ЕДИНСТВО В РАЗНООБРАЗИИ

НЕСМОТРЯ НА РАЗНУЮ ИСТОРИЮ ИНСТИТУТОВ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, СТРАНЫ БРИК — БРАЗИЛИЯ, РОССИЯ, ИНДИЯ И КИТАЙ — ИМЕЮТ МНОГО ОБЩЕГО И В ПРЕИМУЩЕСТВАХ, И В ИНФРАСТРУКТУРЕ ПРИНЦИПОВ РЕГУЛИРОВАНИЯ, ВО МНОГОМ ОБЕСПЕЧИВАЮЩИХ ИХ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТЬ ДЛЯ ИНВЕСТОРОВ. ДЛЯ АДЕКВАТНОЙ ОЦЕНКИ РИСКОВ ПРИЗНАННЫХ ЛИДЕРОВ РАЗВИВАЮЩИХСЯ РЫНКОВ НЕОБХОДИМО ТОЧНОЕ ЗНАНИЕ ПРЕИМУЩЕСТВ И НЕДОСТАТКОВ ЭТОЙ ИНФРАСТРУКТУРЫ. ОЛЕГ ШВЫРКОВ, ЕЛЕНА ПАСТУХОВА

Либерализация государственного регулирования и динамичный экономический рост в крупнейших развивающихся странах предопределяет их растущую значимость на международных финансовых рынках. В особенности эта тенденция относится к четверке БРИК — Бразилии, России, Индии и Китаю — странам, обладающих значительными потенциалом роста и потребностями в капитале, где либеральные реформы последних двух десятилетий облегчили национальным компаниям доступ к мировым рынкам капитала. Отражением растущей экономической значимости и зрелости этих стран служит тот факт, что с 30 апреля 2008 года, когда Standard & Poor's объявило о повышении суверенного кредитного рейтинга Бразилии до уровня BBB–, все четыре страны БРИК относятся к эмитентам инвестиционного уровня.

Одним из сдерживающих факторов инвестиционной привлекательности компаний стран БРИК остаются риски корпоративного управления, особенно с позиций долгосрочных инвесторов в акционерный капитал. В глазах международных инвесторов проблема усугубляется тем, что оценка реальных рисков затруднена из-за нехватки объективной информации об инфраструктуре корпоративного управления в соответствующих юрисдикциях и практике корпоративного управления в отдельных компаниях. Подобный информационный дефицит зачастую приводит к ситуации, когда дисконт по акциям эмитентов из развивающихся стран определяется из максимально консервативной оценки рисков корпоративного управления, как правило, отражающей прецеденты грубого нарушения прав миноритарных акционеров в 90-е годы, и не учитывающей позитивную динамику последних лет.

Стремясь восполнить информационный пробел в отношении эмитентов из развивающихся стран, Служба рейтингов корпоративного управления Standard & Poor's с 2000 года предлагает услуги по присвоению рейтингов корпоративного управления. В апреле 2008 года Standard & Poor's запустило новый аналитический продукт по оценке рисков, представляющий собой балльную оценку — рейтинг под названием GAMMA (аббревиатура, образованная от английских слов *governance, accountability, management metrics and analysis* — анализ и оценка корпоративного управления, подотчетности и менеджмента). Рейтинг GAMMA отражает мнение Standard & Poor's о риске потери акционерной стоимости или об упущенных возможностях создания стоимости вследствие недостатков в системе корпоративного управления. Аналитический продукт GAMMA нацелен на крупнейшие развивающиеся рынки, в первую очередь на четверку БРИК, и не предлагается в развитых странах.

Анализ национальной инфраструктуры корпоративного управления является отправной точкой для оценки рисков корпоративного управления в отдельных компаниях в рамках присвоения рейтинга GAMMA. Согласно методологии Standard & Poor's, анализ страновой среды корпоративного управления включает четыре элемента:

AP

РОССИЯ СЕЙЧАС УСТУПАЕТ ИНДИИ И БРАЗИЛИИ ПО ЭФФЕКТИВНОСТИ ИНФРАСТРУКТУРЫ РЕГУЛИРОВАНИЯ

— рыночная инфраструктура;
— правовая инфраструктура;
— регуляторная инфраструктура;
— информационная инфраструктура.

Применяя эту структуру анализа к странам БРИК, фактически конкурирующим за лимиты международных инвесторов по средствам, направляемым на развивающиеся рынки, в рамках настоящего исследования мы проводим сравнительный анализ и отмечаем основные достоинства и недостатки инфраструктуры корпоративного управления в России. В частности, мы приходим к выводу, что Россия имеет наиболее эффективную правовую инфраструктуру корпоративного управления. Тем не менее на фоне прочих стран БРИК рыночная инфраструктура России представляется умеренно эффективной ввиду значительного участия государства в собственности и узости финансовых рынков. Россия уступает Индии и Бразилии по эффективности инфраструктуры регулирования, поскольку регулирование корпоративного управления существенно затрагивает всего 22 компании из 320 публичных в сравнении со всеми 4985 публичными компаниями в Индии и 97 из 442 в Бразилии. Наконец, Россия уступает всем прочим странам БРИК с позиций информационной инфраструктуры ввиду существенных недостатков российских стандартов бухгалтерского учета и отдаленных перспектив перехода на МСФО. Китай принял стандарты отчетности, весьма близкие к МСФО в 2007 году, при этом Бразилия и Индия в настоящее время используют значительно более совершенные, чем в России, стандарты отчетности и готовятся к переходу на МСФО в 2010 и 2011 годах соответственно.

КОМПОНЕНТ 1. РЫНОЧНАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Несмотря на бурный рост финансовых рынков в странах БРИК, ни в одной из стран четверки не сформировался рынок корпоративного контроля, играющий важную дисциплинирующую роль в традиционной англосаксонской модели корпоративного управления. Миноритарные акционеры и финансовые рынки в целом имеют ограниченное влияние на практику корпоративного управления в публичных компаниях. Отчасти это объясняется невысоким уровнем активности миноритарных инвесторов, но основной причиной все же является преобладание высококонцентрированной собственности, препятствующей переходу контроля рыночным способом.

Финансовые рынки в странах БРИК развивались с начала 90-х годов благодаря приватизационным программам, ставших возможными вследствие оттепели в Китае (1980–1990), падения военной диктатуры в Бразилии (1985), проведения демократических реформ в Советском Союзе и России (1986–1991) и разгосударствления экономики в Индии (1992). За этот период капитализация рынка акций выросла с нуля в России и материковом Китае и менее 10% ВВП в Бразилии до 100% ВВП и выше (таблица 1). По данным Международного валютного фонда, с 1997 по 2006 год накопленный объем портфельных иностранных инвестиций в акционерный капитал компаний стран БРИК вырос с $70 млрд до $697 млрд. Однако наиболее заметный всплеск активности компаний из стран БРИК на международных рынках капитала пришелся на 2006–2007 годы. За два года 87 компаний из Бразилии, 43 из России, 173 из Индии и 402 из Китая провели IPO на национальных и крупнейших мировых биржах и привлекли $204,6 млрд, по сравнению с $54,7 млрд за 2004–2005 годы (данные отчетов Ernst & Young Global IPO Survey 2006, Global IPO Trends 2007 и пресс-релиза от 17 декабря 2007 года).

ИЗБРАННЫЕ СОЦИАЛЬНО-ЭКОНОМИЧЕСКИЕ ПОКАЗАТЕЛИ СТРАН БРИК

	РОССИЯ	КИТАЙ	БРАЗИЛИЯ	ИНДИЯ
НАСЕЛЕНИЕ НА СЕРЕДИНУ 2007 ГОДА (МЛН) INTERNATIONAL DATA BASE, HTTP://WWW.CENSUS.GOV/IPC/WWW/IDB/SUMMARIES.HTML.	141,4	1321,9	190,0	1129,9
ПРЕДВАРИТЕЛЬНЫЙ ВВП 2007 ГОДА, ($ МЛРД) МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД, HTTP://WWW.IMF.ORG/EXTERNAL/PUBS/FT/WEO/2008/01/WEODATA/WEOSELGR.ASPX.	1289,6	3250,8	1313,6	1098,9
ВВП 2007 ГОДА ПОДУШЕВОЙ, С ПОПРАВКОЙ НА ПОКУПАТЕЛЬНУЮ СПОСОБНОСТЬ ($) ОТЧЕТЫ STANDARD & POOR'S ПО СУВЕРЕННЫМ КРЕДИТНЫМ РЕЙТИНГАМ.	9 000	2390	6098	935
СРЕДНИЕ ТЕМПЫ РОСТА ЭКОНОМИКИ ЗА 2003–2007 ГОДЫ (%) ОТЧЕТЫ STANDARD & POOR'S ПО СУВЕРЕННЫМ КРЕДИТНЫМ РЕЙТИНГАМ.	6,9	10,4	3,9	8,6
ИНДЕКС КОРРУПЦИИ, 2007 ГОД (ЗНАЧЕНИЯ НИЖЕ 5 СООТВЕТСТВУЮТ ВЫСОКОМУ УРОВНЮ КОРРУПЦИИ; МАКСИМУМ — 10) CORRUPTION PERCEPTION INDEX, TRANSPARENCY INTERNATIONAL, 2007.	2,3	3,5	3,5	3,5
КРЕДИТНЫЙ РЕЙТИНГ	BBB+/			
POSITIVE/A-2	A/			
POSITIVE/A-1	BBB–/			
STABLE/A-3	BBB–/ STABLE/A-3			

ОДНИМ ИЗ СДЕРЖИВАЮЩИХ ФАКТОРОВ ИНВЕСТИЦИОННОЙ ПРИВЛЕКАТЕЛЬНОСТИ КОМПАНИЙ СТРАН БРИК ОСТАЮТСЯ РИСКИ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ, ОСОБЕННО С ПОЗИЦИЙ ДОЛГОСРОЧНЫХ ИНВЕСТОРОВ В АКЦИОНЕРНЫЙ КАПИТАЛ