

А.Е. Абрамов,
заместитель директора
НП "Национальный Депозитарный Центр"

Рынки депозитарных расписок в США, Аргентине и Китае

Либерализация валютного законодательства и вовлечение России в глобальный фондовый рынок заставляют задуматься над тем, каким образом российские граждане, организации, инвестиционные и пенсионные фонды будут инвестировать свои накопления в ценные бумаги иностранных эмитентов. Изменения в законодательстве, позволяющие инвесторам-резидентам приобретать ценные бумаги иностранных эмитентов, не должны приводить к превращению страны в «сырьевой придаток» на международном рынке капиталов и масштабному вывозу капитала в ущерб развитию национальной экономики. Как эти проблемы решаются в США, Аргентине и Китае при помощи рынка депозитарных расписок? Рынки капиталов этих стран интересны тем, что не совсем похожи друг на друга и на российский фондовый рынок. При этом рынки Китая и Аргентины - ближайшими конкуренты российского фондового рынка среди развивающихся рынков капиталов.

1. Природа американских депозитарных расписок

В России широко известны *американские депозитарные расписки (АДР)*. Российские организации активно осваивают рынок АДР в целях налаживания долгосрочных отношений с иностранными инвесторами, привлечения инвестиций и формирования кредитной истории.

Депозитарные расписки впервые появились в США. Поэтому природу и основные понятия, присущие этому финансовому инструменту лучше рассмотреть на примере американского фондового рынка.

В США АДР выпускаются с 20-х годов прошлого века. Они представляют собой обращаемые (инвестиционные) ценные бумаги, выпуск и обращение которых регламентируется законодательством США. АДР, как правило, деноминируются в долларах США и предоставляют их владельцам права на получение от эмитента АДР по первому требованию в порядке обмена базисные ценные бумаги иностранного эмитента (далее – *базисные активы*) в количестве, определенном условиями выпуска АДР, а также на получение всех прав и преимуществ, принадлежащих владельцам базисных активов.

В 2001 г. количество программ выпусков АДР превысило 2 тысячи. Объемы торговли на биржах США составили в 2000 г. 1185 млрд. долл., а в первой половине 2001 г. – 439 млрд. долл.

Эмитентами АДР выступают банки-депозитарии. В настоящее время это четыре крупнейших глобальных депозитария – Bank of New York, JP Morgan, Citibank и Deutsche Bank. В 2000 г. на долю каждого из них в общем количестве выпущенных программ депозитарных расписок приходилось соответственно 66%, 14%, 10% и 10%.

Различают спонсируемые и неспонсируемые АДР (почти 90% выпусков АДР в США – спонсируемые).

Спонсируемые АДР выпускаются только одним депозитарием на основании соглашения, заключаемого им с эмитентом базисных активов. В нем определяется порядок передачи в депозитарий базисных активов, выпуска АДР и раскрытия эмитентом базисных активов информации о своей финансово-хозяйственной деятельности, выпускаемых им ценных бумагах и корпоративных событиях.

В зависимости от места их обращения и объема требований по раскрытию информации эмитентами АДР и базисных активов *спонсируемые* АДР могут быть трех уровней.

АДР I-го уровня выпускаются в случае, если эмитент базисных активов стремится расширить круг своих акционеров без первичного размещения базисных активов. Сфера обращения АДР I-го уровня – внебиржевой рынок (ОТС). Котировки публикуются ежедневно в Pink Sheets – бюллетене, распространяемом частной организацией - National Daily Quotation Bureau. Цены АДР I-го уровня могут также публиковаться в OTC Bulletin Board (OTCBV) – котировальной системе, созданной саморегулируемой организацией NASD Regulation. Чтобы иметь возможность выставлять котировки в OTCBV, АДР должны быть зарегистрированы согласно разделу 12 Закона США 1934 г. «О торговле ценными бумагами».

Для АДР I-го установлены минимальные требования по регистрации ценных бумаг в Комиссии по ценным бумагам и биржах США (КЦББ). Эмитент базисных активов освобождается от регистрации в соответствии с Правилем 12g3-2(b), согласно которому он соглашается направлять в КЦББ лишь краткое содержание (на английском языке) или копии любой публичной отчетности в соответствии с законодательством страны эмиссии базисного актива, в том числе документацию для регулирующих органов, фондовых бирж, а также акционеров. Банк-депозитарий, работающий с эмитентом базисных активов, заполняет Форму F-6 для того, чтобы получить разрешение КЦББ на начало размещения АДР.

АДР II-го уровня также выпускаются в целях расширения круга акционеров компании – эмитента базисных активов без проведения первичного размещения базисных активов в целях привлечения капитала. Сфера обращения АДР II-го уровня – биржевой рынок (NYSE, AMEX) или NASDAQ.

АДР II-го уровня должны полностью отвечать требованиям КЦББ, которые предусматривают:

- заполнение регистрационной формы F-6;
- заполнение регистрационной формы 20-F, содержащей подробную отчетность эмитента, включая финансовую отчетность в соответствии с US GAAP;
- годовую отчетность эмитента и прочие отчеты, предназначенные для акционеров.

АДР III-го уровня позволяют иностранным эмитентам базисных активов привлекать дополнительные инвестиции с американского фондового рынка при передаче размещаемых им базисных активов депозитарию-эмитенту АДР в обмен на денежные средства, привлекаемые при размещении АДР. При этом АДР III-го уровня обращаются на биржевом рынке (NYSE, AMEX) или в NASDAQ.

Указанные депозитарные расписки должны отвечать повышенным требованиям КЦББ, которые предусматривают:

- заполнение регистрационной формы F-6;
- заполнение регистрационной формы 20-F, к которой прикладывается подробная отчетность эмитента базисного актива, включая финансовую отчетность в соответствии с US GAAP;
- заполнение регистрационной формы F-1 для регистрации публичного размещения АДР на первичном рынке, включая проспект эмиссии, призванный проинформировать потенциальных инвесторов о сфере и результатах деятельности эмитента базисных активов, рисках и цене размещения ценных бумаг;
- годовые отчеты эмитента и прочие отчеты, предназначенные для акционеров, на регулярной основе представляемые в КЦББ, а также всем зарегистрированным публичным инвесторам.

Неспонсируемые АДР могут выпускаться несколькими депозитариями, их выпуск не предполагает заключения какого-либо соглашения между эмитентом АДР и эмитентом

базисного актива. Они могут допускаться только к обращению на внебиржевом рынке ценных бумаг.

АДР являются весьма популярным финансовым инструментом, позволяющим решать несколько серьезных проблем. Они открывают доступ иностранным эмитентам из развитых и развивающихся стран к средствам инвесторов на американском рынке капиталов. Вместе с тем АДР успешно помогают защищать интересы американских инвесторов и национального законодательства, ограждая рынок этой страны от прямого размещения и обращения на нем ценных бумаг иностранных эмитентов, регулируемых правом иностранных государств, позволяя американским инвесторам приобретать ценные бумаги иностранных эмитентов в форме АДР, выпуск и обращение которых регулируется исключительно законодательством США.

2. Рынок депозитарных расписок Аргентины.

В отличие от АДР менее известен опыт регулирования рынка *местных депозитарных расписок* (далее – МДР) на развивающихся фондовых рынках. При всей схожести правовой природы и механизмов регулирования тех и других, МДР играют различную экономическую роль для инвесторов и эмитентов на развивающихся фондовых рынках. Они предоставляют возможность внутренним инвесторам из развивающихся экономик приобретать ценные бумаги иностранных эмитентов. С их помощью на развивающихся рынках создается эффективная конкурентная среда для национальных и иностранных эмитентов ценных бумаг, заинтересованных в привлечении инвестиций от граждан и юридических лиц на внутреннем рынке. У эмитентов-резидентов появляются действенные стимулы к повышению качества корпоративного управления, обеспечению прозрачности информации об их финансово-хозяйственной деятельности, корпоративных событиях и выпускаемых ими ценных бумагах на уровне международных требований и стандартов. МДР являются средством укрепления экономической интеграции развивающихся стран, объединенных территориальной близостью, наличием тесных кооперационных связей между предприятиями, общими традициями и экономическими интересами. На основе рынка МДР могут появляться региональные финансовые центры, где обращаются ценные бумаги эмитентов из различных стран.

Рынок МДР ускоренными темпами развивается в Бразилии, Китае, Тайване и в других странах. Остановимся более подробно на опыте функционирования рынка *Аргентинских депозитарных расписок* (Certificado de Deposito Argentinos, или *CEDEAR*), который, несмотря на серьезнейший финансовый кризис, охвативший экономику Аргентины, может представлять собой интерес и для российского фондового рынка.

Фондовый рынок Аргентины до недавнего времени имел много общих черт с фондовым рынком в нашей стране, о чем свидетельствуют данные табл. 1.

Таблица 1.

Экономические показатели России и Аргентины в 2000 г.

Показатель	Аргентина	Россия
Валовый внутренний продукт, млрд. долл.	285	251
Капитализация фондового рынка, млрд. долл.	166	60-64
Среднедневной объем сделок соответственно на Буэнос-Айреской фондовой бирже (ВСВА) и на ММВБ, млн. долл.	180	60-70
Количество акций, допущенных к торговле на ВСВА и на ММВБ.	~250	~250

В 2000 г. при примерно одинаковом абсолютном размере ВВП Аргентины и России (в 2001 г. ВВП в России превысил ВВП Аргентины), российский фондовый рынок примерно в

2,5 раза уступал аргентинскому рынку по размеру капитализации и объему биржевых торгов. Даже при сокращении ВВП в 1999-2000 годах в результате рецессии Аргентина сумела добиться в эти годы ежегодного роста капитализации компании в размере 80% - с 45 млрд. долл. в 1998 г. до 166 млрд. долл. в 2000 г. Лишь в 2001 году ожидалось снижение капитализации примерно до 130 млрд. долл.. В России же в течение 1999-2001 гг. наблюдалась иная тенденция - при устойчивом росте ВВП в 1999, 2000, 2001 гг. соответственно на 3,5, 8,5 и 5,5% уровень капитализации акционерных обществ стабильно держится на отметке 60-65 млрд. долларов.

Аргентинские депозитарные расписки впервые были выпущены в 1997 г. CEDEAR - обращаемые (эмиссионные) ценные бумаги, удостоверяющие право на ценные бумаги, выпущенные иностранными эмитентами. Выпуск и обращение CEDEAR регулируется правовым актом Национальной (аргентинской) комиссии по ценным бумагам (далее - НКЦБ) от 10.07.1997 №291 и Правилами листинга ценных бумаг на Буэнос-Айреской фондовой бирже (далее - ВСВА) от 1997 г.

Принимая указанное постановление, НКЦБ ставила перед собой цели:

- стимулировать развитие национального фондового рынка;
- расширить возможности внутренних инвесторов по диверсификации их инвестиционных портфелей;
- предоставить возможность внутренним инвесторам приобретать ценные бумаги иностранных эмитентов;
- активнее привлечь иностранные компании на национальный фондовый рынок.

До кризиса в Аргентине сложился рынок CEDEAR, составляющий 10-14% биржевого рынка акций. CEDEAR стали финансовым инструментом, активно привлекающим средства внутренних инвесторов в случаях, когда под влиянием неблагоприятных условий на финансовом рынке аргентинские инвесторы стремились вывести средства из акций и облигаций в Аргентине и приобрести ценные бумаги иностранных эмитентов. До недавнего времени CEDEAR позволяли обеспечить подобный арбитраж без потерь для внутреннего финансового рынка.

Таблица 2

**Среднедневные объемы торгов
финансовыми инструментами на ВСВА в 1999-2001 гг.
(тыс. долл.)**

Финансовый инструмент	1999	2000	2001
Акции и купоны	47 221,7	38 764,0	32 826,6
Корпоративные облигации	1 780,6	2 450,1	1 639,9
Государственные облигации	134 818,1	113 205,5	73 772,9
CEDEAR	309,4	5 512,6	3 558,8
-в % к объему оборотов акций и купонов	0,65	14,22	10,84
-в % к объему оборотов на ВСВА – всего	0,15	3,04	2,42

*На 31 октября 2001 г.

Среднедневной оборот CEDEAR на ВСВА увеличился в 2000 г. по сравнению с 1999 г. почти в 18 раз. В 2001 г. среднедневной оборот CEDEAR составлял 3,6 млн. долларов. В 2000-2001 гг. объемы биржевого рынка CEDEAR превосходили размеры рынка корпоративных облигаций более чем в два раза (табл. 2).

CEDEAR оказались привлекательными для следующих категорий аргентинских инвесторов:

- мелких инвесторов, заинтересованных во включении иностранных ценных бумаг в их инвестиционные портфели;

- пенсионных фондов, которые вправе в соответствии с аргентинским законодательством инвестировать в CEDEAR не более 7% своих активов;
- институциональных инвесторов, прежде всего, инвестиционных фондов, в составе инвестиционных портфелей которых CEDEAR могут занимать до 100%, поскольку согласно аргентинскому законодательству они не считаются иностранными ценными бумагами.

CEDEAR выпускаются в форме документарных именных ценных бумаг или в бездокументарной форме. Одна CEDEAR может выпускаться на одну или несколько ценных бумаг одного иностранного эмитента, предоставляющих одинаковые права их владельцам.

Базисным активом CEDEAR являются акции и иные ценные бумаги, выпускаемые иностранными эмитентами, выпуски которых не зарегистрированы НКЦБ. Указанные ценные бумаги должны быть допущены к листингу на зарубежных фондовых рынках, признаваемых НКЦБ, с регулируемыми органами которых НКЦБ подписала Меморандум о взаимопонимании.

По аналогии с АДР различаются два типа CEDEAR - спонсируемые и неспонсируемые. С помощью спонсируемых CEDEAR иностранные эмитенты базисных активов получают возможность привлечь дополнительные средства аргентинских инвесторов. В процессе эмиссии спонсируемых CEDEAR устанавливаются дополнительные требования НКЦБ к эмитентам базисных активов и депозитариям - эмитентам CEDEAR по приведению стандартов их финансовой и иной отчетности к национальным правилам и стандартам, а также регулярному раскрытию информации эмитентами базисных активов и CEDEAR.

В отличие от рынка депозитарных расписок в США, Китае и Бразилии, где преобладают или выпускаются исключительно *спонсируемые* депозитарные расписки, на аргентинском фондовом рынке выпускались преимущественно *неспонсируемые* депозитарные расписки. На конец 2001 г. было выпущено и допущено к обращению на ВСВА 220 выпусков CEDEAR, более половины указанных выпусков являлись неспонсируемыми депозитарными расписками.

Эмитентами CEDEAR могут выступать коммерческие, инвестиционные банки и финансовые компании, уполномоченные Центральным банком Аргентины, а также Центральный аргентинский депозитарий (Caja de Valores, или CdV). Любой эмитент CEDEAR должен обладать минимальным капиталом в 30 млн. долларов США. До кризиса эмитентом большинства программ CEDEAR в Аргентине являлся Буэнос-Айресский филиал Дойче Банка.

Эмитенты CEDEAR выполняют следующие функции:

- размещение и погашение CEDEAR;
- координация деятельности хранителя, регистратора и платежного агента CEDEAR;
- поддержание контактов с инвесторами и регулируемыми органами;
- раскрытие информации;
- мониторинг корпоративных событий с помощью хранителя;
- обеспечение выплаты дивидендов и прав по голосованию по доверенности владельцам CEDEAR.

По первому требованию собственника CEDEAR депозитарные расписки должны быть обменены депозитарием на базисные активы. При этом одновременно с поставкой ценных бумаг, являющихся базисным активом, на счет их нового владельца, соответствующее количество CEDEAR аннулируется или погашается.

Эмитент CEDEAR обязан раскрывать любым заинтересованным лицам информацию о базисных активах, официально получаемую от эмитентов и хранителей, регулярно раскрывать свою годовую и квартальную финансовую отчетность о количестве выпущенных депозитарных расписок и ценных бумаг, составляющих базисные активы.

Важной обязанностью депозитария - эмитента CEDEAR является конвертация сумм дивидендов, полученных по базисным активам в виде средств в иностранной валюте с целью их перечисления владельцам CEDEAR. Для этого депозитарий - эмитент CEDEAR должен иметь лицензию на право осуществления валютных операций, выдаваемую Центральным банком Аргентины.

Даже в условиях подъема финансового рынка Аргентины и полной свободы обращения в стране доллара США ценные бумаги иностранных эмитентов не допускались к обращению на аргентинских фондовых биржах.

В качестве хранителей базисных активов по отношению к CEDEAR могут выступать Центральный Аргентинский Депозитарий (CdV), Центральный депозитарий страны регистрации выпуска базисных активов, а также кастодиальные банки в стране выпуска, базисного актива, акционерный капитал которых составляет не менее 200 млн. долларов США.

В настоящее время в качестве хранителя базисных активов по программам CEDEAR в Аргентине выступает Нью-Йоркский филиал Дойче Банка.

В схеме CEDEAR хранитель осуществляет следующие функции:

- хранение ценных бумаг, составляющих базисные активы; удостоверение прав на базисные активы в виде записей по счету ценных бумаг, открываемому на имя депозитария – эмитента CEDEAR;
- принятие на хранение (выдача) базисных активов при первичном размещении (погашении) CEDEAR;
- своевременное перечисление эмитенту CEDEAR доходов по базисным активам (дивидендов и др. платежей), а также передача необходимой корпоративной информации, полученной от эмитентов базисных активов;
- направление эмитенту CEDEAR бюллетеней для голосования и иных документов, необходимых при проведении собраний акционеров по акциям, являющихся базисными активами;
- предоставление совместно с эмитентом CEDEAR информации в соответствии с требованиями НКЦБ.

Важные функции на рынке CEDEAR выполняет Центральный Депозитарий (CdV). Его функции:

- удостоверение прав на CEDEAR в виде записей по счетам ценных бумаг их владельцев;
- осуществление функций расчетного депозитария и клирингового центра при заключении биржевых сделок с CEDEAR на BCBA и расчеты по их итогам;
- выполнение функций платежного агента CEDEAR;
- сбор и поддержание информации о владельцах депозитарных расписок, их адресах, номерах налогоплательщика согласно требованиям аргентинского налогового законодательства;
- расчет дивидендов и их распределение владельцам CEDEAR в национальной валюте.

Таким образом, в период ускоренного развития аргентинского фондового рынка, наряду с ликвидным рынком акций в Аргентине был создан весьма перспективный и интересный для внутренних инвесторов рынок местных депозитарных расписок. Позитивная сторона опыта создания рынка CEDEAR – оперативность принятия решения регуляторами аргентинского фондового рынка, которые в короткие сроки помогли создать организованный рынок новых финансовых инструментов, интересных для внутренних инвесторов, иностранных эмитентов и иных участников национального фондового рынка. С точки зрения перспектив развития российского рынка интересно то обстоятельство, что даже в условиях подъема финансового рынка Аргентины и полной свободы обращения в стране доллара США ценные бумаги иностранных эмитентов не допускались к обращению на аргентинских фондовых биржах.

Вместе с тем аргентинский опыт показывает, что поощрение эмиссий, прежде всего, имеющих спекулятивную направленность неспонсируемых депозитарных расписок на развивающемся рынке не всегда оправданно. В этом случае отсутствует необходимое взаимодействие местного фондового рынка с эмитентами базисных активов, рынок МДР становится непрозрачным, существенно возрастают риски попадания на фондовый рынок ценных бумаг ненадежных иностранных эмитентов.

Поэтому интересны меры по организации рынка МДР в Китае, где первые эмиссии китайских депозитарных расписок планируется осуществлять на совершенно иной, чем в Аргентине основе.

3. Формированию рынка китайских депозитарных расписок

В настоящее время китайский фондовый рынок является самым крупным и наиболее динамично развивающимся рынком ценных бумаг в мире. Он занимает по капитализации 11-е место в мире, а включая Гонконгскую фондовую биржу – 6-е. Сравнение ключевых показателей экономик и фондовых рынков России и Китая в 2000 г. см. табл. 3.

Таблица 3

Экономические показатели России и Китая в 2000 г.

Показатель	Китай	Россия
Валовый внутренний продукт, млрд. долларов США	1 076	251
Капитализация фондового рынка, млрд. долларов США	581	60-64
Количество акций, допущенных к торговле на двух китайских фондовых биржах и на ММВБ	1 088	~250

По своим масштабам экономика и финансовый рынок Китая существенно превосходят российский. За 2000 г. ВВП Китая в 4,3 раза выше ВВП России. Еще более впечатляет отрыв Китая по показателям фондового рынка. В частности, в 2000 г. капитализация китайского фондового рынка была почти в 9 раз выше капитализации российского фондового рынка. Количество эмитентов, включенных в листинг Шанхайской и Шеньженьской фондовых бирж, более чем в 4 раза превышало аналогичный показатель, характеризующий деятельность крупнейшего российского организатора торговли на рынке ценных бумаг – ММВБ.

Но даже на столь динамично развивающемся фондовом рынке стала актуальной проблема формирования рынка *Китайских депозитарных расписок* (далее – CDR). Во второй половине 2001 г. китайские официальные лица объявили о подготовке к эмиссии и обращению на фондовых биржах материкового Китая первой программы эмиссии CDR гонконгской компании China Mobile (Hong Kong) Limited (далее – China Mobile).

Указанная компания - крупнейшая телекоммуникационная компания на территории всего Китая. Акции China Mobile котируются на Гонконгской фондовой бирже (по объему торгов акциями данный эмитент занимает второе место в списке компаний, ценные бумаги которых обращаются на этой фондовой бирже), а АДР, выпущенные China Mobile допущены к торгам на Нью-Йоркской фондовой бирже. При этом депозитарием-эмитентом АДР на акции China Mobile является Bank of New York.

Китайские власти предполагают, что CDR компании China Mobile будут выпускаться и обращаться с расчетами в юанях. Инвестиционным консультантом по этому проекту назначена компания China International Capital Corp., - совместное предприятие Morgan Stanley и China Construction Bank.

Выпуск CDR не только предоставит национальным инвесторам в Китае возможность диверсифицировать свои вложения за счет акций компаний, торгуемых в гонконгских

долларах, но и может рассматриваться как серьезный шаг, направленный на интеграцию экономик и рынков двух де-факто различных территориальных образований (ранее - государств) – материкового Китая и Гонконга.

Согласно классификации ценных бумаг, принятой в Китае, акции гонконгской компании China Mobile относятся к так называемым и «красным фишкам» (red chips), т.е. ценным бумагам компаний, зарегистрированных за рубежом, имеющих дочерние фирмы в материковом Китае и осуществляющим деятельность на его территории. China Mobile активно поглощает региональные китайские телекоммуникационные компании и планирует, прежде всего, развивать свою деятельность на территории континентального Китая. Только при этом условии высшие органы власти Китая позволяют выйти этой компании на внутренний китайский фондовый рынок с эмиссией китайских депозитарных расписок в целях привлечения новых инвестиций, необходимых для развития этой компании.

Такой прагматический подход к развитию рынка МДР имеет несомненный интерес для России, хотя и не обещает ускоренного развития рынка депозитарных расписок по аргентинскому варианту. Помимо создания условий для приобретения китайскими инвесторами иностранных ценных бумаг, он позволяет решить не менее значимые задачи – использовать привлекаемый при выпуске базисных активов и CDR капитала на нужды национальной экономики, а также ускоренное развитие индустрии национальных инвестиционных банков и инфраструктуры финансового рынка. При этом государство не теряет действенных рычагов в сфере валютного контроля и поддержания курса национальной валюты.

4. Перспективы создания рынка российских депозитарных расписок

В нашей стране процессы либерализации режима валютного регулирования, ускоренного роста спроса на надежные финансовые инструменты Пенсионного фонда РФ, негосударственных пенсионных фондов, инвестиционных фондов, страховщиков, коммерческих банков, граждан и нефинансовых организаций - инвесторов неизбежно повлекут за собой ориентацию российских инвесторов на иностранные финансовые инструменты.

Важно не допустить ситуации, когда инвестиционные ресурсы будут безвозвратно уходить из страны, а государство лишится инструментов воздействия на участников рынка в сфере валютного регулирования и контроля, а также защиты прав инвесторов. В этих условиях рынок российских депозитарных расписок может стать необходимым звеном, удачно соединяющим интересы отечественных инвесторов, иностранных эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и органов государственного регулирования на финансовом рынке.

Рынок российских депозитарных расписок может стать необходимым звеном, соединяющим интересы отечественных инвесторов, иностранных эмитентов, профессиональных участников рынка ценных бумаг и органов государственного регулирования на финансовом рынке.

В целях формирования рынка российских депозитарных расписок необходимо всесторонне учесть опыт других стран и построить такую модель его правового регулирования, которая в полной мере была бы ориентирована на предоставление возможностей инвесторам по диверсификации их вложения в надежные и доходные финансовые инструменты, а также позволяла бы обеспечить рост национального финансового рынка, повышение уровня корпоративного управления и степени прозрачности информации, подлежащей раскрытию на фондовом рынке.