К.А. Левыкина

Национальный исследовательский университет «Высшая школа экономики»,

Университет им. Гумбольдта (Берлин)

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ В СТРАНАХ БРИК: КЛЮЧЕВЫЕ АСПЕКТЫ И ТИПОЛОГИЯ МОДЕЛЕЙ[1]

Обычно считается, что корпоративное управление (КУ) имеет значение скорее для компаний, чьи акции котируются на рынке. Но, как показало известное исследование [La Porta et al., 1998], образ современной корпорации далек от того, как его описывали Берли и Минз. В странах с переходной экономикой преобладают главным образом некотируемые на бирже компании (НКК), а также крупные государственные корпорации, иностранные фирмы и частные семейные предприятия. Отсюда понятны сомнения относительно значимости КУ в этих странах. И действительно, проблема КУ в них 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 [Oman, 2003].

В докладе выявлены ключевые аспекты КУ в странах БРИК, общие черты и особенности его моделей. Несмотря на разную историю становления, институты КУ в странах БРИК имеют много общего. Либеральные реформы последних двух десятилетий и потенциал динамичного экономического роста этих стран предопределили их растущую значимость на международных финансовых рынках [Швырков, Пастухова].

Особенности КУ в странах БРИК

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 воз-

[1] Работа выполнена по материалам проекта «Корпоративное управление в переходных экономиках» Программы фундаментальных исследований ГУ ВШЭ 2010 г. Автор благодарит д.э.н. Т.Г. Долгопятову за помощь в подготовке доклада.

никновения ситуаций, когда большая часть акций компании – привилегированные и у держателей этих акций есть весьма ограниченные права. В Индии права миноритариев не определены в полной мере, существует слабая правовая база для процедур банкротства и ликвидации. Законодательство Китая предоставляет весьма ограниченную защиту правам миноритариев и оставляет большое поле для маневра и злоупотребления своими правами контролирующим акционерам (в этой роли зачастую выступает государство), здесь также до сих пор не хватает законов о банкротстве, о конкуренции без монопольного доминирования и о поглощениях. Считается, что среди стран БРИК наиболее широко определены в России законодательством права миноритариев, однако, хотя формально уровень защиты их интересов очень высок, 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 Российской Федерации также отмечается отсутствие эффективных судебных механизмов и недостаточный инфорсмент в области защиты прав собственности [Радыгин и др., 2003].

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

Исторически экономики стран БРИК развивались по-разному. В то время как в Бразилии и Индии рыночная экономика существовала изначально и развивалась постепенно, в России и Китае долгое время господствовала плановая экономика с государственной собственностью, а лишь потом начали развиваться рыночные отношения и появляться негосударственные корпорации. Модели КУ в Бразилии и Китае формировались без ориентации на какую-либо определенную классическую модель. В Российской Федерации приватизация и закон «Об акционерных обществах» (АО) предусматривали развитие корпораций скорее англосаксонского 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 англосаксонской моделью. Интересно, что при этом правовую систему Бразилии и Российской Федерации 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 годах, после падения военной диктатуры. В России после массовой ваучерной «инсайдерской» приватизации (1990–1994 гг.) начался вялый процесс денежных продаж. В Китае тоже была проведена широкомасштабная приватизация (начавшаяся в 1993 г.), которая лишь усугубила чрезмерное вмешательство в управление собственников и инсайдерский контроль управленцев. В отличие от российских предприятий инсайдерский контроль в Китае не подразумевал наличия у инсайдеров большой доли акций [Tam, 2002]. Несколько иная ситуация сложилась в Индии, где назревший в 1980-х годах кризис подтолкнул страну к коренному пересмотру своей политики. Запущенные процессы приватизации шли очень медленно и продолжаются до сих пор. Рост конкуренции, «отпуск» в 1992 г. цен на акции, приток иностранного капитала и дерегулирование банков [Reed, 2002] подтолкнули движение в сторону англосаксонской 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 из них обязательны по закону или предъявляются в качестве требований на биржах.

Всем странам БРИК, за исключением Китая, присуща скорее однозвенная структура системы КУ, вместе с тем российское законодательство также предусматривает вариант двухуровневой структуры.

Что касается рынка капитала (и фондового рынка в частности), в Бразилии он небольшой и неликвидный [Oman, 2003]; в Российской Федерации 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. 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 Российской Федерации – 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 отношении Индии можно говорить о довольно высоком уровне раскрытия информации публичных АО. Полный переход на МСФО в Индии предполагалось завершить в 2011 г., а в Бразилии – к 2010 г. В России же обязательно им является 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 концентрация собственности. Главной чертой бразильской структуры КУ является почти абсолютная власть семьи или контролирующего акционера. Бразилии присущи пирамидальные структуры и преобладание неголосующих привилегированных акций, что приводит к ситуации, когда большинство компаний находятся под абсолютным контролем акционера, экономическое участие которого довольно скромное. Преобладание бизнес-групп (зачастую семейных) характерно и для Индии [Sytse et al., 2006]. При этом в Индии существуют условия для функционирования рынка корпоративного контроля, так как зачастую контроль возможен уже при владении 12–20% голосующих акций [Швырков, Пастухова].

Россия и Китай характеризуются особенно высокой концентрацией собственности. Среди крупных котирующихся компаний в Российской Федерации 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 [Corporate Governance.., 2001; Governance in China, 2005]. В Китае и Индии также достаточно распространено перекрестное владение акциями среди группы аффилированных компаний.

НКК. 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 тоже весьма распространены частные НКК, а именно семейные [Vermenlen, 2006]. Наконец, среди НКК в Российской Федерации наиболее часто встречаются компании, принадлежащие устоявшимся коалициям собственников

(организованным командам бизнес-партнеров). При этом в России, 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 Российской Федерации 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, пенсионные фонды и другие институциональные инвесторы активнее вкладывали в акции. В Индии важную роль играют банки и иные институциональные инвесторы, которые часто выступают в роли акционеров с блокирующим пакетом акций (такие как иностранные портфельные инвесторы и фонды взаимных инвестиций).

Карта групп моделей КУ

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. С одной стороны, рынки капиталов в этих странах (за исключением разве что Индии) еще недостаточно развиты. Здесь вообще «существует сравнительно небольшое число компаний, акции которых допущены к обращению на национальных и международных фондовых биржах» [Радыгин и др., 2003, с. 25]. С другой стороны, казалось бы, в странах с переходной экономикой большую роль играют крупные финансовые институты, как в континентальной модели. Однако и к данной модели КУ эти страны сложно отнести – в них преобладают инвестиционные фонды, портфельные инвесторы, редко заинтересованные в активном участии в управлении [Радыгин и др., 2004], а не банки (как в японской и германской моделях). Фактически «во многих странах... инсайдеры играют важную роль в структуре собственности крупнейших компаний» [Радыгин и др., 2003, с. 25], возникла «инсайдерская» модель КУ [Долгопятова, 2004], характерная совмещением функций владения и управления, которая обусловлена высокими затратами на удержание собственности.

Учитывая результаты анализа, модели КУ сопоставлены по 17 основным характеристикам, с тем чтобы выявить их сходство и различия (табл. 1). Наибольшее количество совпадений в особенностях моделей обнаружено между Бразилией и Индией, а наименьшее – между Россией и Индией (табл. 2).

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 1990-х годов 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) 1990-е гг.; 2) началась в 1990-х и до сих пор продолжается; 3) началась в 1990-х и идет очень медленно	1	2	3	2	Д
3	Ориентация на классическую модель КУ: 1) англосаксонская; 2) континентальная; 3) нет	3	3	1	3	А, В, Д
4	Правовая система: 1) гражданское право; 2) общее право	1	1	2	2	А, Е
5	Структура системы КУ: 1) однозвенная; 2) двухзвенная	1	1	1	2	А, Б, Г
6	Уровень развития фондового рынка: 1) скорее выше среднего; 2) средний; 3) скорее ниже среднего	2	3	1	2	В
7	Уровень прозрачности компаний: 1) выше среднего; 2) средний; 3) ниже среднего	2	3	1	2	В
8	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
9	Уровень концентрации акционерной собственности: 1) высокий; 2) средний	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

Окончание табл. 1

№	Параметр	Страны БРИК				Код
		Бразилия	Россия	Индия	Китай	
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	Историческое развитие экономики страны: 1) переход от плановой экономики к рыночной; 2) изначально рыночная экономика	1	2	1	2	Б, Д
14	Масштаб участия государства в компаниях: 1) большой; 2) средний	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, Е
17	Тип инсайдерского контроля – преимущественно: 1) у менеджеров; 2) у головной компании холдинга; 3) у мажоритариев	2	3	2	1	Б

* В табл. 1, 2 и на рис. 1 буквы алфавита использованы для условного сквозного обозначения зон попарного сравнения стран.

Таблица 2. Оценка схожести моделей КУ среди стран БРИК

Код	Сравниваемые страны	Количество совпадений (из 17 возможных)	Оценка совпадения моделей
А	Бразилия – Россия	6	Есть некоторое сходство
Б	Бразилия – Индия	11	Во многом похожие
В	Бразилия – Китай	6	Есть некоторое сходство
Г	Россия – Индия	3	Во многом разные
Д	Россия – Китай	9	Во многом похожие
Е	Индия – Китай	5	Есть некоторое сходство

Руководствуясь этими результатами, мы создали карту групп моделей КУ в странах БРИК (рис. 1), на которой показаны пересечения (сходство) моделей. Представленная здесь карта групп – это симбиоз двух методов: карты стратегических групп и диаграммы Венна – Эйлера. Карта групп моделей КУ позволяет проанализировать модели КУ исследуемых стран на предмет сходства и провести их классификацию.

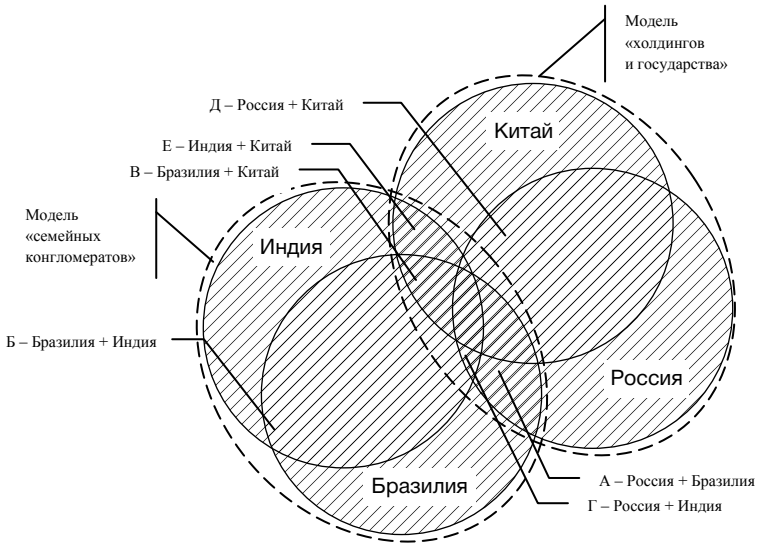

Рис. 1. Карта групп моделей КУ в странах БРИК

На основе карты групп в странах БРИК можно условно выделить два типа моделей КУ: модель «семейных конгломератов», имеющую место в Индии и Бразилии, и модель «холдингов и государства», присущую России и Китаю. Первая свойственна странам, где изначально существовала рыночная экономика, и 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 участия государства и более динамичным развитием стандартов КУ. Вторая же модель появилась в странах, где десятки лет практиковалась плановая экономика; ей свойственны значимое участие государства в деятельности компаний, во многом связанное с затяжной приватизацией, более низкий уровень прозрачности компаний, развития фондового рынка и вообще эффективности инфра-

структуры 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 следует говорить и о национальных чертах каждой из этих моделей.

***

В целом для стран БРИК характерны следующие особенности КУ: высокий уровень концентрации собственности, широкая распространенность различных холдинговых структур, относительно небольшая история, низкий уровень защиты прав акционеров, высокая роль инсайдерского контроля. В остальном же системы КУ в странах БРИК различны: модель каждой страны обладает национальными чертами.

В первую очередь становление как такового КУ в странах с переходной экономикой связано с процессами приватизации и/или либерализации. Второй фактор – 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). Наконец, влияние (вначале основополагающее, а затем лишь поддерживающее, вторичное) также оказывает изменение правовой (влияние на КУ «сверху вниз») и институциональной среды (появление ассоциаций, профессиональных сообществ, развитие фондов и т.п.).

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, положительным моментом кризиса является его «отрезвляющее» воздействие (приходит осознание основных проблем и понимание острой необходимости в переменах, что, в частности, означает совершенствование КУ). С другой стороны, чем более открыта страна и больше в ней иностранного капитала, тем скорее она подвержена негативным воздействиям. «Закрыть», защитить экономики от влияния «соседей» уже не получится: страны стали слишком зависимы друг от друга.

В настоящий момент среди стран БРИК Россия занимает по уровню развития КУ в лучшем случае третье место. Сейчас уже начинают подниматься вопросы из серии «Почему мы хуже БРИК?» или «Входит ли еще Россия в БРИК?», подчеркивающие, что Российская Федерация определенно не лидирует в этой четверке стран. 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, которые в настоящий момент достигли больших успехов в сфере КУ и развития экономики в целом, чем Россия).

Литература

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.

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.

Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели КУ. Институт экономики переходного периода, 2003. (http://www.iet.ru/files/text/usaid/osobenn.pdf)

Швырков О., Пастухова Е. Единство в разнообразии. (http://www.kommersant.ru/doc.aspx?DocsID=896723)

Corporate Governance in Asia. A Comparative Perspective. OECD, 2001.

Governance in China. OECD, 2005. (http://www.sourceoecd.org/governance/926400842X)

La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W. Corporate Ownership Around the World. NBER Working paper series. June 1998. No. 6625.

Oman C.P. Corporate Governance in Development. The Experiences of Brazil, Chile, India, and South Africa. OECD, 2003.

Reed A.M. Corporate Governance Reforms in India // Journal of Business Ethics. May 2002. Vol. 37. No. 3. P. 249–268. (http://www.jstor.org/stable/25074753)

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. P. 637–657.

Tam O.K. Ethical Issues in the Evolution of Corporate Governance in China // Journal of Business Ethics. May 2002. Vol. 37. No. 3. P. 303–320.

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. P. 91–130.