

**Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса:
стратегическая роль советов директоров/ Ответственный редактор
И.В. Ивашковская. – М.: Издательство «Европа», 2008. стр. 51-58**

Андрей Верников,
д.э.н., профессор, Государственный университет –
Высшая школа экономики,

Совет директоров и система корпоративного управления в российских банках

В последние годы советы директоров начали приобретать работоспособность за счёт укрепления кадрового состава, разработки внутренних документов и процедур, более систематической и содержательной работы. Нас интересует, какие именно функции совета директоров объективно востребованы в условиях России и соответствует ли новая институциональная форма реальному содержанию, а также существует ли взаимосвязь между качеством *corporate governance* (корпоративного управления, далее - КУ) и рыночной оценкой стоимости банка. Отталкиваясь от хорошо известных теорий корпоративного управления, мы анализируем реальные интересы, отношения и конфликты участвующих сторон.

Предмет исследования – система КУ, складывающаяся в российских банках, и роль в ней совета директоров. *Объектом* изучения стали российские коммерческие банки, входящие в числе тридцати крупнейших по величине чистых активов на 1 октября 2007 года (см. Приложение). Наиболее подходящим *методом* исследования представляется анализ конкретных ситуаций – *case study*. Мы обобщаем результаты собственного изучения семи кейсов (Сбербанк России, ВТБ, Альфа-Банк, МДМ-Банк, Ак Барс Банк, Райффайзенбанк и Международный московский банк).¹ По нашему мнению, применению эконометрических методов на данном этапе препятствует слишком короткий наблюдений, слабость методологии (нечёткость понятий и определений, несовпадение формальной стороны и содержания явлений, ненадёжность

¹Статья отражает исключительно личное мнение автора, но не позицию какой-либо из компаний, в которых автор работал либо работает независимым директором.

proxies, выбираемых для оценки качества КУ и деятельности банка) и неполнота информации.

Какие функции совета директоров востребованы в российских условиях

Исследование МФК и другие аналогичные обзоры выявляют высокую степень формальной приверженности банков хорошо известным принципам КУ. Циничное объяснение заключается в том, что активизация роли совета директоров и прочих институтов КУ – это элемент предпродажной подготовки банка и вынужденная уступка внешним механизмам принуждения участников рынка к соблюдению определённого набора правил поведения. В роли внешних механизмов принуждения выступают фондовые биржи со своими правилами листинга и национальные регуляторы. Так, независимые директора обычно появляются в банке в преддверии выхода на рынки капитала, с тем чтобы выполнить формальные требования, предъявляемые фондовыми биржами и внешними инвесторами. По нашему мнению, в условиях России не действуют основные факторы, составляющие *raison d'être* (смысл существования) совета директоров как главного органа управления компанией.

Центральным звеном парадигмы *corporate governance* является «агентская проблема», то есть выход наёмных менеджеров из-под контроля акционеров и их оппортунизм при расплывчатой структуре акционерного капитала и отделении собственности от управления. Это рождает потребность в представительном, независимом и сильном совете директоров. Целый ряд исследований показал, что действие теории *corporate governance* не столь универсально: вне англо-саксонского мира расплывчатая форма собственности встречается достаточно редко. В большинстве стран мира преобладают компании, в которых есть контролирующие акционеры – блокхолдеры, причём такую роль может играть и государство [LaPorta *et al.*, 1999; Morck, Steier, 2005]. К числу стран с высококонцентрированной собственностью относится и Россия. В списке тридцати крупнейших коммерческих банков России нам не удалось обнаружить ни одного, отвечающего признакам *widely-held corporation*; в каждом случае можно идентифицировать блокхолдера – индивидуального либо коллективного. Многие из ведущих частных банков (Уралсиб, МДМ-Банк, Промсвязьбанк, Русский стандарт, Межпромбанк, Zenit, Возрождение, КИТ Финанс, Глобэкс) фактически имеют одного хозяина. Даже в тех редких случаях, когда эксперты рейтингового агентства Standard & Poor's [2007] обнаружили дисперсную собственность, есть основания предполагать

наличие коллективного блокхолдера, то есть группы связанных между собой (аффилированных) акционеров. Если сделать акцент на содержательной стороне, то концентрация собственности и контроля в последние годы неуклонно нарастала.

Теперь об отделении собственности от управления. Незрелость общественных институтов, обеспечивающих эффективную защиту прав собственности [Авдашева, 2004; Капелюшников, 2005; Радыгин и Энтов, 2001], по-прежнему вынуждает российских собственников непосредственно участвовать в управлении принадлежащими им банками с целью надёжного контроля над ними. Как показали результаты проведенного МФК исследования корпоративного управления в банках России², в 13% российских банков главный акционер является членом коллегиального *исполнительного* органа - правления [МФК, 2007]. Вероятно, истинные показатели выше, поскольку российские правила раскрытия информации оставляют собственникам возможность скрывать свою идентичность за номинальными держателями акций банка.

Повышение роли советов директоров произошло в России «сверху», то есть по инициативе и желанию собственников банков. Оно стало результатом тенденции к перемещению собственников из исполнительных органов в совет директоров. В 53% случаев главный акционер банка является членом совета директоров, у 39% банков в совет директоров входит второй по значению собственник банка, в 36% банков – третий по значению акционер. Означает ли это, что происходит начало разграничения *governance* и *management* ? Эмпирические подтверждения для такого вывода пока лишь накапливаются. По мнению МФК, за последние три года собственники не начали более активно играть роль финансовых инвесторов, делегирующих бизнес-решения профессиональному совету директоров либо правлению. Российский менталитет вообще не различает понятия *management* и *governance* - не случайно в русском языке они передаются одним и тем же термином «управление». Обладая в компании высокими полномочиями в силу своего права собственности, крупный акционер обычно не готов к самоограничению в рамках *governance*, особенно если предшествующий (богатый и успешный) жизненный опыт был в основном управленческим. Блокхолдер не видит смысла в добровольном отказе от активной руководящей роли и продолжает распоряжаться в своём банке как топ-менеджер.

² Здесь и далее, если не указан иной источник, данные взяты из проведённого под эгидой Международной финансовой корпорации исследования корпоративного управления в российских банках [МФК, 2007].

Сложно оценить реальную степень участия акционера в управлении банком. Анкетирование сотрудников банка часто отражает лишь формальную сторону и поэтому искажает статистический результат. Отсутствие блокхолдера в официальном списке акционеров банка становится причиной систематического искажения получаемых данных в сторону занижения. Для преодоления неполноты информации предлагаем собственный простой и наглядный критерий (*rule of thumb*) для экспресс-оценки того, участвует ли крупный акционер или бенефициар в непосредственном управлении банком. Это наличие у него рабочего кабинета в здании банка. Дело в том, что для реализации функции собственника постоянный офис не нужен; если же он есть, то это означает непосредственное участие данного акционера в менеджменте. Сложно представить себе, что постоянно присутствующий в служебных помещениях банка крупный акционер не осуществляет никакой деятельности управленческого характера (проведение встреч и совещаний с менеджментом, раздача поручений и распоряжений). Если имеющий свой аппарат в банке крупный акционер является при этом членом или председателем совета директоров – значит, он управляет банком не *через совет*, а самостоятельно, то есть *помимо совета*: ведь все другие члены совета не могут постоянно присутствовать в банке и участвовать в тех встречах и совещаниях, которые проводит акционер. Нахождение блокхолдера в составе совета директоров не превращает автоматически совет директоров в основной центр принятия решений. На практике основные взаимодействия могут выстраиваться по линии «главный акционер – CEO» либо «главный акционер – другие топ-менеджеры». Если же контролирующий акционер не входит в состав совета директоров – значит, совет директоров в данном банке вообще не встроен во «властную вертикаль» и играет декоративную роль.

Корпоративное законодательство России ориентируется в основном на правовую традицию континентальной Европы, предусматривающую не один, а два коллегиальных органа управления, то есть совет директоров (наблюдательный совет) и правление. Статья 11.1 закона «О банках и банковской деятельности» [Закон, 1990] предписывает банкам создание коллегиального органа управления и наделение его широкими полномочиями по руководству деятельностью. Между тем, начиная с «Кодекса корпоративного поведения» ФКЦБ, документы директивного и рекомендательного характера отводят центральную роль в системе корпоративного управления совету директоров [Банк России, 2005; 2007], что вытекает из англосаксонской традиции создавать в компаниях *один совет (Board)*. Это очередной пример несистемного заимствования иностранных институтов для их переноса и трансплантации на российскую почву, что порождает коллизии и конфликты

[McCarthy *et al.*, 2004]. Не случайна путаница в переведённых с английского языка учебниках и наставлениях по корпоративному управлению, когда термин «*board*» переводится попеременно как «правление» и как «совет директоров». Попытка реализовать в российских условиях рекомендации КУ, адресованные единому совету, приводит к институциональным конфликтам и смешению функций *governance* и *management*.

Усиление одного из элементов системы управления неизбежно влечёт за собой перераспределение полномочий и ответственности. Для американских банков эта коллизия нетипична, потому что CEO практически всегда входит в *Board* (совет директоров) либо даже является его председателем, а государственное регулирование охватывает уровень совета директоров и не регламентирует работу исполнительных органов. В Европе, наоборот, функции наблюдательного совета ограничены, и все основные решения принимаются на уровне CEO и правления банка, причём члены правления не могут входить в состав совета директоров. Наблюдается тенденция к некоторой «американизации» управления европейскими и японскими банками, вызванная требованиями международных финансовых рынков, что, впрочем, не опровергает преимуществ и жизнеспособности европейской модели.

В частном банке с контролирующим акционером содержание корпоративного управления сводится к защите интересов неаффилированных миноритариев - если таковые имеются - от его оппортунистического поведения, и ограждению высших исполнительных органов банка от его прямого вмешательства в руководство. Совет директоров имеет шансы помочь решению первой, но не второй из названных задач: усиленный ключевым акционером совет ещё более склонен вторгаться в сферу исполнительного руководства и подменять собой правление. Принято считать, что чем более деятелен совет директоров – тем лучше. Однако повышение роли советов директоров, укрепление его состава и активизация работы ставят непростой вопрос о разграничении полномочий с исполнительными органами – CEO и правлением. Чрезмерно активный и «вовлечённый» совет директоров рискует частично подменить собою высшее исполнительное руководство и фактически стать супер-правлением банка. Пример из практики: совет директоров крупного банка решает существенно изменить полномочия и сферу ответственности одного из топ-менеджеров; топ-менеджер не соглашается с этим и покидает компанию; CEO сожалеет о потере своего ближайшего сотрудника [Ведомости, 10.10.2007]. С одной стороны, налицо сильный и дееспособный совет директоров, что должно, по идее, свидетельствовать о зрелости

системы корпоративного управления. С другой стороны, грань между *governance* и *management* оказывается размытой, и активная роль совета директоров ведёт к вторжению в сферу исключительных полномочий CEO – распределение ответственности между членами коллегиального исполнительного органа. Пересечение полномочий двух органов управления банком в сфере стратегического руководства приводит к двоевластию, дезориентации менеджеров высшего и среднего звена и хаосу в управлении.

Таким образом, в компании с высококонцентрированной собственностью и совмещением функций собственности и управления роль и функции совета директоров отличаются от хрестоматийных положений теории *corporate governance*, обобщающих опыт англосаксонских стран. Роль совета директоров как органа, представляющего и гармонизирующего интересы большого числа находящихся где-то далеко акционеров, в России объективно востребована лишь частично. Этих акционеров в каждом из банков совсем немного, и они предпочитают лично входить в состав руководящих органов банка и возглавлять эти органы. В этих специфических условиях совет директоров призван решать «агентскую проблему» в основном в государственном секторе, где собственность фактически бесхозная, а также в тех редких частных банках, владельцы которых действительно решили «отойти от дел».

Директор - советник или менеджер?

Более половины опрошенных банков заявляют о наличии «независимых» членов в составе советов директоров. Появление в российских банках внешних директоров вызвало всплеск до сих пор не утихающего энтузиазма, возродило надежды на лучшее будущее российского корпоративного управления и стало главным (а подчас и единственным) свидетельством улучшения его «качества». Именно на наличие в совете независимых членов обращают внимание средства массовой информации при описании системы управления. У единственного российского банка, имеющего рейтинг корпоративного управления (РКУ) от агентства Standard & Poor's, оценка состава и эффективности совета директоров выросла сразу вдвое через несколько месяцев после начала работы совета с численным преобладанием независимых директоров. Повышение среднего рейтинга с РКУ-5 до РКУ-6 позволило банку войти в пятёрку лучших российских компаний [Standard & Poor's, 2005].

Изучение мотивации собственников, приглашающих внешних специалистов в качестве независимых директоров, может дать ключ к пониманию институциональных проблем, возникающих при внедрении чуждого для нашей страны института независимых директоров. Наряду с вкладом в повышение инвестиционной привлекательности банка, собственники ожидают от внешних директоров помощи в разработке бизнес-стратегии, развитии отношений с потенциальными инвесторами и внешним миром в целом, привлечении новых крупных клиентов и источников финансирования, лоббировании интересов банка в органах власти.

Все эти задачи по-своему важны, однако ускользает главное: участие в принятии важнейших решений именно в качестве директоров, то есть лиц, обладающих серьёзными полномочиями и несущих личную ответственность. К числу таких ключевых решений, безусловно, относится обеспечение преемственности высшего руководства банка, назначение CEO и определение условий его вознаграждения. Однако, как показало исследование МФК, в большинстве российских банков отвергается идея о том, что совет директоров должен заниматься подбором, назначением и увольнением CEO и определением условий его контракта. Нам неизвестны случаи, когда совет взял бы в свои руки инициативу в данном вопросе и реализовал своё предложение по кандидатуре CEO независимо от желания крупных акционеров. Свежий пример: члены совета директоров крупного банка с государственным капиталом не участвуют в решении судьбы своего собственного CEO и послушно ждут, пока им предложат проголосовать за единственного, непонятно кем выдвинутого, кандидата на замещение этой ключевой должности.

В отсутствие массы неаффилированных акционеров приглашение независимого директора и наделение его полномочиями – это всегда жест доброй воли со стороны собственника. Высокие полномочия независимого директора в области *governance* вытекают из формальных уставных документов. Однако все стейкхолдеры привыкли игнорировать формальные правила в пользу своих неформальных представлений о том, «кто в лавке хозяин». Они ориентируются на реальный центр власти – блокхолдера, если он находится недалеко, либо высшего менеджера, действующего от имени блокхолдера.

Если результат голосования директора на 100% предопределён голосованием блокхолдера, то такое лицо не может считаться независимым директором. Независимость директоров является не только и не столько финансовой проблемой, но и социо-культурной. Для компаний англосаксонского мира несовпадение интересов

отдельных акционеров и групп акционеров, конкуренция и борьба между ними, в том числе в формате совета директоров, совершенно нормальны. В России же любое отклонение от консенсуса воспринимается как кризис в управлении. «Независимость» членов совета директоров, равно как и их «директорство», может носить весьма условный характер, и совет директоров часто работает в режиме консультативного совета. Собственник культивирует независимость директоров по отношению к менеджменту, но не к себе самому. Даже самого прогрессивного собственника раздражают проявления независимости со стороны директора, его стремление тщательно разобраться в вопросе, неготовность присоединиться к консенсусу. Возникает культура послушных, «ручных» директоров, которые по сути становятся советниками главного акционера. Реакцией на добросовестное исполнение директорами своих фидуциарных обязанностей может быть перенос процесса принятия решений из формата совета директоров в кулуары и на привычные неформальные рельсы, «для экономии времени и повышения оперативности».

Директорский статус нужен для того, чтобы привлечь на эту должность требующегося банку кандидата, но насколько искренне собственник банка при этом хочет, чтобы независимый директор реально участвовал в выработке ключевых решений, – ответ на данный вопрос надо искать не в публичных интервью, а в анализе структуры и практики функционирования каждого совета директоров. По нашему мнению, о декоративности совета директоров и института независимых директоров могут свидетельствовать: отсутствие у совета рабочих органов – комитетов (специализированные комитеты не действовали в 63% опрошенных банков, причём комитет по аудиту есть лишь у 17% банков); приглашение в совет иностранных специалистов, не владеющих русским языком и проживающих в другой стране; большое количество заочных голосований и малое количество очных заседаний совета; краткость заседаний; единогласное голосование по всем вопросам повестки в течение года. Менее чем в половине частных банков комитет совета директоров по аудиту возглавляет независимый директор. Лишь в одном из каждых трёх банков от совета директоров ожидают контроля и надзора за деятельностью исполнительного руководства.

Но бывает и по-другому: степень вовлечённости внешнего такова, что грань между независимым директорством и *менеджментом* стирается. Пример из практики: блокхолдер крупного банка настаивает на том, чтобы независимый директор исполнял роль председателя совета директоров на основе эксклюзивности, то есть работал

только в одной компании *full-time* - полный рабочий день. Так всё-таки директор или менеджер? На помощь снова приходит «кабинетный тест»: если директору выделен в банке служебный кабинет и хотя бы минимальный аппарат, то это значит, что данное лицо фактически влилось в корпус топ-менеджмента. Совет директоров функционирует в форме совместных заседаний, проводимых с определённой периодичностью и не слишком часто, поэтому работа независимого директора не требует наличия постоянного офиса в здании банка, если речь действительно идёт о независимом директорстве, а не чём-то ином.

Следовательно, введение нового института независимых директоров слабо затрагивает существо реальных отношений между заинтересованными сторонами (*stake-holders*) - собственниками и менеджерами, а под новой формой скрывается прежнее содержание. В описанных выше ситуациях мы усматриваем *разрыв между формой и содержанием*. Номинальный статус независимого директора может расходиться с истинными функциями и ролью такого лица. При высокой концентрации собственности и личном участии блокхолдера в управлении «независимое директорство» видится как неустойчивая институциональная форма, подверженная переходу в иное качество. Под формой *директорства* скрывается иное содержание, а именно работа в качестве более или менее независимого советника при ключевом акционере либо в качестве менеджера.

Совет директоров и рыночная оценка банковского бизнеса

Ключевым элементом анализа с точки зрения управления стоимостью компании является вопрос: влияет ли и как именно влияет деятельность совета директоров на изменение стоимости. Вопрос о взаимосвязи между качеством *corporate governance* (корпоративного управления, далее - КУ) и рыночной оценкой стоимости компании находится в центре внимания специалистов по корпоративным финансам, о чём свидетельствует внушительная библиография – почти 400 публикаций. Применительно к российским компаниям, Б.Блэк с соавторами [Black *et al.*, 2006] обнаружили экономически значимую и статистически сильную корреляцию между КУ и рыночной стоимостью акций, оговорившись при этом, что метод измерения КУ имеет значение.

Данный раздел работы находится в русле исследований, проводимых под руководством И.В.Ивашковской на кафедре экономики и финансов фирмы ГУ ВШЭ [Ивашковская, 2004 и 2007; Родионов, Старюк, 2007]. Наша задача – уточнение

отдельных теоретических и методологических вопросов, связанных с оцениванием роли совета директоров в создании стоимости, и тестирование основных гипотез на материале российских коммерческих банков. Гипотеза о наличии положительной корреляции между качеством КУ и показателем экономической прибыли для собственника банка не вызывает затруднений на логическом уровне, однако её корректное доказательство представляет собой неортодоксальную задачу, при решении которой возникают методологические проблемы. Мы пытаемся протестировать основные предположения и допущения, обычно используемые другими авторами. В настоящее время работа в данном направлении продолжается, и о конкретных результатах пока говорить рано.

Сложно найти надёжные переменные (*proxies*) качества КУ в качестве объясняющих переменных. Приводимые в официальной отчётности банков формальные показатели работы совета директоров (частота заседаний, структура совета и количество номинально независимых членов) могут быть бессодержательными и слабо отражать роль и качество работы совета. Только личный опыт и инсайдерские знания позволяют оценить в каждом конкретном случае ширину разрыва между сущностью и формой. Использование составляемого компанией Standard & Poor's рейтинга прозрачности российских банков также имеет свои недостатки. Прозрачность – это лишь одна из составляющих качества КУ, причём рейтинг отражает лишь факт раскрытия той или иной информации, но не её содержание. Получается, что банк с низким качеством КУ способен получить высокий балл за сам факт раскрытия информации об этом. Составители рейтинга информационной прозрачности предостерегают против использования данного рейтинга в качестве *proxу* качества КУ [Standard & Poor's, 2007].

Применение критериев, в центре которых находится деятельность совета директоров, создаёт риск получения ложных корреляционных зависимостей. Акцент на совете директоров означает молчаливое признание того, что для России автоматически применимы и актуальны постулаты англо-саксонской теории КУ, опирающейся на опыт стран с совершенно иными институциональными системами. Между тем в условиях высокой концентрации собственности, прямого участия собственника в управлении банком, в отсутствие неаффилированных миноритариев и при господстве неформальных норм поведения активизация работы совета директоров может представлять собой уступку внешним механизмам принуждения – регулятору банковской и фондовой системы, фондовым биржам – либо даже просто дань моде.

Полагаем, что в России адекватно оценить качество КУ можно с помощью набора показателей, характеризующих деятельность *всех* руководящих органов банка – совета директоров, СЕО и правления, а не только совета директоров. Необходимо учесть, не вторгается ли совет директоров в компетенцию исполнительных органов банка и не превращается ли в консультативный совет при главном акционере. Качество работы правления существенно влияет на устойчивость и эффективность банка, что в конечном счёте повышает капитализацию бизнеса. Именно коллегиальный исполнительный орган имеет шансы помочь повысить качество принимаемых стратегических решений, защитить СЕО и создать определённый противовес всеполюсному блокхолдера в интересах банка и его миноритарных акционеров. Такой подход совместим с российским корпоративным законодательством и учитывает структуру собственности в банковском секторе и особенности национальной управленческой модели.

На российском материале пока отсутствует корректное доказательство того, что стоимость банковского бизнеса для продажи инвесторам повышается именно через создание независимого совета директоров и других стандартных механизмов КУ. Традиционный метод анализа взаимосвязи КУ и стоимости акций несёт в себе риск эндогенности переменных. В выборку неизбежно попадают лишь те банки, которые уже вышли в качестве эмитентов на фондовый рынок или планируют сделать это в обозримом будущем. Понятно, что они вынуждены играть по правилам и поддерживать определённый уровень КУ.

Мы пытаемся преодолеть проблему эндогенности переменных расширением выборки банков. В нашу выборку вошли как те российские банки, чьи акции уже обращаются на фондовом рынке (таких не более двадцати, из них ликвидных – не более пяти), так и несколько десятков банков, чьи акции пока не котируются на фондовых биржах, однако они в текущем десятилетии сумели продать сторонним инвесторам крупный пакет своих акций (не ниже блокирующего, 25% плюс одна акция). Большинство из них выходили на сделку с инвесторами без создания институтов КУ по полному профилю, не имели рейтинга КУ или рейтинга прозрачности. Мы оперируем ценами, зафиксированными в фактических сделках, что повышает среднее качество базы данных по сравнению с биржевыми котировками. Мультирегрессионный анализ призван выявить зависимость стоимостной оценки российского банка от различных параметров: абсолютных размеров баланса, специализации в том или ином сегменте рынка, наличия развитой филиальной сети, количества клиентов, наличия

административного ресурса, качества исполнительного менеджмента, узнаваемости бренда, уровня IT-платформы, идентичности покупателя (российский или иностранный инвестор).

Большинство авторов полагают, что главное методологическое затруднение состоит в нахождении объясняющих переменных, то есть показателей, адекватно отражающих качество КУ в банке. На наш взгляд, идентификация корректного набора зависимых переменных является столь же актуальной задачей. Изучение роли совета директоров в достижении эффективности корпоративной стратегии, выражаемой через показатель экономической прибыли (*economic value added, EVA*), представляется плодотворным и перспективным направлением анализа. Выбор *EVA* в качестве зависимой переменной удачно решает некоторые методологические проблемы, связанные с особенностями фондового рынка России и низкой пригодностью показателей движения акций (*stock performance*) как зависимых переменных. Однако могут найтись и контраргументы. Показатель *EVA* базируется на величине прибыли в текущем периоде, пусть и скорректированной. Однако на практике при оценке стоимости коммерческого банка показатель, производный от прибыли банка (*P/E, price to earnings ratio*), используется редко и не является основным. Причина в том, что в российских условиях показатели прибыли банка весьма волатильны и ненадёжны; они подвержены разнообразным манипуляциям. На величину прибыли влияют внеэкономические факторы. Многие банки не являются основным центром прибыли своих финансово-промышленных групп. Вряд ли это создаёт надёжную основу для оценки стоимости банковского бизнеса.

Предлагается использовать в качестве зависимой переменной производную величину от капитализации банка, то есть уровень его оценки сторонними инвесторами по отношению к балансовой величине собственных средств - капитала (*price / book value multiple*). В России мультипликатор величины капитала играет роль интегрального инструмента при оценке банковского бизнеса. Самые предварительные оценки и расчёты свидетельствуют о том, что наличие действующего совета директоров и качество его работы совета оказывается лишь одним из параметров, влияющих на поведение зависимой переменной. С высоким мультипликатором оценивались в том числе и совершенно непрозрачные банки с декоративным советом директоров, хронически игнорирующие интересы миноритариев. На этапе доработки модели мы постараемся сформулировать объяснения этому явлению.

Заключение

Внедряемые в России формальные институты корпоративного управления не всегда согласуются с внутренней логикой традиционной русской модели управления. В российских банках объективно менее востребована функциональность совета директоров для преодоления агентской проблемы бесконтрольности менеджмента. Разделение функций собственности и управления протекает медленно. Грань между *governance* и *management* пока не проведена, и советы директоров с трудом встраиваются во «властную вертикаль» между собственником и исполнительными органами банка, на практике часто превращаясь в инструмент всесильного блокхолдера. Институт независимых директоров проходит трудное становление и пока сохраняет черты декоративности. Востребованными оказываются не совсем те функции, которые следуют из стандартных постулатов теории корпоративного управления: независимые директора на практике часто действуют как советники либо внештатные топ-менеджеры.

Основным направлением исследований нам видится анализ взаимосвязи между качеством КУ и стоимостной оценкой банковского бизнеса. На длительном отрезке времени предстоит сравнить эффективность добровольно принятой отдельными банками модели КУ по сравнению с более традиционными моделями управления. Набор объясняющих переменных должен быть расширен за счёт включения показателей, отражающих работу разных органов управления (а не только совета директоров, как в практике англо-саксонских стран) и их взаимодействие между собой. В качестве зависимой переменной предлагается использовать соотношение цены фактических сделок - как биржевых, так и внебиржевых - с крупными пакетами банковских акций к балансовой величине собственных средств (капитала банка).

Библиография

- Авдашева С.Б. Бизнес-группы в российской промышленности // Вопросы экономики. 2004. № 5. С.121-134.
- Банк России «О перечне вопросов для проведения кредитными организациями оценки состояния корпоративного управления», Письмо Банка России от 07.02.07 № 11-Т // Вестник Банка России. 2007. № 7 (951).

Банк России «О современных подходах к организации корпоративного управления в кредитных организациях», Письмо Банка России от 13.09.05 № 119-Т // Вестник Банка России. 2005. № 50 (848). С.23-31.

Закон «О банках и банковской деятельности». Федеральный закон РФ от 02.12.1990 №395-1.

Ивашковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С.113-132.

Ивашковская И.В. Советы директоров и создание экономической прибыли в российских компаниях. В кн.: «Модернизация экономики и общественное развитие». Сборник докладов VIII Международной научной конференции Москва, 3-5 апреля 2007 года. М., Издательство ГУ-ВШЭ, 2007

Капелюшников Р.И. Концентрация собственности и корпоративное управление. Препринт WP 1/2005/03. Москва: ГУ Высшая школа экономики, 2005.

МФК. Корпоративное управление в банковском секторе России. Исследование динамики улучшений. Москва: Международная финансовая корпорация, 2007.

Прохоров А.П. Русская модель управления. М.: ЭКСМО, 2006.

Радыгин А.Д., Энтов Р.М. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. Научные труды Ин-та экономики переходного периода № 36Р. М.: ИЭПП, 2001.

РБК. Крупнейшие банки России за 9 месяцев 2007 года.
<http://rating.rbc.ru/article.shtml?2007/12/05/31740019>

Родионов И.И., Старюк П.Ю. Модель стоимости компании в корпоративном управлении в России. В кн.: «Модернизация экономики и общественное развитие». Сборник докладов VIII Международной научной конференции Москва, 3-5 апреля 2007 года. М., Издательство ГУ-ВШЭ, 2007

ФКЦБ. Кодекс корпоративного поведения. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 04.04.2002 № 421/р // Вестник ФКЦБ России. 2002. № 4 (65).

Шиобара Т. Корпоративное управление в России // Экономическая наука современной России. 2006. № 2. С.108-122.

Яковлев А.А. Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников // Экономический журнал ВШЭ. 2003. Т.7. № 2. С.221-230.

Black, Bernard S., Love, Inessa, and Rachinsky, Andrei (2006), Corporate governance and firms' market values: Time series evidence from Russia, *Emerging Markets Review*, 7 (4): 361-379.

La Porta, Rafael, López-de-Silanes, Florencio, and Shleifer, Andrei (1999), Corporate ownership around the world, *J. of Finance* 54 (2): 471-517.

McCarthy, Daniel J., Puffer, Sheila M., and Shekshnia, Stanislav (eds.) (2004), *Corporate Governance in Russia*. - Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar.

Morck, Randall K., Steier, Lloyd (2005), The global history of corporate governance - an introduction. - Working Paper 11062, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.

OECD (2004) *Principles of Corporate Governance*, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.

Standard & Poor's (2007), Исследование информационной прозрачности российских банков: непростое движение вперед. <http://www.standardandpoors.ru>

Vernikov, Andrei (2007), Corporate governance and control in Russian banks. - Препринт WP1/2007/2. М.: ГУ ВШЭ.

Приложение

Список крупнейших банков России по величине активов, на 01.10.2007

1. Сбербанк России
2. ВТБ
3. Газпромбанк
4. Банк Москвы
5. Альфа-Банк
6. Россельхозбанк
7. Уралсиб
8. Райффайзенбанк Австрия
9. Международный московский банк

10. Росбанк
11. ВТБ-24
12. МДМ-Банк
13. Промсвязьбанк
14. Русский стандарт
15. Банк ВТБ Северо-Запад
16. УРСА Банк
17. АК БАРС Банк
18. Номос-Банк
19. Ситибанк
20. Петрокоммерц
21. Межпромбанк
22. Зенит
23. Возрождение
24. Транскредитбанк
25. Связь-Банк
26. КИТ Финанс ИБ
27. Абсолют Банк
28. Банк «Санкт-Петербург»
29. ИНГ Банк (Евразия)
30. Глобэкс

Источник: [РБК, 2007]

Таблица 1

Концентрация собственности по 30 крупнейшим российским банкам, 2007 г.

Концентрация собственности	Количество банков	Доля банков в СЧА, %		Доля пакетов в СЧА, %	
		(1)	(2)	(3)	(4)
Банки с дисперсной структурой собственности — крупнейший пакет составляет менее 25% (3)	1	0,5	0,2		

Банки, имеющие по крайней мере одного крупного акционера, владеющего более 25% (4)	29	99,5	69,2
Контролируемые банки (крупнейший пакет более 50%) (5)	19	83,2	62,3
Банки, где крупный пакет (>25%) напрямую принадлежит государству (6)	6	58,6	37,7
Банки, где контрольный пакет (> 50%) напрямую принадлежит государству (7)	5	54,5	35,9
Банки, где крупный пакет (>25%) опосредованно принадлежит государству (8)	2	12,5	12,5
Банки, где контрольный пакет (>50%) опосредованно принадлежит государству (9)	2	12,5	12,5
Всего банки, контролируемые государством (10)	7	67,0	48,4
Банки, где крупные пакеты (>25%) принадлежат частным лицам	21	28,4	19,0

* СЧА - совокупные чистые активы

(1) доля СЧА соответствующих банков в СЧА 30 исследуемых банков

(2) доля соответствующих пакетов акций в СЧА 30 исследуемых банков

(3) Собинбанк

(4) все банки, кроме (3)

(5) все банки, кроме Альфа-Банка, Банка Москвы, Банка «Санкт-Петербург», Банка «Россия», Банка ЗЕНИТ, Росбанка, Национального банка «ТРАСТ», Собинбанка, Связь-Банка, Банка «Возрождение» и УРСА Банка

(6) Ханты-Мансийский банк. Банк Москвы, Банк ВТБ, Сбербанк, Россельхозбанк и ТрансКредитБанк

(7) все (6) , кроме Банка Москвы

(8) «АК БАРС» Банк, Газпромбанк

(9) «АК БАРС» Банк, Газпромбанк

(10) состоит из (7) и (9)

Источник: [Standard & Poor's, 2007]