

КОНКУРЕНТЫ

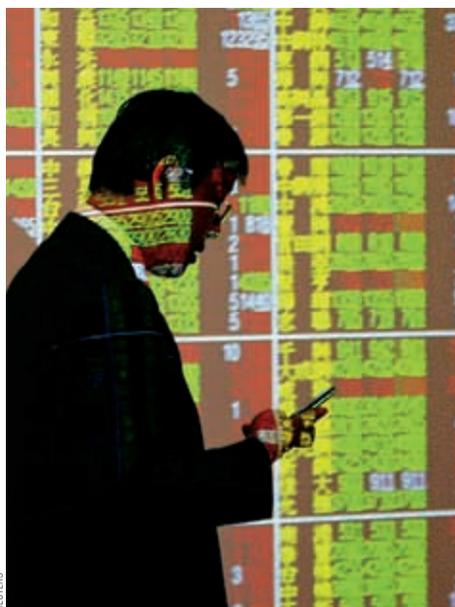
При сопоставимых показателях относительной капитализации фондового рынка четырех стран интересно отметить, во-первых, значительные отличия в активности торгов и, во-вторых, различия в среднем размере публичных компаний. Среднедневной объем торгов составляет около 2,5% капитализации рынка в Бразилии, 3,5% — в России, 4,7% — в Индии и около 7,5% — в Китае. Профиль публичных компаний также сильно отличается: если российский ликвидный рынок фактически представляет собой несколько десятков крупных компаний (цифра 320, приведенная в таблице 2, включает более 200 низколиквидных компаний, не входящих в котировальные листы), в Бразилии и Китае сопоставимые значения капитализации складываются из сотен, а в Индии — из тысяч компаний.

Структура собственности публичных компаний четверки БРИК отмечена высокой степенью концентрации. Согласно Исследованию информационной прозрачности российских компаний, проведенному Standard & Poor's в 2007 году, из 80 крупнейших публичных компаний 71% были контролируемыми, в том числе 30% — государством, еще 21% имели блокирующих акционеров, в том числе 10% — в лице государства. Лишь шесть компаний имели распроданную структуру собственности, однако и в их случае нельзя исключить наличия скрытых консолидированных пакетов или акционерных соглашений.

Доминирующая роль государства во многих публичных компаниях, включая самые крупные в стране «стратегические предприятия», в сочетании с административным подходом бюрократического аппарата к управлению госкомпаниями и высоким уровнем коррупции в государственных структурах фактически тормозят развитие механизмов корпоративного управления в ряде отраслей.

В Индии из 50 крупнейших публичных компаний, входящих в индекс Nifty Fifty, согласно исследованию, проведенному в 2007 году агентством Crisil, дочерним обществом Standard & Poor's, лишь две имеют распыленную структуру собственности. Согласно исследованию Deutsche Bank, 54% крупнейших компаний контролируются семьями предпринимателей, 16% — иностранными инвесторами, 20% — государством. В большинстве случаев контроль над индийскими компаниями осуществляется при владении 12–20% голосующих акций, что потенциально открывает возможности для функционирования рынка корпоративного контроля. Тем не менее случаев враждебных поглощений за всю историю рынка не отмечалось. Проблемы корпоративного управления, 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.

Среди компаний с листингом на бирже Рио-де-Жанейро (BOVESPA) 77,3% контролируются единственным крупным акционером, владеющим более 50% голосующих акций. Лишь у 7% компаний нет акционера, владеющего более 20%. Основные акционеры в случае 53% контролируемых компаний представляют собой семьи предпринимателей, в 18% — иностранных инвесторов, в 8% — государство Aldrighi, D. M. and A. de Oliveira. The Influence of Ownership and Control Structures on the Firm Performance: Evidence from Brazil. Working Paper, Universidade de Sao Paulo, 2008. При этом до 90% объема торгов на бирже приходится на неголосующие привилегированные акции, в среднем составляющие 54% капитала Leal, R and A. L. Carvalho-da-Silva. Corporate Governance and Value in Brazil and in Chile. Working paper. The Coppead Graduate School of Business at the Federal University of Rio de Janeiro. 2005. Преобладание неголосующих привилегированных акций в капитале и распространность пирамидальных структур приводят к ситуации, когда большинство компаний находится под абсолютным контролем, при том что контроли-



ОКОЛО 70% ПУБЛИЧНЫХ КОМПАНИЙ КИТАЯ КОНТРОЛИРУЮТСЯ ГОСУДАРСТВОМ, 15% — КРУПНЫМИ ЧАСТНЫМИ ИНВЕСТОРАМИ

рующий акционер имеет непропорционально скромное экономическое участие. Большинство миноритарных акционеров владеют привилегированными акциями и во многом ограничены в правах и не имеют возможности повлиять на действия и состав исполнительного руководства.

По нашим предварительным оценкам, полученным в ходе работы по исследованию прозрачности публичных компаний материкового Китая, около 70% таких компаний контролируются государством, около 15% — крупными частными инвесторами и лишь 15% имеют распыленную структуру собственности. В большинстве случаев контроль осуществляется при мажоритарном участии в капитале. Преобладание государственной собственности в публичных компаниях привносит особую специфику в рыночную инфраструктуру китайских компаний, в целом перекликающуюся с проблематикой российских госкомпаний, однако, как правило, принимающую более мягкие формы ввиду меньшей коррумпированности и большей предпринимчивости госструктур. Последнему обстоятельству также способствует тот факт, что большинство госкомпаний управляются региональными, а не центральными органами власти.

КОМПОНЕНТ 2. ПРАВОВАЯ ИНФРАСТРУКТУРА

Из стран БРИК российское законодательство наиболее широко определяет права миноритарных акционеров благодаря низкому порогу владения, позволяющему номинировать кандидатов в совет директоров, ежегодноному переизбранию всего состава совета и обязательному применению процедур кумулятивного голосования. Изменения в российском законодательстве, внесенные в конце 90-х и начале 2000-х годов, фактически устранили тот нормативный дефицит, который сделал возможными грубейшие нарушения прав миноритарных акционеров в 90-е годы. Тем не менее к сохраняющимся недостаткам относятся 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.

Существенным недостатком бразильских правовых норм, регулирующих механизмы корпоративного управления, является высокий лимит участия в капитале неголосующих привилегированных акций с плавающим дивидендом (до 67%). Это приводит к ситуации, когда значительная часть акционеров получает доход, зависящий от показателей деятельности компаний, имея ничтожные возможности участвовать в управлении. За привилегированными закреплено право совместно избирать всего лишь одного члена совета директоров и одного члена ревизионной комиссии. В то же время единственной существенной финансовой компенсацией привилегированных акционеров является право получать дивиденды на акцию в размере 110% от дивидендов на каждую обыкновенную акцию. В России привычным соотношением является 300% (хотя эта норма, как правило, закрепляется в уставах российских компаний и не гарантирована законодательством). К прочим недостаткам бразильской правовой инфраструктуры относятся ограничения по заочному голосованию на общих собраниях и предоставляемая компаниям возможность закрепить в уставе исключения из преимущественного права выкупа акций дополнительной эмиссии (например, при размещении на бирже или допэмиссии в целях поглощения с оплатой акциями). На привилегированных акционеров в большинстве случаев не распространяется обязательное предложение при смене контроля. Наконец судебная система известна своей неэффективностью, особенно в отношении акционерных коммерческих конфликтов.

Индийская правовая инфраструктура значительно ближе к англосаксонской традиции, чем к континентальной системе права, служащей в ее романском подвиде моделью бразильской правовой инфраструктуры, и в германском — моделью российской и китайской правовых систем. Индийское законодательство достаточно узко определяет права миноритарных акционеров, главным образом в плане процедур избрания совета директоров (признается только мажоритарное голосование) и длительного срока полномочий (до 5 лет для исполнительных директоров). Допускается членство в совете представителей номинальных акционеров, на которых не распространяется фидуциарная ответственность. К достоинствам индийской правовой инфраструктуры относится ограничение на присутствие исполнительных директоров в совете (не более трети), обязательное наличие комитета по аудиту с большинством из неисполнительных директоров. Плюсом также является четкое определение финансовых 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.

Правовая инфраструктура Китая гарантирует равенство прав голоса на общих собраниях (акции типа А, В и Н имеют равные права голоса) и обеспечивает существенные механизмы защиты миноритарных инвесторов в виде преимущественного права выкупа допэмиссии и обязательного предложения при образовании крупного пакета (свыше 30% капитала). В остальном законодательство предельно мягкое требования к механизмам корпоративного управления, устанавливая довольно высокий порог владения, позволяющий номинировать кандидатов в совет (10%), трехлетний срок полномочий совета и фактически оставив использование процедур кумулятивного голосования на усмотрение основного акционера. Законодательство не предписывает формирование какого-либо органа надзора над механизмами контроля и аудита.

Правовая инфраструктура Китая гарантирует равенство прав голоса на общих собраниях (акции типа А, В и Н имеют равные права голоса) и обеспечивает существенные механизмы защиты миноритарных инвесторов в виде преимущественного права выкупа допэмиссии и обязательного предложения при образовании крупного пакета (свыше 30% капитала). В остальном законодательство предельно мягкое требования к механизмам корпоративного управления, устанавливая довольно высокий порог владения, позволяющий номинировать кандидатов в совет (10%), трехлетний срок полномочий совета и фактически оставив использование процедур кумулятивного голосования на усмотрение основного акционера. Законодательство не предписывает формирование какого-либо органа надзора над механизмами контроля и аудита.

КОМПОНЕНТ 3. ИНФРАСТРУКТУРА РЕГУЛИРОВАНИЯ

В рамках четверки БРИК индийская инфраструктура регулирования представляется наиболее эффективной как с точки зрения масштаба влияния на механизмы корпоративного управления в отдельных компаниях, так и с точки зрения охвата: регулирующие нормы в отношении корпоративного управления распространяются на все 4985 пуб-

личных компаний. В Бразилии наиболее жесткие и эффективные требования к стандартам корпоративного регулирования распространяются на 97 компаний из 442 публичных, к 19 применимы более мягкие требования. В России достаточно эффективные положения Кодекса корпоративного поведения являются обязательными всего для 22 компаний, входящих в первичные котировальные листы. Наконец, в Китае дополнительные обязательства, возникающие при прохождении процедуры листинга, являются достаточно мягкими.

В России положения Кодекса корпоративного управления ФСФР имеют рекомендательный статус для всех акционерных обществ. Эти рекомендации включают 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 совете директоров (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. При этом биржи, согласно рекомендации Постановления ФКЦБ № 03-1169/р, требуют от компаний, входящих в основные котировальные списки, соблюдать определенные положения кодекса и ежеквартально отчитываться о его соблюдении. Так, РТС и ММВБ требуют соблюдения ряда положений кодекса (включая требование о наличии трех независимых директоров) от эмитентов, включенных в котировальные листы «А1» и «А2». Более мягкие требования (например, о наличии одного независимого директора) предъявляются к эмитентам их котировального листа «В» и эмитентам облигаций, входящих в котировальные листы «А1» и «А2». Хотя кодекс не содержит требований по подготовке и раскрытию финансовой отчетности по МСФО, такие требования входят в критерии включения в котировальные листы «А1» и «А2». Эти требования распространяются на 22 российские компании.

Влияние кодекса на практику корпоративного управления в публичных российских компаниях ограничено его рекомендательным характером и лишь частичным контролем над соответствием его принципов и норм в отношении компаний, входящих в основные биржевые списки. К прочим недостаткам практики регулирования относится сомнительная эффективность требований к независимости совета директоров. Используемые критерии независимости основаны на формальных признаках, а не на принципе фактической заинтересованности: так, в советы ряда госкомпаний в качестве независимых входят члены исполнительного руководства других контролируемых государством организаций, являющиеся 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. Также вызывает сомнения эффективность регулирования инсайдерской торговли в отношении исполнительного руководства и совета директоров.

В Бразилии основные положения эффективного корпоративного управления зафиксированы в «Принципах лучшей практики» (Cartilha) Комиссии по ценным бумагам и биржам. Все публичные компании обязаны раскрывать информацию о соблюдении этих принципов, однако формального обязательства следовать им не существует. Наиболее важную роль в продвижении передовых стандартов корпоративного управления играют правила листинга на бирже Рио-де-Жанейро (BOVESPA). Биржа разработала свой собственный свод критериев корпоративного управления, которые подразделяют допускаемых к листингу эмитентов на компании двух уровней. Первый (низший) уровень должен соответствовать некоторым в целом необ-

НЕСМОТЯ 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

ФОНДОВЫЕ РЫНКИ СТРАН БРИК				
	РОССИЯ	КИТАЙ	БРАЗИЛИЯ	ИНДИЯ
КОЛИЧЕСТВО КОМПАНИЙ, КОТИРУЮЩИХСЯ НА НАЦИОНАЛЬНЫХ БИРЖАХ	320	1537	442	4895
ДНЕВНОЙ ОБОРОТ НА НАЦИОНАЛЬНЫХ БИРЖАХ (\$ МЛН; ЯНВАРЬ 2008 ГОДА)	4489,5	40382,5	3170,8	6987,2
КАПИТАЛИЗАЦИЯ РЫНКА АКЦИЙ (\$ МЛРД; ЯНВАРЬ 2008 ГОДА)	1298,8	5424,4	1271,4	1472
КАПИТАЛИЗАЦИЯ РЫНКА АКЦИЙ / ВВП (%)	106,7	167	96,8	134,0
КОЛИЧЕСТВО КОМПАНИЙ С ЛИСТИНГОМ В США (NYSE/NASDAQ)	7	73	38	14
КОЛИЧЕСТВО КОМПАНИЙ С ЛИСТИНГОМ НА LSE/AIM	51	73	4	49

ИСТОЧНИКИ: INTERNATIONAL DATA BASE (HTTP://WWW.CENSUS.GOV/IPC/WWW/IDB/SUMMARIES.HTML); МЕЖДУНАРОДНЫЙ ВАЛЮТНЫЙ ФОНД (HTTP://WWW.IMF.ORG/EXTERNAL/PUBS/FT/WEO/2008/01/WEO.DATA/WEOSELGR.ASPX); ОТЧЕТЫ STANDARD & POOR'S ПО СВЕРННЫМ КРЕДИТНЫМ РЕЙТИНГАМ; CORRUPTION PERCEPTION INDEX (TRANSPARENCY INTERNATIONAL, 2007 ГОД); EMERGING STOCK MARKET REVIEW (STANDARD & POOR'S, МАРТ 2008 ГОДА), WWW.NYSE.COM; WWW.NASDAQ.COM; ДАННЫЕ, ПРЕДОСТАВЛЕННЫЕ ПО ЗАПРОСУ ЛОНДОНСКОЙ ФОНДОВОЙ БИРЖИ.



КОНКУРЕНТЫ