скорее не национальные ПФ, а крупнейшие иностранные ПФ, которые уже активно инвестируют в акции индийских компаний.

Итак, в целом для стран БРИК характерны следующие особенности КУ: высокий уровень концентрации собственности, широкая распространенность различных холдинговых структур, относительно небольшая история (КУ в этих странах – явление достаточно молодое, начало проведения приватизации в них пришлось на 90-е гг., а первые кодексы КУ появились лишь около десятилетия назад), недостаточный уровень защищенности прав акционеров, высокая роль инсайдерского контроля.

В остальном же системы КУ среди стран БРИК различны – модель каждой страны обладает национальными чертами. Так, например, к ключевым особенностям российской модели КУ обычно относят: слабую роль традиционных «внешних» механизмов КУ (рынка ценных бумаг, банкротства); значительную долю государства в акционерном капитале крупных компаний (и вытекающие отсюда проблемы управления и контроля); федеративное устройство и активную «роль региональных властей как самостоятельного субъекта корпоративных отношений» [39]; «неэффективный и/или выборочный (политизированный) государственный инфорсмент (при сравнительно развитом законодательстве в области защиты прав акционеров)» [39]; организацию бизнеса в форме группы компаний; совмещение функций менеджера и собственника; «самофинансирование» [42, с. 60]. В целом же если сравнивать инфраструктуру КУ стран БРИК, то в России она обладает скорее средним уровнем эффективности (РФ уступает в этом отношении Индии и Бразилии) в силу значительного государственного участия в акционерной собственности и ограниченности финансовых рынков.

4. Факторы изменения КУ

Модели КУ постепенно трансформировались, изменялись с течением времени. Что способствовало этому процессу? В первую очередь, становление как такового КУ в странах с переходной экономикой связано с процессами приватизации и/или либерализации. Второй момент – это развитие рынка корпоративных ценных бумаг («подвижки снизу»: растущие потребности компаний в дополнительном притоке инвестиций и, соответственно, требования их инвесторов и кредиторов, стремящихся снизить свои риски). И, наконец, влияние (вначале основополагающее, а затем лишь поддерживающее, вторичное) также оказывает изменение правовой среды (законотворчество, влияние на КУ «сверху вниз») и институциональной среды (появление ассоциаций, профессиональных сообществ, развитие фондов и т.п.).

Можно выделить два типа сил, влияющих на КУ в переходных экономиках: способствующих развитию КУ и препятствующих этому. К экономическим агентам, способствующим развитию КУ, относятся как те фирмы, которым требуются дополнительный приток капитала (в том числе

корпорации, ищущие новые нетрадиционные источники капитала); и собственно государственные структуры, являющиеся традиционными источниками (главным образом национальные банки развития), так и поставщики капитала (основные институциональные инвесторы (особенно ПФ и иные инвесторы с «длинными деньгами») как из развитых стран ОЭСР, так и собственно из стран с переходной экономикой) [14, p. 25].

К стороне, не заинтересованной в повышении уровня КУ и, соответственно, препятствующей этому, относятся многие крупные акционеры и другие инсайдеры (как из частного, так и из государственного сектора), т.к. они зачастую получают выгоду от контроля над компаниями. Сила этих агентов поддерживается еще и тем, что многие из них «окопались» с помощью местных бизнес-групп, чья деятельность приносит для экономики и общества этих стран больше вреда, чем пользы.

В итоге в странах, где управление преимущественно основано на связях и взаимоотношениях, а также существуют высокие политические риски и сильные бизнес-группы или картели, хорошее КУ невозможно без эффективной политики в стране, и наоборот. Иными словами, развитие КУ будет возможно только после перехода от «частных правил игры» к фактическому главенству закона как в государственных органах, так и в корпорациях [14, p. 25-26].

Что еще более важно (особенно в свете мирового экономического кризиса последних лет) – страны БРИК включены в процессы глобализации с открытием рынков для активного участия иностранных инвесторов, развития фондовых рынков и в итоге конвергенции моделей КУ. Эти страны стали более зависимыми от флуктуаций (кризисов) на мировом рынке. С одной стороны, как показывает история развития КУ в странах БРИК, положительной стороной кризиса является его «отрезвляющее» воздействие (приходит осознание основных проблем и понимание острой необходимости в переменах, что, в частности, означает совершенствование КУ). С другой, – чем более открыта страна и больше в ней иностранного капитала, тем скорее она подвержена негативным воздействиям. «Закрывать», защитить экономики от влияния «соседей» уже не получится, страны стали слишком зависимы друг от друга – назад пути нет. Следовательно, мировой экономический кризис создает стимулирующие условия для конвергенции моделей КУ и приведения его правил к некому единому стандарту.

5. Карта групп моделей КУ

Отметим, что ни в одной из стран с переходной экономикой модель КУ пока не может быть определена однозначно – в них не доминирует ни одна из классических моделей КУ. С одной стороны, рынки капиталов в этих странах (за исключением разве что Польши [40] и Индии [42, с.

25]) еще недостаточно развиты, чтобы эффективно осуществлять регулирование в этой сфере (в этих странах вообще «существует сравнительно небольшое число компаний, акции которых допущены к обращению на национальных и международных фондовых биржах» [42, с. 25]), и, следовательно, их нельзя отнести к англо-саксонской модели КУ. С другой стороны, казалось бы, что в странах с переходной экономикой большую роль играют крупные финансовые институты, как в континентальной модели. Однако и к этой классической модели КУ эти страны вряд ли можно отнести, т.к. в них преобладают инвестиционные фонды («которые являются портфельными инвесторами и почти не заинтересованы в активном участии в КУ» [40]), а не банки (как в японской и германской моделях КУ).

Тем не менее, «в большинстве стран с переходной экономикой в качестве цели была принята (в том числе в законодательстве) именно континентальная модель, которая представляется более приемлемой для этих стран, так как подразумевает существенную роль стратегических инвесторов, которые, особенно иностранцы, приносят в компанию не только капитал, но также и новую культуру управления, поведения компании в окружающей среде, новые технологии и т.д.» [40]. Вероятно, в условиях, когда использование внешнего контроля (в силу недостаточной развитости национального фондового рынка) ограничено и неэффективно, тяготение к этой модели связано с желанием усилить контроль со стороны собственников за исполнительным органом, менеджментом компаний. Фактически «во многих странах... инсайдеры играют важную роль в структуре собственности крупнейших компаний» [42, с. 25], возникла «инсайдерская» модель КУ [25], характерная совмещением функций владения и управления, которая обусловлена высокими затратами на удержание собственности.

В стратегическом менеджменте и маркетинге в последнее время нашел широкое применение метод изучения профиля, первым этапом которого является составление перечня критериев. Суть данного метода заключается в следующем: «рассматривается соответствие объектов исследования по каждому из установленных критериев и дается оценка, которая может быть представлена графически» [32, р. 3]. Метод перечня критериев позволяет составить профиль объекта исследования (или многоугольник сравнительных характеристик) – выбранные характеристики (направления) представляются графически в виде векторов многоугольника. Обычно подобный метод используется в стратегическом менеджменте для определения профиля сотрудников, компании или отрасли. Профилем называется сумма характеристик, в нашем случае – сумма характеристик моделей КУ. Накладывая многоугольники друг на друга, можно понять, насколько похожа одна модель на другую.

Учитывая результаты анализа в разделе 3, были выбраны 17 основных характеристик, отражающих специфику моделей КУ. Далее модели КУ в странах БРИК были сопоставлены по

этим характеристикам с помощью метода перечня критериев (см. Табл. 1) с тем, чтобы выявить сходство и различия этих моделей. Оценка параметров была произведена на основе предшествующего анализа. Наибольшее количество совпадений в особенностях моделей обнаружено между Бразилией и Индией, а наименьшее – между Россией и Индией (см. Табл. 2). Чтобы наглядно продемонстрировать выявленную близость моделей КУ Бразилии и Индии и, наоборот, разобщенность, моделей КУ России и Индии, на схемах были попарно изображены соответствующие профили моделей КУ (см. Рис. 1 и 2), где видно 10 и 3 прямых совпадения соответственно.

Таблица 1

Сравнительный анализ моделей КУ в странах БРИК

№	Параметр	Страны БРИК				Код
		Бразилия	Россия	Индия	Китай	
1.	История развития кодекса КУ 1. первый был принят в конце 90-ых и постоянно обновляется, 2. принят в начале текущего века и пока остается без изменений	1	2	1	2	Б, Д
2.	Период проведения приватизации 1. 90-е, 2. началась в 90-ых и до сих пор продолжается, 3. началась в 90-ых и идет очень медленно	1	2	3	2	Д
3.	Правовая система 1. гражданское право, 2. общее право	1	1	2	2	А Е
4.	Ориентация на классическую модель КУ 1. англо-саксонская, 2. континентальная, 3. нет	3	3	1	3	А, В, Д
5.	Структура системы КУ 1. однозвенная, 2. двухзвенная система	1	1	1	2	А, Б, В
6.	Стандарты отчетности 1. близкие к МСФО, 2. скоро будут соответствовать МСФО, 3. в ближайшем будущем будут оставаться отличными от МСФО	2	3	2	1	Б
7.	Уровень прозрачности компаний 1. выше среднего, 2. средний, 3. ниже среднего	2	3	1	2	В
8.	Уровень развития фондового рынка 1. скорее выше среднего, 2. средний, 3. скорее ниже среднего	2	3	1	2	В
9.	Уровень концентрации акционерной собственности 1. высокий, 2. средний, 3. низкий	1	1	1	1	А, Б, В, Г, Д, Е
10.	Развитость холдинговых структур (1. широко распространены, 2. не распространены)	1	1	1	1	А, Б, В, Г, Д, Е
11.	Типы холдинговых структур 1. бизнес-группы и холдинги, 2. семейные конгломераты	2	1	2	1	Б, Д
12.	Наличие перекрестного владения акциями 1. скорее есть, 2. скорее нет	2	2	1	1	А, Е
13.	Влияние регулирования на механизмы КУ 1. сильное, 2. среднее, 3. слабое	2	2	1	3	А
14.	Масштаб участия государства в компаниях 1. большой, 2. средний, 3. низкий	2	1	2	1	Б, Д
15.	Участие пенсионных фондов в акционерном капитале 1. скорее значительное, 2. скорее незначительное	1	2	1	2	Б, Д
16.	Наиболее распространенные типы НКК 1. государственные, 2. семейные, 3. частные	2	3	2	2	Б, В
17.	Тип инсайдерского контроля 1. преимущественно у менеджеров, 2. преимущественно у головной компании холдинга, 3. преимущественно у мажоритариев	2	3	2	1	Б

Прим.: Буквы алфавита использованы для условного сквозного обозначения зон попарного сравнения стран для данной таблицы, а также последующих Табл. 2 и Рис. 2.

Таблица 2

Оценка схожести моделей КУ среди стран БРИК

Код	Сравниваемые страны	Количество совпадений (из 17 возможных)		Оценка совпадения моделей
		Прямых	Прямых и относительных	
А	Бразилия – Россия	7	10,5	Есть некоторые сходства
Б	Бразилия – Индия	10	12	Во многом похожие
В	Бразилия – Китай	6	9,5	Есть некоторые сходства
Г	Россия – Индия	3	4	Во многом разные
Д	Россия – Китай	8	10	Есть некоторые сходства
Е	Индия – Китай	5	6	Во многом разные

Прим.: Прямые совпадения – полное совпадения значений параметров в Табл. 1. Косвенные совпадения – условные (близкие по своей сути) совпадения параметров в Табл. 1 (одно косвенное совпадение в количестве совпадению засчитывается с весом 0,5).



Рисунок 1. Профили моделей КУ Бразилии и Индии.

Прим.: ● - точки прямых совпадений характеристик анализируемых моделей КУ.



Рисунок 2. Профили моделей КУ России и Индии.

Прим.: ● - точки прямых совпадений характеристик анализируемых моделей КУ.

Руководствуясь этими результатами, мы создали карту групп моделей КУ в странах БРИК (см. Рис. 3), на которой показаны пересечения (сходства) моделей. Представленная здесь карта групп – это симбиоз двух методов: карты стратегических групп и диаграммы Венна-Эйлера. Карта стратегических групп (или карта конкурентных позиций) – это карта, при составлении которой необходимо: 1. установить весь спектр характеристик; 2. нанести фирмы на карту; 3. объединить фирмы, попавшие примерно в одно пространство, в стратегические группы [32, р. 4]. Диаграмма Венна – это «один из видов графических организаторов, позволяющий провести анализ и синтез при рассмотрении двух и более предметов (явлений, фактов, понятий)» [23]. Таким образом, карта групп моделей КУ позволяет проанализировать модели КУ исследуемых стран на предмет сходства (пересекающиеся области на Рис. 3 соответствуют коду соответствия моделей в Табл. 1 и 2) и провести их классификацию (выделить группы моделей КУ).

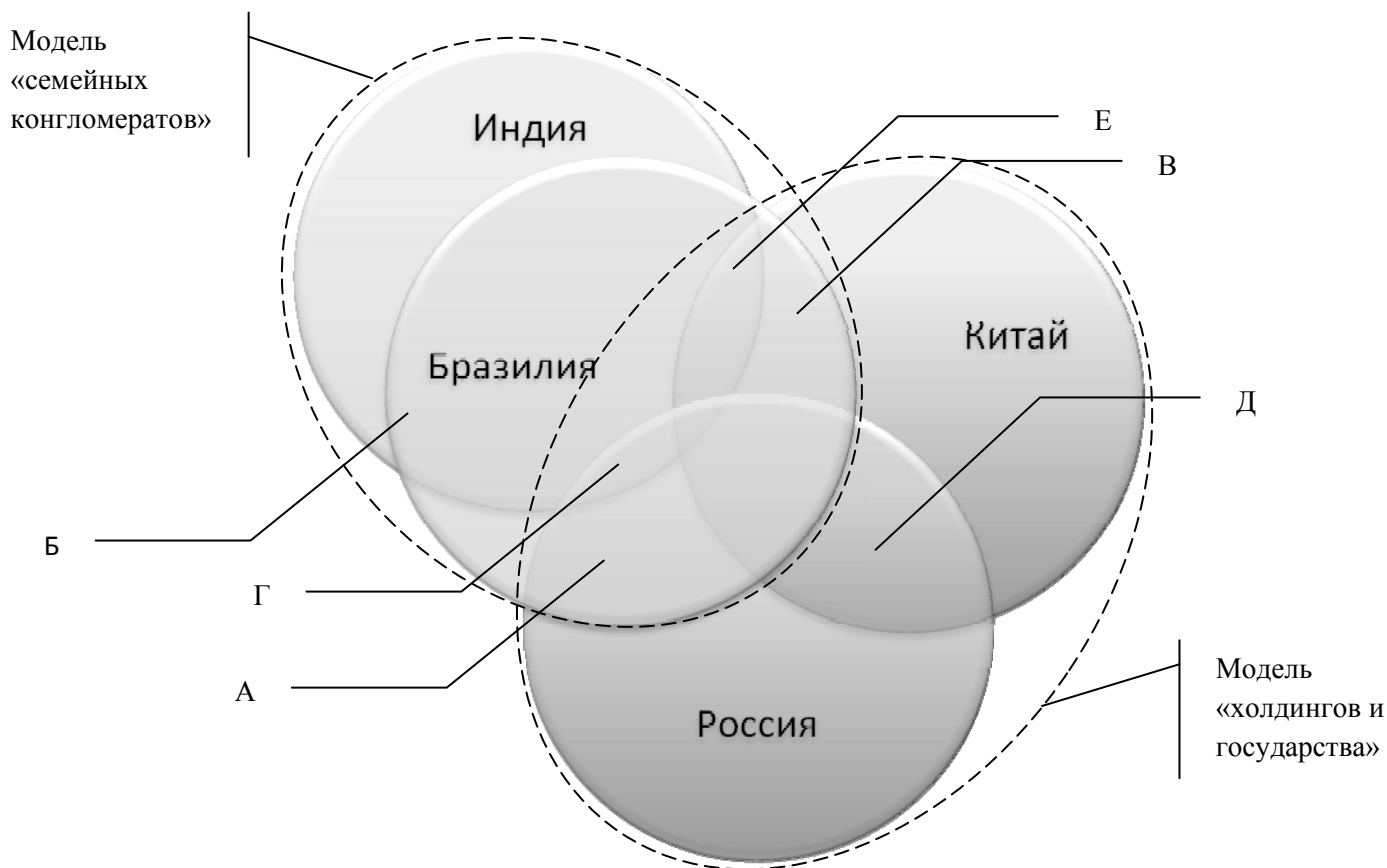


Рисунок 3. Карта групп моделей КУ в странах БРИК

На основе этой карты групп, в странах БРИК можно условно выделить два типа моделей КУ: модель «семейных конгломератов», присутствующую в Индии и Бразилии, и модель «холдингов и государства», присущую России и Китаю. Первая характеризуется, как следует из названия, широким распространением семейных конгломератов, а также относительно более высоким уровнем развития фондового рынка, активности институциональных инвесторов и прозрачности компаний, средним уровнем вмешательства государства и более динамичным развитием стандартов КУ. Второй же модели свойственно значимое участие государства в деятельности компаний, во многом связанное с затяжной приватизацией, более низкий уровень прозрачности компаний, развития фондового рынка и вообще эффективности инфраструктуры КУ, а также широкое распространение различных холдинговых структур (особенно бизнес-групп). Но в отличие от первой модели, модель «холдингов и государства» далеко не так однородна, поэтому при изучении моделей КУ в странах БРИК стоит говорить и о национальных чертах каждой из этих моделей.

6. Заключение

Подведем итоги. В данной работе были рассмотрены модели КУ в странах БРИК, выявлены их национальные особенности, сходства и различия, определены основные силы и драйверы изменения. Далее было проведено изучение профилей моделей КУ на основе перечня критериев и, в итоге, с помощью карты групп была предложена типология моделей КУ: модель «семейных конгломератов», свойственная Индии и Бразилии, и модель «холдингов и государства», характерная для России и Китая.

Анализ подтвердил выдвинутые нами гипотезы. Происходит унификация стандартов КУ (многие положения кодексов КУ разных стран перекликаются между собой), страны постепенно переходят к более совершенным и единым системам отчетности (все страны БРИК, кроме России, в скором времени будут предоставлять отчетность по МСФО или близким к ним стандартам), правовая база стран совершенствуется с учетом общемировых норм. Во многом этому процессу способствуют международные институциональные инвесторы. В то же время, уровень КУ в странах БРИК недостаточно высок, а его развитие зависит не только от экономических, но и иных факторов.

В настоящий момент среди стран БРИК Россия занимает по уровню развития КУ в лучшем случае третье место. Вероятно, при формировании российской модели КУ, стоит больше внимания уделять не только западным практикам (принятым в США или странах ОЭСР), но и опыту стран с переходной экономикой (особенно тех стран, которые в настоящий момент достигли больше успехов в сфере КУ и развития экономики в целом, чем Россия).

Приложения

Приложение 1. Принятые аббревиатуры и сокращения

АО – акционерное общество

ГД – генеральный директор

ККП – кодекс корпоративного поведения

КУ – корпоративное управление

НKK – некотируемая на бирже компания

ОЭСР – Организация экономического сотрудничества и развития

ПФ – пенсионные фонды

СД – совет директоров

Приложение 2. Особенности КУ в странах БРИК

Показатели		Страны БРИК				
		Бразилия	РФ	Индия	Китай (включая Гонконг)	
Кодекс КУ [11]	Появление кодекса КУ (первая редакция)	1999	04.2002 (Кодекс корпоративного поведения)	04.1998	01.2001 (но 01.2004 также появился Временный кодекс КУ для финансовых организаций)	
	Предпоследняя редакция	03.2004		02.2000		
	Действующая редакция [см. 1]	09.2009		12.2009		
	Обязательность соблюдения норм		Добровольно	Добровольно	Добровольно (но многие нормы обязательны по закону)	Добровольно (но основные требования обязательны для всех котируемых на бирже компаний)
	Комитеты в СД	Обязательные для котируемых АО	Комитет по аудиту/ревизионной комиссии [48], а для компаний из котируемого листа А - еще и комитет по кадрам и вознаграждениям [30]	Комитет по аудиту [44, с. 7], а для эмитентов из котируемых листов А1 и А2 – еще и комитет по кадрам и вознаграждениям [45, с. 1]	Комитет по аудиту и комитет по рассмотрению жалоб акционеров [48]	-
		Рекомендуемые	Комитет по аудиту, комитет по компенсациям (или комитет по управлению человеческими ресурсами), комитет по КУ, финансовый комитет, комитет по развитию [1, р. 44]	Комитет по стратегическому планированию, аудиту, кадрам и вознаграждениям, урегулированию корпоративных конфликтов, а также этике [28, пп.4. п.4]	Комитет по номинациям, комитет по вознаграждениям, комитет по аудиту [5, pp. 13-17]	Комитет по корпоративной стратегии, комитет по аудиту, комитет по номинациям, комитет по оценке и вознаграждениям [2, р. 7]
Приватизация	Причины (почему стало возможным проведение приватизации) [48]	Падение военной диктатуры (1985)	Проведение демократических реформ в СССР и России (1986-1991)	Разгосударствление экономики (1992)	Оттепель (1980-1990)	
	Период проведения	В 1990-х	С начала 1990-х (спонтанная приватизация) по 1992-1994 (массовая, ваучерная приватизации) [42], до сих пор идет вялая денежная приватизация	С 1992 – идет очень медленно и до сих пор не закончилась	С 1993 и до сих пор продолжается (властями не ставилась задача широкомасштабной приватизации госсектора)	

Показатели	Страны БРИК			
	Бразилия	РФ	Индия	Китай (включая Гонконг)
Индекс коррупции на 2007 г. (значения ниже 5 соответствуют высокому уровню коррупции) [48]	3,5	2,3	3,5	3,5
Средние темпы роста экономики за 2007-2010 гг. [48]	3,9%	6,9%	8,6%	10,4%
Правовая система	Гражданское право [9, р. 246] / романский подвид континентальной системы права [48]	Гражданское право / германский подвид континентальной системы права [48]	Общее / прецедентное право / англо-саксонская [9, р. 246]	Неоднозначно (тяготеет скорее к общему праву / германский подвид континентальной системы права [48])
Уровень защиты прав миноритарных акционеров	Низкий (также как и защиты прав владельцев привилегированных акций [48])	Формально очень высокий (а крупных акционеров – сравнительно невелик) [47], на практике – нет	Существенный (выше, чем уровень защиты прав инвесторов)	Существенный
Масштаб влияния регулирования на механизмы КУ [48]	Выше среднего	Ниже среднего	Большой	Низкий
Ориентация на классическую модель КУ	Скорее нет	Скорее нет (но «российское законодательство позволяет использовать обе модели» [47])	На англо-саксонскую	Скорее нет
Система уровней КУ (есть ли наблюдательный совет)	Однозвенная (только СД)	Однозвенная (только СД)	Однозвенная (только СД), а на практике фактически бывает и просто ГД	Двухзвенная модель (есть СД и наблюдательный совет) или ГД с внешним наблюдательным советом (в случае ряда крупных государственных компаний)

Показатели		Страны БРИК			
		Бразилия	РФ	Индия	Китай (включая Гонконг)
СД	Наличие независимых директоров в СД	Большинство членов СД должны быть независимыми [22]	Рекомендуется (для котирующихся АО – обязательны (3 независимых директора обязательны для котирующихся АО, занесенных в лист А, а 1 независимый директор – для АО из листов Б и В)) [30]	Обязательно (для котируемых АО: 1/2 - если председатель СД исполнительный директор; 1/3 - если неисполнительный) [14, р. 149]	В Гонконге – обязательно [3, р. 97] (более того – «если независимый неисполнительный директор уходит в отставку, то компания должна известить биржу о причинах такого шага» [22])
	Участие кредиторов в СД	В кодексе [1, р. 54] рассматриваются как стейкхолдеры, а на практике могут выступать в качестве крупных акционеров (участвовать в СД)	На практике могут выступать в качестве крупных акционеров (участвовать в СД)	Если не являются ее акционерами и компания вовремя выплачивает обязательства, они не должны претендовать на место в СД [22]	В кодексе [2, pp. 9-10] рассматриваются как стейкхолдеры
Уровень концентрации капитала	Общая оценка	Достаточно высокий	Высокий	Высокий	Высокий
	Доля иностранных инвесторов	22,1 % [14, р. 73]	10-12%	NA	NA
	Доля государства	NA	10-15% [24]		4,8% [3, р. 96]
	Доля финансовых институтов	38 % [14, р. 73]	NA		5,9% [3, р. 96]
	Доля частных инвесторов	18,5 % [14, р. 73]		NA	
	Доля семейных предприятий	NA		более 70% [20, р. 174]	71,5% [3, р. 96]
	Уровень концентрации (есть один крупный акционер) по 10 крупнейшим фирмам	31% [13]	почти 60%	38% [13]	много выше 50% [3, р. 93]

Показатели		Страны БРИК			
		Бразилия	РФ	Индия	Китай (включая Гонконг)
Доля компаний без акционеров с блокирующим пакетом (свыше 25%) (в котируемых компаниях / в НКК)		7% (среди компаний, входящих в листинг BOVESPA) [48] / NA	13 % / 30 % [20, p. 49, 51]	NA	NA
Типы собственников блокирующего пакета (свыше 25%) (в котируемой компании / в НКК)	Государство	8% [48] / NA	60 % / 43 % [20, p. 50, 52]	20% [48] / NA	свыше 67 % [3, p. 93]
	Семья	53% / NA	0 % / 11 %	54% [48] / NA	
	Промышленная компания	NA	17 % / 14 %	NA	NA
	Финансовая организация		7 % / 2 %		
	Иностранные инвесторы	18% / NA	NA	16% [48] / NA	
Наиболее распространенные типы НКК [17]		Семейные компании, государственные компании и дочерние компании международных организаций	Преимущественно частные компании, ООО и АО, принадлежащие устоявшимся коалициям собственников (организованным командам бизнес-партнеров)	Преимущественно семейные компании	
Развитость холдинговых структур		Большая «распространенность пирамидальных структур» [48] и бизнес-групп (под контролем семей)	Встречаются очень часто (но зачастую в виде скрытых зависимостей холдингового типа [42, с. 44])	Широко распространены отраслевые конгломераты (под контролем семей) [17]	Широко распространены различные холдинговые структуры (но конгломераты, подконтрольные бизнес-семьям, встречаются редко [3, p. 95])
Наличие перекрестного владения акциями		NA	NA	Распространены (внутри «бизнес-домов»)	Распространены (внутри группы аффилированных компаний)

Показатели		Страны БРИК			
		Бразилия	РФ	Индия	Китай (включая Гонконг)
Инсайдерский контроль	Важность	Важен	Очень важен	Важен	Очень важен
	Кому в основном принадлежит	Бизнес-семьи в головных компаниях бизнес-групп и мажоритарии	Мажоритарии и менеджеры [42, с. 38])	Бизнес-семьи в головных компаниях конгломератов [17, р. 254]	Менеджеры и мажоритарии
	Можно ли иметь контроль без мажоритарного пакета	Да [42, с. 25]	Нет	Нет	Да [19, р. 309]
Уровень развития фондового рынка	Названия основных бирж	Sao Paulo Stock Exchange (или Bovespa)	1. РТС (Российская торговая система), 2. ММВБ (Московская межбанковская валютная биржа)	National SE	1. Шэньчжэньская фондовая биржа (SZSE), 2. Шанхайская фондовая биржа (SSE), 3. Гонконгская фондовая биржа (HKSE)
	Год создания фондовой биржи	1890	1. 1995; 2. 1992	1992 (1994 – начало операций)	1. 1990; 2. 1990; 3. 1947
	Число компаний, котирующихся на бирже	399 (в 2002 г.) [14, р.30]	1. Свыше 150; 2. Свыше 230 (2009 г.)	6 459 (в 2002 г.) [14, р.31]	1. 1060 (2010 г.); 2. 884 (2010 г.); 3. 1135 (2005 г.)
	Годовая рыночная капитализация, млн. \$	126 761 (в 2002 г.) [14, р.30]	2. 738 000 (2009 г.)	270 300 (в 2002 г.) [14, р.31]	3. 1 144 000 (2006 г.)
	Доля годовой рыночной капитализации от ВВП	25 % (в 2002 г.) [14, р.30]	NA	53,9% (в 2002 г.) [14, р.31]	NA
	Среднедневной объем торгов (% от капитализации национального рынка) [48]	2,5 %	3,5 %	4,7 %	7,5 %
	Условный размер ликвидного рынка [48]	Сотни компаний	Несколько десятков компаний	Тысяча компаний	Сотни компаний

Показатели		Страны БРИК			
		Бразилия	РФ	Индия	Китай (включая Гонконг)
Пенсионные фонды	Участие пенсионных фондов в акционерном капитале	Есть, 15% акций АО, котирующихся на Bovespa, принадлежат ПФ [14, p. 65]	Есть, но не очень значительное	Есть [14, p. 9-10]	Есть, но не очень значительное
	Пенсионная реформа	-	2002 г. (у трудовой пенсии 3 части: базовая, страховая и накопительная)	-	1997 г. [10, p. 137] (у трудовой пенсии 2 части: базовая и обязательные выплаты)
	Размер активов ПФ	165 млрд. \$ (2006 г.) [7, p. 93]	798 млрд руб. (апрель 2009 г.) [36]	N/A	N/A
	Частная система пенсионного обеспечения	Весьма эффективная система независимых некоммерческих ПФ [7, p. 84]	Начинает развиваться система негосударственных ПФ (на апрель 2009 г. в РФ их было 164 [36])	-	Существует
	Ограничения по портфельным инвестициям ПФ	Минимальные, значимым ограничением являются лишь вложения в иностранные ценные бумаги – лишь 3% [7, p. 80]	Значительные (частные ПФ могут вкладывать в акции крупных российских компаний, пенсионные резервы – во все котирующиеся компании, а пенсионные накопления – только в список А1)	N/A	N/A
	Совокупные инвестиции в автономные ПФ (2006 г.), млн. \$ / % от ВВП / % от мирового объема инвестиции в автономные ПФ [29, p. 14]	165 937 / 17% / 0,98%	15 476 / 2% / 0,09 %	50 659 / 5% / 0,30%	11 418 / 1% / 0,07%

Показатели		Страны БРИК				
		Бразилия	РФ	Индия	Китай (включая Гонконг)	
Крупнейшие суверенные фонды (год создания) и величина их активов [29, р. 15] на 2008 г.		<ul style="list-style-type: none"> • Суверенный Фонд Бразилии – 5,9 млрд. \$ • ПФ Previ – 77,6 млрд. \$ • ПФ Petros – 22 млрд. \$ • ПФ FUNCEF – 18 млрд. \$ 	<ul style="list-style-type: none"> • Резервный фонд и Фонд национального благосостояния РФ (2008) – 225,1 млрд. \$ 	<ul style="list-style-type: none"> • Индийский Employees' Provident Fund – 43,1 млрд. \$ 	<ul style="list-style-type: none"> • Инвестиционная Компания Китая – 311,6 млрд. \$ • Китайская Инвестиционная Корпорация (2007) – 200 млрд. \$ • Инвестиционный портфель монетарного агентства Гонконга (1998) – 173 млрд. \$ • Национальный Фонд социального Страхования Китая (2000) – 74 млрд. \$ 	
Уровень открытости		Средняя	Ниже среднего	Выше среднего	Средняя	
Прозрачность / открытость компаний	Стандарты отчетности [48]	Близкие ли к МСФО	Нет, но в целом адекватно отражающие экономическую деятельность	Нет и в наименьшей степени отвечают интересам инвесторов	Нет, но в целом адекватно отражающие экономическую деятельность	Да
		Срок перехода на МСФО	2010 г.	В ближайшее время не планируется	2011 г.	2007 г.
	Недостающие обязательства по раскрытию информации [48]	Отчет о движении капитала и сегментная отчетность	Сведения о фактическом владельце и отчетность в МСФО	Информация о сделках с заинтересованностью и консолидированная отчетность [14, р. 138]	Стоимость услуг аудитора (и наличие органов независимого надзора над аудиторским процессом, ограничения на оказание неаудиторских услуг)	

Список использованной литературы

1. Code of Best Practice of Corporate Governance (4th edition). The Brazilian Institute of Corporate Governance (IBGC): September 2009. 74 p.
http://www.ecgi.org/codes/documents/ibcg_sep2009_en.pdf
2. Code of Corporate Governance for Listed Companies in China. China Securities Regulatory Commission: January 2001. 11 p. http://www.ecgi.org/codes/documents/code_en.pdf
3. Corporate Governance in Asia. A Comparative Perspective. OECD: 2001. 447 p.
4. Corporate Governance in Emerging Markets – Enforcement of CG in Asia. The unfinished agenda. OECD: 2007. 124 p. www.sourceoecd.org/governance/9789264035508
5. Corporate governance. Voluntary guidelines. Ministry of Corporate Affairs Government of India: December 2009. 24 p. http://www.ecgi.org/codes/code.php?code_id=282
6. Desirable corporate governance. Code. Confederation of Indian Industry. 16 p.
http://www.ecgi.org/codes/documents/desirable_corporate_governance240902.pdf
7. Finance for Development. Pension Reform, Capital Markets and Corporate Governance. Latin American Economic Outlook: OECD 2007. Ch. 2. Pp. 67-95.
8. Gan J., Gup Y., Xu C. What Makes Privatization Work? The Case of China. July 2008. 32 p.
[http://www.gcgf.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/PaperChenggangxu/\\$FILE/Xu_Chenggang2.pdf](http://www.gcgf.org/ifcext/cgf.nsf/AttachmentsByTitle/PaperChenggangxu/$FILE/Xu_Chenggang2.pdf)
9. Gibson M.S. Is Corporate Governance Ineffective in Emerging Markets? The Journal of Financial and Quantitative Analysis: March 2003, Vol. 38, No. 1. Pp. 231-250.
<http://www.jstor.org/stable/4126771>
10. Governance in China. OECD: 2005. 577 p. <http://www.sourceoecd.org/governance/926400842X>
11. Index of Codes. http://www.ecgi.org/codes/all_codes.php
12. Jinglin W. Contemporary Reform of the Economy in China. Shanghai Far East Publishing: 2003.
13. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., and Vishny R.W. Corporate Ownership Around the World. NBER Working Paper Series: June 1998, No. 6625.
14. Oman C.P. Corporate Governance in Development. The experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa. OECD: 2003. 260 p.

15. Peng M. and Jiang Y. Family Ownership and Control in Large Firms: The Good, The Bad, The Irrelevant - and Why. William Davidson Institute Working Paper: October 2006, No. 840. <http://www.wdi.umich.edu/files/Publications/WorkingPapers/wp840.pdf>
16. Provisional Code of Corporate Governance for Securities Companies. China Securities Regulatory Commission: January 2004. 15 p. http://www.ecgi.org/codes/documents/provisional_cgcode_csrc.pdf
17. Reed A.M. Corporate Governance Reforms in India. Journal of Business Ethics: Springer, May 2002, Vol. 37, No. 3. Pp. 249-268. <http://www.jstor.org/stable/25074753>
18. Sytse D., Reije G., Rezaul K. Foreign and domestic ownership, business groups, and firm performance: evidence from large emerging market. Strategic Management Journal: 2006, No. 27. Pp. 637–657.
19. Tam O.K. Ethical Issues in the Evolution of Corporate Governance in China. Journal of Business Ethics: Springer, May 2002, Vol. 37, No. 3. Pp. 303-320. <http://www.jstor.org/stable/25074756>
20. Vermeulen E.P.M. The Role of the Law in Developing Efficient Corporate Governance Frameworks: Corporate Governance of Non-listed Companies in Emerging Markets. OECD: 2006. Ch. 4. Pp. 91-130.
21. Zhaoxi L. Choice of the Models of Corporate Governance in China and Improvement. DRC Research Paper: October 2001.
22. Беликов И. Кодекс корпоративного управления: зарубежный опыт // Журнал для акционеров. 2000. № 9. http://www.cfin.ru/investor/ao/codex_foreign.shtml
23. Диаграмма Венна. <http://www.dioo.ru/praktika/diagramma-venna.html>
24. Долгопятова Т.Г. Развитие российской модели корпоративного управления: есть ли движение «снизу»? М.: ИАПР НИУ ВШЭ. 23 с. http://www.hse.ru/data/2010/02/10/1232504605/%D0%B2%D1%8B%D1%81%D1%82%D1%83%D0%BF%D0%BB%D0%B5%D0%BD%D0%B8%D0%B5_%D0%98%D0%90%D0%9F%D0%A0_02_2010.pdf
25. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 2. С. 3–26.
26. Информационное сообщение об использовании нефтегазовых доходов федерального бюджета // Министерство Финансов РФ. 02.03.2009. <http://www.minfin.ru/ru/official/index.php?id4=7133>
27. Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2003-2007 гг. М.: 2008. 64 с. http://koet.syksu.ru/download/corpupr_2003-2007.pdf

28. Кодекс корпоративного поведения от 05.04.2002 // Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. 2002. 86 с. http://www.fcsм.ru/attach.asp?a_no=360
29. Коновалова-Посель И. Суверенные фонды БРИК: инвестиционная экспансия или подъем благосостояния. Национальный Центр Научных Исследований Франции: Парижская Экономическая Школа. 20 с. <http://www.pse.ens.fr/peaucelle/textes/BRIC-09-RU.pdf>
30. Контроль соблюдения стандартов корпоративного управления. <http://www.vestnikao.ru/publ/7-1-0-98>
31. Корпоративное управление: история и практика. ФСФР. http://www.fcsм.ru/ru/legislation/corp_management_study/
32. Лапыгин Ю.Н. Стратегический менеджмент: учебное пособие. http://fictionbook.ru/author/yuriyi_nikolaevich_lapiygin/strategicheskiyi_menedjment_uchebnoe_posobie/read_online.html?page=3
33. Листинг на Фондовой бирже РТС. <http://www.rts.ru/s7>
34. Мау В. Российские экономические реформы в представлении их западных критиков // Вопросы экономики. 1999. № 11-12. 33 с. <http://www.iet.ru/files/persona/MAU/rus-ref3.zip>
35. Милов В. Зло и благо дефолта // Газета. Ру. 15.08.2008. http://gazeta.ru/comments/2008/08/15_x_2811883.shtml
36. Объем пенсионных накоплений, сосредоточенных в негосударственных пенсионных фондах (НПФ) в рамках обязательного пенсионного страхования, впервые превысил 100 миллиардов рублей. 17.06.2010. <http://www.rokf.ru/fonds/2010/06/17/104255.html>
37. Правовое регулирование негосударственных пенсионных фондов. <http://www.audit-it.ru/articles/account/otrasl/a101/42082.html>
38. Радаев В.В. Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы. М.: 2007. 100 с.
39. Радыгин А.Д. О некоторых проблемах корпоративного управления в России. Ученый Совет ИЭПП: 2001. <http://www.iet.ru/ru/o-nekotory-problema-korporativnogo-upravleniya-v-rossii.html>
40. Радыгин А.Д., Гонтмахер А.Е., Межераупс И.В., Турунцева М.Ю. Общее и особенное в моделях корпоративного управления в странах с переходной экономикой (на примере стран Центральной и Восточной Европы). Институт экономики переходного периода: 2004. http://www.budgetrf.ru/Publications/Analysis/arett/arett200702101125/arett200702101125_p_017.htm#HL_1

41. Радыгин А.Д., Гонтмахер А.Е., Межераупс И.В., Турунцева М.Ю. Экономико-правовые факторы и ограничения в становлении моделей корпоративного управления. АМР США: 2004. 306 с. <http://www.iet.ru/files/text/usaid/Radygin-text.zip>
42. Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели КУ. ИЭПР: 2003. 164 с. <http://www.iet.ru/files/text/usaid/osobenn.pdf>
43. Радыгин Д.А. Российская приватизация: национальная трагедия или институциональная база постсоветских реформ? // Мир России. 1998. № 3. Том VII. С. 3-32. <http://www.iet.ru/ru/rossiiskaya-privatizaciya-nacionalnaya-tragediya-ili-institucionalnaya-baza-postsovetski-reform.html>
44. Соснин А. Организация работы комитета совета директоров по аудиту: Руководство для российских компаний. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. 66 с. <http://www.iaa.ru.ru/files/documents/Rukovodstvo.pdf>
45. Сравнительная таблица требований по соблюдению норм корпоративного поведения для эмитентов, входящих в котировальные списки (Приложения № 5-8 к Правилам). РТС. 2 с. <http://fs.rts.ru/files/3556>
46. Суханов Е.А. Гражданское право: Общая часть. М.: 2008. Т.1.
47. Формирование корпоративного управления в России. <http://www.erfolg.ru/polit/corp.htm>
48. Швырков О., Пастухова Е. Единство в разнообразии. <http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=896723>