



Munich Personal RePEc Archive

Corporate governance institutions in Russia: Import and mutation

Vernikov, Andrei

Institute of Economics RAS, National Research University Higher
School of Economics

1 May 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/100588/>
MPRA Paper No. 100588, posted 22 May 2020 13:51 UTC

CORPORATE GOVERNANCE INSTITUTIONS IN RUSSIA: IMPORT AND MUTATION

Vernikov, Andrei*
(Moscow, Russia)

May 2009

(in Russian)

This paper interprets the evolution of corporate governance institutions that were imported into Russia in the 1990s. We use empirical evidence from firms, mainly in the banking industry, to test theoretical assumptions. Study of objective interests of various stakeholders prompts a hypothesis as to why initial rejection of new institutions of corporate governance in 1990s gave way to their embrace by company owners. Foreign investors and lenders can now find in Russia all the familiar forms of corporate governance such as boards of directors, independent nonexecutive directors, corporate secretaries, fiduciary responsibility, external audit, information disclosure, etc. However, the substance behind the façade of those institutional forms can be strikingly different from nominal. The local contents of Western-looking forms of corporate governance is pre-determined by high concentration of corporate ownership and control in the hands of blockholders existing in every major company and bank, ownership still inseparable from the management function, hostile institutional environment with weak defense of property rights, as well as by cultural traditions and the intrinsic features of the ‘Russian model of governance’. We argue that in Russia imported institutions tend to mutate, i.e. to work differently than in the economic systems of a different type from which they were borrowed. As new institutions of corporate governance are not upheld by the Russian market discipline, their viability is currently undermined by the loss of global investors’ interest towards emerging market companies.

Key words: corporate governance; institutions; Russia; mutation; banks

JEL: G34; G38; K22

* a_vern@bk.ru

А.В. Верников

**Мутация импортных институтов
(на примере институтов корпоративного управления)**

Аннотация

Статья посвящена эволюции возникших в России институтов *corporate governance* (корпоративного управления), преимущественно на материале коммерческих банков. Анализ объективных интересов заинтересованных сторон объясняет, почему первоначальное отторжение новых институтов сменяется на рубеже 2000-х годов спросом на них со стороны собственников. Привычные для внешних кредиторов и инвесторов формы корпоративного управления (совет директоров, независимый директор, корпоративный секретарь, фидуциарная ответственность, транспарентность и раскрытие информация) формально существуют в России, но действуют иначе, чем в экономиках-донорах. Внешняя оболочка, форма наполняется другим содержанием, которое детерминировано высокой концентрацией собственности и корпоративного контроля, неотделимостью собственности от управления, неблагоприятной внешней средой, а также культурными традициями и особенностями «русской модели управления». Делается вывод об ограниченном потенциале институциональных форм управления, которые выработаны в другом социуме, и о неэффективности навязывания таких форм всем российским компаниям, особенно в отсутствие внешнего рыночного принуждения.

Май 2009 года

Рассмотрим эволюцию позаимствованных в 90-е гг. на Западе институтов корпоративного управления (КУ).¹ Прямое заимствование (импорт) из другой общественной системы – это один из путей целенаправленного создания общественного института, ранее не существовавшего в данной стране [Кузьминов и др., 2005. С. 21]. При переносе из одной общественной системы в другую институты могут органично приживаться, отторгаться либо мутировать (изменяться). Анализ практики российских компаний показывает: новые институты КУ постепенно прижились, однако некоторые из них функционируют в нештатном режиме, т.е. не так, как в модельной экономике и как задумывали разработчики соответствующих законов. Повсеместно возникшие советы директоров действуют не как советы *директоров*, а в режиме либо *консультативного* совета, либо коллегиального *исполнительного* органа, либо вообще бездействуют. Лица, имеющие статус независимого директора, не всегда являются таковыми на самом деле. Институт корпоративного секретаря пока не сложился. Фидуциарная ответственность остается теоретической абстракцией.

1. В данном контексте нас будут интересовать только те аспекты *corporate governance*, которые затрагивают защиту интересов собственника, а также руководство компанией со стороны высших органов (собрание акционеров – совет директоров – генеральный директор – правление) [О современных подходах..., 2005].

Нас интересуют причины, приводящие к мутации импортных институтов КУ. Объектом анализа послужили примерно 800 российских компаний и 100 банков, публично заявивших о своей приверженности принципам КУ. Мы опирались на данные эмпирических исследований, проведенных в ГУ-ВШЭ, Институте экономики переходного периода, Международной финансовой корпорации, Ассоциации независимых директоров, рейтинговом агентстве Standard & Poor's.

1. Краткий обзор литературы

Норт [1997] заложил идейный и методологический фундамент исследований, посвященных институциональным изменениям. Импорту институтов в российскую экономику посвящены работы Клейнера [2004], Кузьмина и др. [2005], Олейника [2005], Полтеровича [1999, 2001 и 2004]. Блэк и др. [Black *et al.*, 2000] попытался проследить генезис КУ в России и найти ошибки, совершенные в ходе приватизации. Радыгин и Энтов [2001] предприняли эмпирический анализ КУ в контексте защиты прав собственности. Гуриев и др. [2003] выделяют общие тенденции развития КУ среди российских промышленных компаний. Яковлев [2003] оценил спрос на формальные институты КУ (законы) со стороны основных акторов. Радыгин и др. [2004] представили обзор экономических и правовых факторов и ограничителей на пути развития КУ. Долгопятова с коллегами [*Интеграционные процессы...*, 2006; *Российская корпорация*, 2007] провели самый обширный из известных нам на сегодняшний день эмпирический анализ корпоративного управления и контроля в компаниях промышленности и связи. Капелюшников [2005] показал, почему «блокхолдерская» модель КУ обладает большей объясняющей силой по сравнению с другими моделями КУ для молодых рыночных экономик с высокой концентрацией собственности. Р. Энтов и др. оценили текущий уровень КУ в промышленных фирмах, спрос на стандарты КУ, а также

отношения между структурой собственности, потребностью в инвестициях и качеством КУ. Шиобара [2006] исследовал основные черты КУ в России с акцентом на реальных (конечных) собственниках при анализе структуры корпоративного контроля. Паффер и Маккарти [*Puffer, McCarthy, 2007*] сопоставили спрос и предложение институтов, регулирующих поведение российских корпораций. Шаститко [2006] рассмотрел способы решения проблем КУ в корпоративном законодательстве.

2. Импорт институтов корпоративного управления: общий замысел и первые результаты внедрения

Создание в России институтов КУ отвечает классическим признакам институционального импорта: сначала «сверху» вводятся в действие новые формальные правила, после чего прилагаются усилия к тому, чтобы эти правила укоренились и начали использоваться в повседневной практике. Под влиянием внешних заинтересованных сторон и государственных регуляторов новые институциональные формы постепенно воздействуют на содержание реальных отношений в процессе управления. Участники процесса начинают осознавать, что соответствие «стандартам КУ» полезно с самых разных точек зрения не только для внешних инвесторов и регуляторов, но и для самих компаний [*Корпоративное управление в банковском ...*, 2007].

Можно условно выделить два хронологических этапа внедрения в России институтов корпоративного управления (*corporate governance*) в их современном международном понимании, сформулированном в документах ОЭСР. *Первый этап* начался в 90-е гг. с принятием закона «Об акционерных обществах» (1995 г.) и увенчался принятием «Кодекса корпоративного поведения» [*Кодекс корпоративного...*,

2002].² Российское законодательство по вопросам корпоративного управления вобрало в себя элементы, почерпнутые из правовых систем зарубежных стран³, и разрабатывалось при деятельном участии международных консультантов и иностранных юристов. На первом этапе формальные институты КУ играют подчиненную роль и нередко игнорируются участниками отношений, права акционеров систематически и грубо нарушаются, советы директоров играют лишь номинальную роль, а независимых директоров практически нет.

Второй этап начался на рубеже нового века и был связан с количественными и качественными изменениями, происходящими в системе управления крупными компаниями. На данной стадии ведущие компании и банки начинают активно привлекать внешние ресурсы — долгового капитала, а затем и акционерный. Повышается спрос на формальные институты КУ [Яковлев, 2003]. В некоторых (немногих) компаниях спрос

-
- 2 Для наиболее регулируемого сектора российской экономики — банковского — регулятор конкретизировал рекомендации по организации корпоративного управления в 2005 г. [О современных подходах..., 2005].
 3. При общности базовых подходов (защита частной собственности, отделение собственности от управления, ответственность менеджеров, необходимость представительства интересов миноритарных акционеров) между англо-саксонской и германской моделями управления есть серьезные отличия. Англо-саксонская модель ставит во главу угла интересы внешних инвесторов, тогда как германская модель стремится гармонизировать интересы всех заинтересованных сторон (стейкхолдеров). Первая модель отдает основные исполнительные и распорядительные полномочия СД, вторая — исполнительному менеджменту. В американских и британских компаниях обычно создается один коллегиальный орган управления (*unitary Board*) — СД, которому собрание акционеров делегирует все основные функции, полномочия и ответственность. Некоторые советы директоров могут одновременно обладать исполнительными полномочиями: CEO (*Chief Executive Officer* — высшее должностное лицо, генеральный директор) компании практически всегда входит в СД либо даже является его председателем. Правовая традиция стран континентальной Европы и прежде всего Германии предусматривает функционирование не одного, а двух коллегиальных органов управления, т.е. наблюдательного совета (по-немецки *Aufsichtsrat*) и правления (*Vorstand*). Перекрестное членство членов правления и наблюдательного совета не допускается, председатель наблюдательного совета не должен выполнять функции CEO, а в наблюдательном совете нет исполнительных директоров. В этой парадигме наблюдательный совет должен выполнять ограниченный набор функций, а все основные решения приниматься на уровне CEO и правления. Роль лидера зарезервирована за высшим исполнительным руководителем, круг полномочий которого чрезвычайно широк. Важно, что статус члена коллегиального исполнительного органа — правления — и само о этого органа четко регламентировано и защищено формальными правовыми институтами. По сути именно члены правления являются «директорами» в прямом смысле этого слова.

«снизу» носит вполне искренний характер, не продиктован требованиями внешней среды и отражает перелом во взглядах части крупных собственников на систему управления. Эмпирические исследования показывают достаточно высокую степень распространения общепринятых форм КУ – как обязательных в связи с акционированием предприятий (советы директоров), так и «сверхплановых» – например, независимых директоров. Доклад МФК по банковскому сектору подтвердил рост спроса на институты КУ, выразившийся в активизации советов директоров, увеличении числа комитетов при них и числа независимых директоров, расширении объема раскрываемой публичной информации [*Корпоративное управление в банковском...*, 2007].

Судьба импортного института зависит не только и не столько от его объективных достоинств и полезности для экономики, сколько от того, как складывается баланс реальных интересов заинтересованных сторон. Сфокусировавшись на 300–400 крупнейших компаниях России, мы попытались суммировать *мотивацию* каждого из стэйкхолдеров (см. табл.1).

Как видно из табл.1, на рубеже нового века произошли существенные сдвиги в отношении к институтам КУ у контролирующих акционеров, крупных миноритариев и высшего наемного менеджмента. По сравнению с предыдущим этапом развития приоритетный интерес блокхолдеров сместился от удержания контроля над своей собственностью к обеспечению притока ресурсов для развития, а также в целом ряде случаев и к предпродажной подготовке компании. Крупные миноритарии сменили свое отношение к институтам КУ с индифферентного на положительное в результате некоторого упорядочения корпоративных отношений, совершенствования правоприменительной практики и улучшения перспектив защиты своих интересов. Заинтересованность внешних кредиторов и широкого круга участников финансового рынка резко усилилась: после 2000 г. российские компании и банки стали объектом масштабного кредитования, а вложения в российские акции увеличились в десятки раз.

Таблица 1. **Баланс интересов и мотивация сторон, причастных к внедрению институтов корпоративного управления**

Заинтересованная сторона	Отношение; мотивация	
	1-й этап (до 2000 г.)	2-й этап (с 2000 г.)
Контролирующие акционеры	<i>Отрицательное</i> КУ видится как искусственное нововведение, несущее риски потери контроля над бизнесом и рост затрат, не приносящее никакой пользы	<i>Положительное</i> КУ видится как инструмент привлечения ресурсов для расширения бизнеса, снижения стоимости этих ресурсов, предпродажной подготовки своего бизнеса
Крупные миноритарии	<i>Индифферентное</i> КУ видится как искусственное нововведение, неспособное защитить интересы и не влияющее на капитализацию	<i>Положительное</i> КУ начинает помогать в защите интересов и повышает капитализацию пакета акций
Мелкие миноритарии	<i>Индифферентное.</i> Нет доверия институтам КУ и их способности защитить интересы	
Регуляторы*	<i>Положительное.</i> Развитие КУ декларируется как часть политики государства	
Высший наемный менеджмент (не владеющий акциями)	<i>Отрицательное</i> КУ не создает добавленной стоимости, зато несет затраты (снижение финансового результата), риск потери управляемости и усложнение отношений с акционерами	<i>Нейтральное</i> Риски балансируются «плюсами» от удешевления привлекаемых банком ресурсов и улучшением шансов на выгодную продажу бизнеса
Сотрудники	<i>Индифферентное.</i> КУ не затрагивает прямо их интересы.	
Кредиторы и клиенты**	<i>Положительное</i> Развитие КУ делает компании более прозрачными, позволяет точнее анализировать их кредитоспособность, способствует защите интересов кредиторов	<i>Положительное</i> Развитие КУ делает компании более прозрачными, позволяет точнее анализировать их кредитоспособность, способствует защите интересов кредиторов, является предпосылкой наращивания прибыльного кредитования
Участники финансового рынка***	<i>Положительное.</i> Развитие КУ углубляет рынок капитала и помогает получать прибыль его участникам, создает спрос на консультационные услуги и кадры специалистов из-за рубежа	

* ФСФР (ранее ФКЦБ), Минэкономразвития, Минфин, Банк России.

** включая отражающие интересы кредиторов правительства зарубежных стран, международные и общественные организации.

*** инвестиционные банки, аналитики, консультанты, деловая пресса.

3. Эволюция отдельных институтов корпоративного управления

Теоретики новой институциональной экономики различают формальные и реальные институциональные изменения. Д. Норт предупреждал, что экономики, которые принимают формальные правила другой экономики, будут функционировать очень по-разному из-за различия неформальных норм и механизмов принуждения к соблюдению норм [North, 1994; Норт, 1997; Chavance, 2008]. Смысл, вкладываемый в традиционные для англосаксонского общества понятия и институты КУ (*Board of Directors, independent director, fiduciary duties, transparency, disclosure, corporate social responsibility*), при переводе на русский язык⁴ (совет директоров, независимый директор и т.д.) и внедрении в нашей стране может измениться, порой до противоположного.⁵ При трансплантации из другой системы общественных отношений в Россию сущность, стоявшая за каждым из формальных институтов, не может остаться прежней, и схожие формы могут скрывать разное содержание. Попробуем проследить на основе эмпирических наблюдений видоизменение таких институтов КУ, как совет директоров, независимый директор, корпоративный секретарь, фидуциарная ответственность.

4. Возникающие уже на этой стадии «трудности перевода» являются надежным предвестником последующих смысловых искажений. В русском языке не различаются понятия *governance* и *management*, оба термина передаются словом «управление», и в результате термин «корпоративное управление» относится ко всем процессам управления предприятием, хотя *governance* вообще не имеет прямого отношения к управлению. Трудности вызывает поиск адекватного по смыслу русского эквивалента и для других ключевых понятий КУ – *fiduciary duties, due diligence, compliance, transparency, stake-holders, non-executive director, disclosure*.
5. В.Р. Евстигнеев [1997] проводит на примерах валютно-финансовой интеграции в Евросоюзе и в СНГ интересное с методологической точки зрения исследование того, как не выраженные в явной форме, но отчетливо ощущаемые и эффективно используемые экономическими субъектами в каждом социуме понятия и термины внешне совпадают, однако передают разные смыслы.

Совет директоров

В 90-е гг. прошлого века советы директоров (СД) были созданы практически во всех акционерных обществах в России, включая и те, которым закон позволяет обойтись без СД.⁶ Классическое понимание роли СД вытекает из теории управления поведением исполнителя (*agency theory*), которая возлагает на СД задачу контроля и мониторинга за действиями менеджмента в интересах акционеров, чтобы уменьшить риск его (менеджмента) оппортунистического поведения по отношению к объектам чужой собственности. СД призван в компании *править*, а не *управлять*, т.е. обеспечивать *governance*, оставляя собственно управление (*management*) исполнительным руководителям.

На практике мы видим, что СД в российской компании может выполнять лишь часть традиционных функций либо выполнять иные функции. Существует 4 варианта эволюции СД: (а) СД становится мощным и авторитетным органом управления компании и принимает все ключевые решения; (б) СД становится де-факто коллегиальным исполнительным органом; (в) СД функционирует в режиме консультативного совета при CEO или главном акционере; (г) СД практически не действует и существует лишь на бумаге. Хрестоматийному представлению отвечает вариант (а). Работа СД в режимах (б) и (в) позволяет говорить о фактическом функционировании данного института в нештатном режиме, т.е. о его мутации; (г) – об отторжении.

Вариант (а) встречается среди российских компаний реже всего, хотя и обладает объективными достоинствами. Разделение функций собственности и управления, отмеченное лишь в 29% от общего числа обследованных компаний [*Интеграционные процессы...*, 2006; *Российская корпорация...*,

6. По закону необязательным является создание СД для частной компании с числом акционеров менее 50.

2007], не обязательно приводит к лидирующей роли СД. Совет директоров приобретает способность эффективно контролировать менеджмент, когда главный акционер входит в его состав и активно участвует в его работе, либо когда главный акционер не входит в состав, но делегирует СД достаточный объем полномочий.

Гораздо чаще встречаются ситуации, когда СД играет подчиненную номинальную роль и недееспособен в полной мере. Это происходит, когда главный акционер осуществляет владельческий контроль напрямую, минуя СД; компания контролируется и управляется гендиректором-собственником или группой менеджеров-совладельцев бизнеса; компания контролируется и управляется без участия собственника менеджерами, не являющимися собственниками – случай, типичный для государственного сектора, вследствие слабого выполнения функций собственника со стороны органов государственной власти и муниципального управления. Впрочем, нахождение собственника в составе СД вполне может сочетаться с прямым владельческим контролем, когда коллегиальные механизмы управления не задействуются и взаимодействие с менеджментом идет напрямую. В этом причина существования огромного количества фиктивных Советов, реальные полномочия которых гораздо уже продекларированных. В России распределение власти между органами управления носит ситуативный характер, т.е. роль СД зависит не от объективно существующих правовых механизмов, а от субъективных факторов, включая личностные характеристики конкретных владельцев и менеджеров.

Лишь меньшинство российских СД способно функционировать в режиме именно совета *директоров*, выполняя свои классические функции по контролю и мониторингу менеджмента. Для поддержания своей дееспособности СД должен создавать комитеты для проработки основных вопросов по направлениям деятельности. Как показало исследование МФК, в 63% из охваченных опросом частных россий-

ских банков не было специализированных комитетов СД; лишь в 17% банков при СД действовал аудиторский комитет [Корпоративное управление в банковском..., 2007].

По американо-британской системе «одного Совета» (*unitary Board*), при которой во главе СД может стоять СЕО, в России управляются, во всяком случае официально, лишь частные компании с небольшим числом акционеров. Крупные акционерные общества обречены на существование в парадигме «двух советов» – совет директоров (наблюдательный совет) + правление (дирекция). Повышение роли СД и присвоение им дополнительных полномочий, укрепление его состава профессиональными и активными внешними директорами, включая акционеров, и активизация работы создают предпосылки для вторжения в сферу исключительных полномочий исполнительных органов – СЕО и правления. СД рискует превратиться в *супер-правление*, частично и выборочно подменяющее СЕО и правление. Так, СД может взять на себя инициативу в подборе ключевых топ-менеджеров и распределении полномочий между ними⁷, хотя эти задачи входят в круг полномочий СЕО. Необходимость для СЕО согласовывать свои кадровые решения с комитетом СД по назначениям и вознаграждениям и с Советом в целом делает полномочия СЕО номинальными. Перехват управленческой инициативы Советом размывает ответственность СЕО и членов коллегиального исполнительного органа за результаты работы и снижает их мотивацию. Если же исполнительные менеджеры не соглашаются с урезанием своих полномочий и передачей инициативы в пользу СД, то в компании может возникнуть двоевластие, причем нечеткость нормативной базы переводит эту коллизию в неформальную плоскость.

Принципиальные различия между органами управления порой стираются, и СД де-факто становится главным *исполнительным* органом компании. Эксперты Ассоциации

7. Подробнее см.: [Верников, 2009].

независимых директоров провели исследование 101 крупной российской компании и обнаружили, что состав, структура и режим функционирования СД может мало отличаться от другого коллегиального органа – правления. «Классическим» критериям (орган управления, состоящий из внешних директоров на 75% и более; орган стратегического управления, осуществляющий общее руководство компанией) соответствовали советы директоров в 59 компаниях (58,4% компаний) из рассмотренных, тогда как в остальных 42 компаниях (41,6%) мы сталкиваемся с подменой понятий, т.е. термин «совет директоров» использовался для называния *правления* [Коллективный портрет..., 2008].

Другой вариант мутации института СД – это сознательный перевод его функционирования в режим *консультативного совета*. Деятельность СД сводится к более или менее регулярным заседаниям, где высказываются мнения по заранее определенным вопросам, либо окончательное решение оставляет за собой главный акционер или СЕО – в зависимости от того, кто контролирует компанию. Так, российские СД пока играют пассивную роль в решении важнейшей для любой компании задачи по подбору, мотивации и обеспечению преемственности СЕО. Личный контроль над этим вопросом прочно удерживает ключевой акционер. Все решения об увольнении и назначении СЕО оформляются протоколами заседаний СД, однако на практике это почти никогда не происходит по инициативе СД.

Об эволюции функций СД можно косвенно судить по данным о его составе. Рейтинговое агентство «Стандарт энд Пуэрз» исследовало 75 крупнейших российских публичных компаний и установило, что 21% мест в СД приходится на долю менеджеров, а 46% директоров непосредственно представляют контролирующих акционеров, т.е. общая доля инсайдеров в СД достигает 67% [Портрет Совета директоров..., 2007]. В инсайдерской модели управления СД не способен играть роль посредника между внешними акционерами компании и ее менеджментом и превращается из инструмента контроля над инсайдерами в инструмент в руках инсайдеров.

Выявить, какой именно мутации подвергся СД в конкретной компании, можно с помощью простых эмпирических тестов (*rules of thumb*). Например, частота заседаний: если СД проводит очные заседания чаще, чем раз в месяц, причем действительно проводит их «вживую», а не просто оформляет протоколы заседаний, то с большой вероятностью мы имеем дело с гибридом *совет-правление*. Есть «кабинетный тест»: имеются ли у председателя и членов СД служебные кабинеты в компании и собственный аппарат (если да, то пересечения с компетенцией исполнительных органов неизбежны). О преобладании *консультативных* функций над собственно директорскими и о декоративной роли СД свидетельствует: отсутствие у СД специализированных рабочих органов — комитетов; чрезмерная многочисленность или малочисленность состава СД; заметное преобладание заочных заседаний над очными; наличие в составе СД лиц, не способных полноценно действовать в качестве директора (иностранцы, не владеющие русским языком и не проживающие в России; чрезмерно занятые руководители, общественные деятели, неспециалисты, молодые люди без жизненного и профессионального опыта); единогласное голосование по всем вопросам повестки дня на протяжении длительного периода.

Законодательный запрет на совмещение постов CEO и председателя СД (а в этом вопросе российское законодательство опередило правовые системы многих стран) сохранил разрыв между сущностью и формой. В российской компании обычно есть главный собственник, он же является и лидером в плане управления. Отойти от управления пока нет возможности, и реальные полномочия все равно концентрируются на одном из полюсов, зато второй высший пост в компании становится формальным. В случае, когда лидер компании занимает пост председателя СД, формальностью становится должность CEO.

Собственники некоторых российских компаний и банков в ходе реформы корпоративного управления уступают председательский пост в СД внешнему директору. Даже

при членстве главного акционера(-ов) в СД имеет значение, кто выполняет председательские обязанности. Независимое председательство в СД подходит компаниям с распыленной структурой собственности либо находящимся в процессе конфликта между крупными акционерами. При наличии же блокхолдера, активно участвующего в СД, это искусственная конструкция, и номинальные полномочия внешнего председателя СД не подкреплены реальной властью. Институт «независимого председателя СД» превращается в фикцию.

Институт «независимых директоров»

В 2008 г. исследование Ассоциации независимых директоров [Коллективный портрет..., 2008б] выявило наличие независимых директоров в 159 компаниях, включая все 10 из 10 крупнейших. 429 членов СД позиционировались как «независимые директора». Доля таких директоров в составе советов достигла 29,7%, а в 10 крупнейших компаниях даже 38,5%, что вполне сопоставимо с «лучшей мировой практикой».

Некоторые эксперты полагают, что назначение независимых директоров иллюстрирует формальность введения новых институциональных форм, потому что такие директора не обладают реальной независимостью [Корпоративное управление..., 2007]. Если в СД можно попасть только при поддержке главного акционера, то любой независимый директор фактически является ставленником блокхолдера. Наличие в Кодексе корпоративного поведения и во внутрикорпоративных документах разработанных критериев независимости директора не гарантирует соблюдения этих критериев по существу. Есть тенденция к сокрытию истинной аффилированности директоров с топ-менеджерами и другими важными инсайдерами. Корпус профессиональных независимых директоров пока в России не сформировался, и пул кандида-

тов весьма узок. Во многих компаниях топ-менеджеры перехватили у собственников инициативу по подбору внешних директоров при формировании СД, что заведомо подрывает независимость директора от исполнительного менеджмента. Выплата независимому директору (щедрого) вознаграждения за выполнение своих обязанностей объективно создает финансовую зависимость от данного источника дохода, если у конкретного лица нет равнозначных альтернативных источников личного дохода.

Эволюция института независимых директоров происходит примерно по тем же направлениям, что и эволюция СД. При работе института в штатном режиме «директор» — это лицо, свободно принимающее самостоятельные решения по ключевым вопросам жизни и деятельности компании. Распространены мутации данного института, когда форма независимого директорства скрывает иное содержание — *советника, топ-менеджера* либо ставленника одного из инсайдеров (подробнее см. [Верников, 2008а]). Выявить мутацию помогают примерно те же тесты, которые описаны ранее.

Институт «корпоративного секретаря»

Ключевой для английских компаний институт «корпоративного секретаря» (*corporate secretary*) находится на начальном этапе становления. Участники системы корпоративных отношений ошибочно воспринимают этот институт как техническую должность невысокого уровня. Блокхолдер нуждается в послушном исполнителе и оформителе решений СД, тогда как в классическом виде институт корпоративного секретаря предполагает совсем иное. Это независимое и обладающее высоким защищенным статусом в компании должностное лицо, нечто вроде «канцлера» или «лорда-хранителя печати», чьи решения по юридическим

и процедурным вопросам носят окончательный характер. Это лицо действует в интересах компании в целом и *всех* ее акционеров, а не только блокхолдера, и сохраняет нейтралитет в любых акционерных конфликтах. Спрос на такое пока отсутствует, и нам не известно ни одного российского СД, где институт корпоративного секретаря функционировал бы подобным образом.

Институт фидуциарной ответственности

Институт фидуциарной ответственности⁸ директоров перед компанией и акционерами еще не сложился. В самом общем виде ответственность директоров за ненадлежащее исполнение своих обязательств перед акционерами и компанией формально предусмотрена в законах и нормативных документах компаний, однако инструментарий реализации этих норм отсутствует. Собственник продолжает лично управлять своими активами и непосредственно направляет работу СД и поэтому не предъявляет спрос на формальные правовые механизмы для замены плохо работающих членов СД⁹. Практика судебных исков к членам СД о возмещении ущерба, нанесенного акционерам, лишь формируется. Члены СД (кроме иностранных граждан) рассматривают вероятность наступления подобной ответственности как чисто гипотетическую и поэтому редко прибегают к страхованию своей ответственности.

-
8. Фидуциарные полномочия / ответственность – полномочия, которыми наделяется какое-либо лицо, компания или ассоциация (фидуциар) для управления активами от имени другого лица (принципала) в интересах этого лица.
 9. Обсуждается законопроект об усилении ответственности членов коллегиальных органов управления, т.е. государство пытается вмешаться и директивно отрегулировать отношения между акционерами и их представителями в СД, несмотря на отсутствие явного спроса на такое регулирование.

4. Причины мутации институтов корпоративного управления

Мы видим две группы возможных причин, вызывающих мутацию импортированных институтов, — ошибки при институциональном проектировании и внедрении, а также изначальная несовместимость институтов КУ с традиционными неформальными институтами.

«Ошибки проектировщика»

Одна из ошибок при институциональном проектировании — это непоследовательность *внутри* набора импортируемых институтов. Формальные институты КУ (законодательство об акционерных обществах, о рынке ценных бумаг, о банках, о защите конкуренции и т.д.) формировались в России работавшими параллельно группами разработчиков. В работе активно участвовали иностранные консультанты, получавшие финансирование из различных источников, включая правительства зарубежных стран и международные организации. Источник финансирования во многом предопределил привлечение тех или иных экспертов и, что важнее всего, выбор обществ-«доноров» для заимствования институтов. Появившиеся нормативные документы отдают дань логике различных систем КУ. Так, Федеральный закон об акционерных обществах в соответствии с англо-саксонской правовой традицией делает акцент на СД (наблюдательном совете) общества и оставляет на усмотрение акционеров создание коллегиального исполнительного органа. Законодательство о рынке ценных бумаг, на наш взгляд, тоже ориентируется на англо-саксонскую модель, отводящую СД центральную роль в системе корпоративного управления. Кодекс корпоративного поведения ФКЦБ (2002 г.) *рекомендует* обществам создавать коллегиальный орган управления [Кодекс

корпоративного..., 2002. Гл.4, п.1.1]. Для банков конструкция «два Совета» безальтернативна: Закон о банках и банковской деятельности прямо предписывает создание коллегиального органа управления (правления) и наделение его широкими полномочиями по руководству деятельностью компании. В этом мы видим отражение влияния континентальной европейской (особенно германской) правовой традиции.

Анализ рекомендованных нормативными актами распределения полномочий между органами управления не позволяет сделать однозначный вывод, идет ли речь о создании СД в формате совета *директоров* или *наблюдательного совета*. Что конкретно означает «общее руководство деятельностью общества» со стороны СД (ст.64 Закона) и чем оно отличается от «руководства текущей деятельностью» – каждая компания определяет для себя самостоятельно. С одной стороны, руководство повседневной жизнью общества возложено на исполнительные органы, что на первый взгляд вписывается в германскую модель «двух советов». При этом есть и существенные отличия между нашей моделью управления и германской. В России не предписывается участие в СД представителей трудовых коллективов и других заинтересованных сторон (*stake-holders*), как это имеет место в Германии. Зато российский закон не запрещает исполнительным менеджерам участвовать в СД, что невозможно в Германии и некоторых других странах Европы. «Кровосмешение», т.е. перекрестное участие одних и тех же лиц в обоих органах управления, допустимо в рамках американской системы «одного совета», но неуместно в рамках парадигмы «два совета», где требуется четко разделить полномочия СД и исполнительных органов. Эта «ошибка проектировщика» носит системный характер и нарушает логику управления.

С другой стороны, со стороны регуляторов ясно просматривается тенденция превратить СД в главный орган управления и поднять на уровень СД ответственность за осуществление тех или иных кажущихся важными функций

(например, по управлению рисками, по противодействию легализации преступных доходов). Наделение СД обилием полномочий и функций характерно для англо-саксонской системы «одного совета» (*unitary Board*). В случае их реализации советом они неизбежно перетекают от исполнительных органов компании. Например, по замыслу регулятора СД должен закрепить за собой одобрение сметы расходов кредитной организации и утверждение внутренних документов по управлению банковскими рисками, организации внутреннего контроля, в том числе в части противодействия легализации (отмыванию) доходов, полученных преступным путем, и финансированию терроризма; а также кадровому обеспечению, включая вопросы заработной платы, вознаграждений и иных выплат. Но некоторые из этих функций по смыслу составляют «руководство текущей деятельностью», и заниматься этими вопросами все равно придется СЕО и правлению, но не СД. В самом словосочетании «управление рисками» (*risk management*) уже есть ответ — кто должен осуществлять эту функцию, по сути своей управленческую (*management*). Принятие на себя ответственности за управление банковскими рисками (даже через утверждение внутренних документов) превышает компетенцию СД и неизбежно носит формальный характер. Аналогично, регулятор рекомендует закрепить *разработку* стратегии развития компании, разумеется, за СД. Однако, если СД не является исполнительным органом, то у него нет и не должно быть ресурсов для самостоятельной разработки чего бы то ни было. В реальности любую стратегию все равно разрабатывает обладающий всеми ресурсами менеджмент с помощью внешних консультантов или без нее, а СД и/или акционеры лишь вносят свои коррективы и утверждают стратегию.

Итак, мы усматриваем непоследовательность в рекомендуемом российским компаниям и банкам распределении полномочий между органами управления. Это не германская модель, поскольку реальная власть перетекает к наблюдательному совету, но и не американская: сохраняются полномочия

коллегиального исполнительного органа, CEO не может быть председателем СД.

Успешное действие англо-саксонской модели КУ предполагает следующие допущения: (а) собственников много; (б) собственники отделены от непосредственного управления компанией; (в) менеджеры работают по найму и не являются собственниками. Эти допущения в России не выполняются. Предлагая данную модель КУ к внедрению в России, разработчики новых законов не приняли во внимание характерные особенности российской корпорации — высокую концентрацию собственности, вовлеченность собственника в управление, преобладание неформальных отношений над формальными.

Концентрация акционерной собственности и контроля чрезвычайно высокая и не только не снижается, но даже возрастает. Руководители 87% опрошенных предприятий считают, что в их компаниях сложился контролирующий собственник или группа собственников [*Интеграционные процессы...*, 2006. С. 43]. В российских компаниях контроль принадлежит не просто инсайдерам, а конкретному ключевому собственнику — блокхолдеру [*Капелюшников, 2005*]. Исследование концентрации собственности по 30-ти крупнейшим российским банкам в 2007 г. выявило лишь один банк с дисперсной структурой собственности, когда крупнейший пакет составлял менее 25%, в то время как в 29-ти банках имелся по крайней мере один крупный акционер, владеющий более 25% акций. Из этого числа в 19-ти банках существовал ведущий собственник, которому напрямую принадлежало свыше 50% акций; в том числе в 7-ми банках контрольный пакет акций принадлежал государству напрямую и еще в 2 банках — опосредованно [*Исследование информационной прозрачности ...*, 2007].

А.Д. Радыгин видит в противоречии между фактическим процессом концентрации акционерного капитала в России и гипертрофированной ориентацией права на защиту миноритариев (что было бы актуально для англо-амери-

канских компаний с распыленной собственностью. — А.В.) основной дисбаланс формирующейся национальной модели КУ. Результатом такого противоречия стали поверхностно-перманентные конфликты интересов в компаниях, по сути — несостоятельность механизмов защиты миноритариев, с одной стороны, и невозможность бесконфликтной реализации законных преимуществ крупного собственника, с другой [Радьгин, 2005. С. 155].

Российские собственники продолжают играть активную роль в управлении, а наемные менеджеры получают ограниченные полномочия по сравнению с менеджерами-совладельцами. Как полное отсутствие контролирующего акционера, так и реальный отход такого акционера от управления нетипичны для нашей страны. Отделение собственности от управления в России произошло лишь формально, т.е. на бумаге, да и то пока не повсеместно. По данным исследования 822 российских компаний, проведенного в 2005 г. ГУ ВШЭ совместно с японскими учеными, была составлена группировка акционерных обществ по участию акционеров в управлении компанией. Крупные акционеры были менеджерами в 48% компаний, а директор АО оказался его акционером в 63% случаев. Были диагностированы наиболее типичные ситуации:

- в 29% обследованных компаний можно говорить о состоявшемся разделении функций, поскольку директор не является акционером компании, а крупные акционеры не работают менеджерами;
- в остальных 71% компаний директор является собственником либо собственник сам управляет, в том числе:
 - крупные акционеры — менеджеры, а директор — акционер (40% компаний);
 - крупные акционеры не менеджеры, но директор — акционер (23% компаний);
 - крупные акционеры-менеджеры, но директор — не акционер (8% компаний). [Долгопятова, 2006. С. 77–79; *Российская корпорация...*, 2007. С. 46].

Появление в российских компаниях и банках наемного высшего менеджмента, формирование СД и других надстроечных управленческих структур обрадовало экспертов по КУ. При этом характер отношений между собственниками и наемными менеджерами не претерпел радикальных изменений, поскольку он детерминирован существующей в данной компании структурой собственности и контроля, степенью и формами участия собственника в управлении. Даже если менеджер сам не является акционером, то он по-прежнему действует в тесной связке с контролирующим акционером, независимо от наличия у последнего формального поста в компании. Собственник нередко продолжает физически присутствовать в компании, имеет здесь свой постоянный офис и собственный аппарат, вмешивается в вопросы управления. В этих условиях не приходится всерьез говорить о дистанцировании менеджера от собственника.

Изначальная несовместимость институтов

Некомплексность введения институтов и противоречия между импортными институтами можно отнести к разряду поправимых ошибок институционального проектирования. Некомплементарность импортированных институтов (или, используя термин А.Н.Олейника, их неконгруэнтность) с господствующими в стране неформальными нормами¹⁰ представляет собой более серьезный вызов. На первый взгляд, при импорте институтов КУ не должно было возникнуть институционального конфликта, потому что в советской экономике вообще не было корпораций. Национальная модель корпо-

10. Под конгруэнтностью А.Н. Олейник понимает наличие общих тенденций развития господствующих в обществе неформальных и импортируемых формальных норм [Олейник, 2005. С. 206].

ративного поведения и управления формировалась сразу под влиянием новых законов и правил уже в 90-е гг. прошлого века, и эти новые правила управления компаниями и работы на фондовом рынке не должны были искать компромисса с предшествующими законами. Национально-специфичных способов управления корпорациями действительно не было, однако в течение нескольких веков до этого существовали устойчивые закономерности в управлении хозяйственными системами вообще. А.П.Прохоров называет их «русской моделью управления» [Прохоров, 2006]. Эта модель исторически обусловлена всей предшествующей траекторией развития.¹¹

Предлагаемая к внедрению в российских компаниях англосаксонская модель управления органично выросла из индивидуалистской культуры, где доминантой является свобода индивида и его права, где есть возможность в одиночку защитить свои права — как имущественные, так и неимущественные, где преобладает индивидуальный процесс принятия решений и приветствуется выражение противоположного мнения. Для российского же общества характерна коллективистская культура, в которой все контрагенты разделяются на «своих» и «чужих», где нет доверия к внешним лицам и господствует двойная мораль — одна для внешнего мира и другая для себя. Право нацелено на защиту групповых интересов, а не индивидуальных. В политической жизни — равно как и в системе управления каждой хозяйственной ячейкой — действует примат централизации и дисциплины с узурпацией «на самом верху» максимального объема полномочий. В рамках данной парадигмы малейшая независимость любого из элементов системы видится как угроза.

Неконгруэнтность между формальными и неформальными нормами корпоративного поведения позволяла ожидать отторжения новых институциональных форм, однако произошло их достаточно быстрое и безболезненное вос-

11. Согласно теории институциональных матриц, разработанной С.Г.Кирдиной, российская экономика исторически относится к X-типу, для которого характерно преобладание верховной условной собственности над частной, редистрибуции — над обменом через куплю-продажу, служебного труда — над добровольным наемным (подробнее см. [Кирдина, 2001, 2004]).

приятие в большом числе компаний, пусть и под стимулирующим влиянием со стороны внешней среды. Вместо острого институционального конфликта мы наблюдали конвергенцию. А.П.Прохоров видит основополагающий принцип «русской модели управления» в том, что вышестоящий орган крайне централизованного управления, который выглядит абсолютно всевластным и формально имеет все права на подчиненного и его имущество, тем не менее не доходит до текущего ежедневного управления — да и не имеет такой физической возможности [Прохоров, 2006. С. 68]. Эта мысль, возможно, дает ключ к пониманию того, почему новые формальные институты удалось наложить на неформальные культурные традиции. В реальности отношения складываются совсем не так, как это декларируется. Если говорить о распределении полномочий между органами управления, то СД номинально осуществляет в компании «общее руководство деятельностью» и отвечает за все, однако все же занимает прагматичную позицию и молчаливо соглашается на руководство компанией в исполнении CEO и/или правления. Собственник продолжает вмешиваться в вопросы управления, даже не обладая вообще никакой должностью в компании. Найденное равновесие устраивает всех участников взаимодействия. Они игнорируют формальные нормы, требующие вести себя ненормальным для данного социума образом, и не прибегают к помощи законных механизмов для решения возникающих конфликтов.

Добавим, что базовые принципы национальной модели управления весьма инерционны и с трудом подвергаются модернизации через новые формальные институты. По мнению Б. Щербакова, менеджмент в России, по сути, не очень изменился: под воздействием внешних обстоятельств (интеграция в международный бизнес, требование прозрачности для публичных компаний, ужесточение законов о труде, налогового законодательства) российские руководители приобрели внешний лоск, но не изменили свою национальную идентичность [Щербаков, 2008].

5. Некоторые тенденции и перспективы дальнейшего развития корпоративного управления

Сформировавшаяся на сегодняшний день система КУ в крупных российских компаниях внешне восприняла современные формы, но по сути отличается от всех известных моделей. Это не англо-саксонская система, на создание которой было ориентировано законодательство об акционерных обществах и рынке ценных бумаг. С такой системой оказались несовместимы высокая концентрация акционерной собственности, участие собственника в управлении и использование неформальных механизмов разрешения конфликтов. Лидирующей ролью государства и теснейшими связями между крупными корпорациями и властью Россия похожа на страны Восточной и Юго-Восточной Азии. В отличие от Японии здесь нет перекрестного акционерного владения между крупнейшими компаниями, равно как и патерналистской модели трудовых отношений. От германской и вообще европейской системы КУ российская система отличается тем, что интересы широкого круга заинтересованных сторон не представлены и не защищены должным образом, а промышленные активы не принадлежат банкам. Часть экспертов полагает, что Россия продолжит оппортунистическое ситуативное заимствование элементов из разных национальных систем КУ, все же больше тяготея к континентально-европейской (стэйкхолдерской) модели, учитывающей интересы многих сторон, а не только интересы ключевого акционера компании [Корпоративное управление ..., 2007].

Одно из направлений развития институтов КУ — это дальнейшее совершенствование законодательства об акционерных обществах [Шаститко, 2006], а также детализация отдельных его разделов (например, об ответственности членов коллегиальных органов, об ограничении инсайдерства). При этом наличие механизмов принуждения (*enforcement*) к выполнению норм корпоративного законодательства и внут-

рикорпоративных правил имеет гораздо большее значение, чем формальное наличие правовых норм. Основанная на праве модель КУ может выжить и нормально функционировать лишь в комплексе с другими общественными институтами, среди которых — независимая судебная исполнительная система, доверие, уважение частной собственности. Ничего из перечисленного сегодня нет.

Есть точка зрения, что надо твердо идти по пути модернизации КУ и сделать использование новых правил обязательными, и тогда количество перейдет в качество. На наш взгляд, простое усиление давления на владельцев и высший менеджмент компаний контрпродуктивно — они сами должны предъявить спрос на новые институты. Напротив, необходимо отказаться от заведомо неэффективного принудительного внедрения стандартов КУ, например, Кодекса корпоративного поведения [Радыгин, 2005. С. 156].

При этом мнение, что нужна лишь «тонкая настройка» существующей модели в соответствии с реалиями российской переходной экономики [Радыгин, 2005], может недооценивать глубину проблемы. Возможно, потребуется не только тонкая, но и грубая настройка. Не исключено, что была допущена системная ошибка при попытке сделать российские компании похожими на американские или британские. Полагаем, что для развивающихся рынков типа российского требуют пересмотра теоретические построения, исходящие из априорного превосходства публичных компаний с разпыленной собственностью и системой управления, в центре которой находится СД.

В краткосрочном плане создание форм КУ, имитирующих западные, помогло крупнейшим российским компаниям продать свои акции и привлечь дешевые ресурсы извне. Однако является ли использование именно этого набора институтов максимально полезным и общественно эффективным в долгосрочном плане? Финансовый кризис стал стресс-тестом, дающим возможность проверить состоятельность различных моделей управления. Практически все российские АО оказа-

лись в сложном положении, некоторые на грани банкротства; стоимость акций публичных компаний упала в разы, что серьезно ударило по инвесторам. Среди пострадавших и даже прекративших независимое существование есть как управляемые собственниками частные компании, так и корпорации с развитой системой КУ и независимым СД. Когда пыль уляжется и станет понятен масштаб потерь, можно будет проанализировать, при какой системе оказалось лучше управление рыночными, кредитными рисками и риском ликвидности.

Актуальность систем управления, предполагающих отделение собственности от управления, сейчас ослабла.¹² Бум публичных размещений акций российских компаний закончился, а с ним стремительно исчезает влияние внешних механизмов принуждения (фондовый рынок, биржи, рейтинговые агентства, аналитики и т.п.) к созданию корпоративного управления по западному образцу. В качестве реакции на кризис разделение функций собственности и управления может замедлиться либо даже развернуться в другую сторону. Адекватной по эффективности замены владельческому контролю не существует, тем более при решении задач антикризисного управления, которые в обозримом будущем останутся на повестке дня. Мы предвидим возврат части собственников к управлению своими активами, и первые примеры уже есть. Некоторые из публичных компаний снова станут частными через де-листинг (исключение акций из котировального списка фондовой биржи). Кризис заставит компании отказаться от излишеств и экспериментов в сфере управления. Часть собственников перейдут к прямому взаимодействию с менеджментом и ослабят СД. Другая часть компаний, наоборот, передаст СД все ключевые полномочия и ответственность, быстро эволюционируя в сторону американской системы управления (при этом роль CEO и коллегиального исполнительного органа станет номиналь-

12. Движение возможно как от основанной на банках финансовой системы к рыночной [Vitols, 2002], так и в обратном направлении.

ной). Наконец, еще одна возможная альтернатива — это усиление СЕО и коллегиального исполнительного органа и работа СД строго в режиме *наблюдательного* совета, как в континентальной системе КУ (полагаем, что таких компаний окажется немного).

Таким образом, среди возможных тенденций дальнейшего развития — некоторое сокращение разрыва между формой КУ и его содержанием; отказ от управленческих структур, не продиктованных внутренней логикой и целесообразностью; появление более четких и последовательных моделей управления компаниями, пусть даже не полностью поддерживаемых сегодня формальными нормами, но зато более адекватных для реализации конкурентных преимуществ российского бизнеса.

ЛИТЕРАТУРА

1. *Авдашева С.Б.* Бизнес-группы в российской промышленности // Вопросы экономики. 2004. № 5.
2. *Верников А.В.* Формы собственности и институциональные изменения в банковском секторе: Науч. докл. М.: ИЭ РАН, 2007.
3. *Верников А.В.* Особенности работы совета директоров в российской компании с высококонцентрированной собственностью. В кн.: Корпоративное управление и работа совета директоров в российских компаниях / Под ред. А.А. Филатова и К.А. Кравченко. М.: Альпина Бизнес Букс, 2008. С. 309–322.
4. *Верников А.В.* Совет директоров и система корпоративного управления в российских банках. В кн.: Корпоративное управление и устойчивое развитие бизнеса: стратегическая роль советов директоров / Отв. ред. И.В. Ивашковская. М.: Издательство «Европа», 2008. С. 51–58.
5. *Верников А.В.* Взаимоотношения между советом директоров и менеджментом. В кн.: Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 2. (в печати). М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2009.
6. Внешние механизмы корпоративного управления: Науч. тр. № 104. М.: ИЭПП, 2006.
7. *Гуриев С.М., Лазарева О.В., Рачинский А.А., Цухло С.В.* Корпоративное управление в российской промышленности. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». №149. М.: МОНФ, ЦЭФИР, 2003.

8. Долгопятова Т.Г., Уварова О.М. Эмпирический анализ организации корпоративного контроля в российских компаниях / Препринт WP1/2007/03. М.: ГУ ВШЭ, 2007.
9. Евстигнеев В.Р. Валютно-финансовая интеграция в ЕС и СНГ. Сравнительный семантический анализ. М.: Наука, 1997.
10. Иваишковская И.В. Управление стоимостью компании: вызовы российскому менеджменту // Российский журнал менеджмента. 2004. № 4. С. 113–132.
11. Иваишковская И.В. Советы директоров и создание экономической прибыли в российских компаниях. В кн.: Модернизация экономики и общественное развитие. В 3 кн. Кн. 2. / Отв. ред. Е.Г.Ясин. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007. С. 467–475.
12. Импортные институты в странах с переходной экономикой: эффективность и издержки: Науч. тр. Ин-та экономики переходного периода № 68Р. М.: ИЭПП, 2003.
13. Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях / Под ред. Т.Г. Долгопятовой. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». М.: МОНФ и АНО «Проекты для будущего», 2006. №180.
14. Исследование информационной прозрачности российских банков: непростое движение вперед. Standard & Poor's, 2004. www.standardandpoors.ru
15. Капелюшников Р.И. Концентрация собственности и корпоративное управление / Препринт WP 1/2005/03. Москва: ГУ Высшая школа экономики, 2005.
16. Курдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России. Новосибирск: Ин-т экономики и организации промышленного производства Сибирского отделения РАН, 2001.
17. Курдина С.Г. X- и Y-экономики: институциональный анализ. М.: Наука, 2004.
18. Курдина С.Г. Институциональная самоорганизация экономики: теория и моделирование: Науч. докл. М.: ИЭ РАН, 2008.
19. Клейнер Г.Б. Эволюция институциональных систем. М.: Наука, 2004.
20. Кодекс корпоративного поведения. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 04.04.2002 № 421/р // Вестник ФКЦБ России. 2002. № 4 (65).
21. Коллективный портрет независимого директора в российских компаниях. М.: АНД, 2008.
22. Корпоративное управление в банковском секторе России. Исследование динамики улучшений. М.: Международная финансовая корпорация, 2007.

23. Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2007.
24. Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений: Науч. тр. № 101. М.: ИЭПП, 2006.
25. Кузьминов Я.И., Радаев В.В., Яковлев А.А., Ясин Е.Г. Институты: от заимствования к выращиванию. Опыт российских реформ и возможности культивирования институциональных изменений. В кн.: Модернизация экономики и выращивание институтов / Отв.ред. Е.Г.Ясин. Кн. 1. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2005. С. 7–64.
26. Мурьчев А.В. Банки и банковская система России: состояние и пути развития эффективного корпоративного управления. М.: НП «Национальный совет по корпоративному управлению», 2007.
27. Национальный доклад по корпоративному управлению. Вып. 1. / Отв. ред. А.Е. Шаститко. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2008.
28. Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997.
29. Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учеб. пособие. М.: ИНФРА-М, 2005.
30. 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.
31. Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы // Экономика и математические методы. 1999. Т. 35. № 2.
32. Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // Экономическая наука современной России. 2001. № 3. с. 24–50.
33. Полтерович В.М. Институциональные ловушки: Есть ли выход? // Общественные науки и современность. 2004. № 3.
34. Портрет Совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. М.: Standard & Poor's, 2007.
35. Прохоров А.П. Русская модель управления. М.: ЭКСМО, 2006.
36. Радыгин А.Д. Институциональные компоненты экономического роста: несколько уроков из опыта России 1990–2000-х гг. В кн.: Модернизация экономики и выращивание институтов / Отв. ред. Е.Г. Ясин. Кн. 1. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2005. С. 150–165.
37. Радыгин А. Д., Энтов Р.М., Абрамов А.Е. и др. Внешние механизмы корпоративного управления: Науч. тр. № 104. М.: ИЭПП, 2007.

38. *Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межерауц И.В.* Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: Ин-т экономики переходного периода, 2003.
39. *Родионов И.И., Старюк П.Ю.* Модель стоимости компании в корпоративном управлении в России. В кн.: Модернизация экономики и общественное развитие. В 3 кн. Кн. 2. / Отв. ред. Е.Г.Ясин. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.
40. Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития / Под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.
41. Совет директоров: от декларации к практике // Независимый директор, 2008 весна. С. 12.
42. Современная практика корпоративного управления в российских компаниях / Под ред. А.А. Филатова и К.А. Кравченко. М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
43. *Тамбовцев В.А.* Теоретические вопросы институционального проектирования // Вопросы экономики. 1997. № 3.
44. *Тамбовцев В.А.* Траектории институциональных изменений: теория и российские реалии. В кн.: Модернизация экономики и выращивание институтов. Кн. 1. / Отв. ред. Е.Г. Ясин. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2005. С. 300–310.
45. Федеральный закон РФ от 2 декабря 1990 г. №395-1 «О банках и банковской деятельности».
46. *Шаститко А.Е.* Проблемы корпоративного управления и пути их решения в корпоративном законодательстве // Российский журнал менеджмента. 2006. Т. 4. № 2. С. 3-24.
47. *Шиобара Т.* Корпоративное управление в России // Экономическая наука современной России. 2006. № 2. С. 108–122.
48. *Щербаков Б.* Вечно красные директора // Smart Money. 2008. 18 авг. №30 (120).
49. *Энтов Р., Радыгин А., Межерауц И., Швецов П.* Корпоративное управление в российской промышленности: Науч. тр. №86. М.: ИЭПП, 2005.
50. *Энтов Р.М., Радыгин А.Д., Межерауц И.В., Швецов П.* Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений: Науч. тр. № 101. М.: ИЭПП, 2006.
51. *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.
52. *Black B.S., Love, I., Rachinsky A.* Corporate governance and firms' market values: Time series evidence from Russia // Emerging Markets Review. 2006. No 7 (4). P. 361–379.

53. *Bokov V., Vernikov A.* Governance quality and bank valuation in Russia: An empirical study // Корпоративные финансы (М.: ГУ-ВШЭ). 2008. № 3 (7). С. 5–17.
54. *Chavance B.* Formal and informal institutional change: The experience of postsocialist transformation // European Journal of Comparative Economics. 2008. No 5(1). P. 57–71.
55. Corporate Governance in Russia / D.J. McCarthy, S.M. Puffer, S. Shekshnia (eds.) Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar, 2004.
56. *La Porta R., Lyppez-de-Silanes F., Shleifer A.* Corporate ownership around the world // Journal of Finance. 1999. No 54 (2). P. 471–517.
57. *McCarthy D.J., Puffer S.M.* Interpreting the ethicality of corporate governance decisions in Russia: Utilizing integrative social contracts theory to evaluate the relevancy of agency-theory norms // Academy of Management Review. 2008. No 33 (1).
58. *Morck R.K., Steier L.* The global history of corporate governance — an introduction. / Working Paper 11062. Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research, 2005.
59. *North D.* Economic performance through time // American Economic Review. 1994. No 84(3). P. 359–368.
60. Principles of Corporate Governance. Organisation for Economic Cooperation and Development, Paris, 2004.
61. *Puffer S.M., Mc Carthy D.L.* Can Russia's state-managed, network capitalism be competitive?: Institutional pull versus institutional push // Journal of World Business. 2007. No 42 (1). P. 1–13.
62. *Shleifer A., Vishny R.W.* Politicians and firms // The Quarterly Journal of Economics. No 109 (4). P. 995–1025.
63. *Vernikov A.* Corporate governance and control in Russian banks. Препринт WP1/2007/2. М.: ГУ ВШЭ, 2007а.
64. *Vernikov A.* Evolution of corporate governance in Russian banks. В кн.: Модернизация экономики и общественное развитие. / Отв. ред. Е.Г. Ясин; Гос. ун-т — Высшая школа экономики. Кн. 2. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007. С. 488–496.
65. *Vitols S.* The transition from banks to markets in the German and Japanese financial systems / WZB Discussion Paper. 2002. No 02–901.