



Munich Personal RePEc Archive

## **Corporate governance institutions in Russia: Import and mutation**

Vernikov, Andrei

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

May 2009

Online at <https://mpra.ub.uni-muenchen.de/43468/>  
MPRA Paper No. 43468, posted 28 Dec 2012 17:34 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 non-executive 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

© Andrei Vernikov, 2009

## **Импорт в Россию институтов корпоративного управления и их мутация**

### **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

## 1. Введение и краткий обзор литературы

Мы рассмотрим эволюцию позаимствованных в 90-е годы на Западе институтов корпоративного управления (КУ).<sup>1</sup> 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, то есть не так, как в модельной экономике и как задумывали разработчики соответствующих законов. Повсеместно возникшие советы директоров действуют не как советы *директоров*, а в режиме *консультативного* совета либо в режиме 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 остаётся теоретической абстракцией.

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, проведённых в ГУ-ВШЭ, Институте экономики переходного периода, Международной финансовой корпорации, Ассоциации независимых директоров, рейтинговом агентстве Standard & Poor's.

Норт [1997] заложил идейный и методологический фундамент исследований, посвящённых институциональным изменениям. Импорту институтов в российскую экономику посвящены работы Клейнера [2004], Кузьминова 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, совершённые 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 [Долгопятова, 2006; Российская корпорация, 2007] провели самый солидный из известных нам на сегодняшний день эмпи-

---

<sup>1</sup> 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) [Банк России, 2005].

рический 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. ИЭПП [2005] оценил 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 [НСКУ, 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 годы с принятием закона «Об акционерных обществах» (1995 г.) и увенчался принятием «Кодекса корпоративного повеления» [ФКЦБ, 2002].<sup>2</sup> Российское законодательство по вопросам корпоративного управления вобрало в себя элементы, почерпнутые из правовых систем зарубежных стран<sup>3</sup>, и разрабатывалось при деятельном участии международных консуль-

---

<sup>2</sup> Для наиболее регулируемого сектора российской экономики – банковского – регулятор конкретизировал рекомендации по организации корпоративного управления в 2005 году [Банк России, 2005].

<sup>3</sup> 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 серьёзные отличия. Англо-саксонская модель ставит во главу угла интересы внешних инвесторов, тогда как германская модель стремится гармонизировать интересы всех заинтересованных сторон (стейк-холдеров). Первая модель отдаёт основные исполнительные и распорядительные полномочия СД, вторая – исполнительному менеджменту. В американских и

тантов и иностранных юристов. На первом этапе формальные институты КУ играют подчинённую 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 - долговой капитал, а затем и акционерный. Повышается спрос на формальные институты КУ [Яковлев, 2003]. В некоторых (немногих) компаниях спрос «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 объёма раскрываемой публичной информации [МФК, 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 компаний России, мы попытались суммировать *мотивацию* каждого из стэйк-холдеров в Табл.1.

---

британских компаниях обычно создаётся один коллегиальный орган управления (*unitary Board*) – СД, которому собрание акционеров делегирует все основные функции, полномочия и ответственность. Некоторые директоров могут одновременно обладать исполнительными полномочиями: СЕО (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, то есть наблюдательного совета (по-немецки *Aufsichtsrat*) и правления (*Vorstand*). Перекрёстное членство членов правления и наблюдательного совета не допускается, председатель наблюдательного совета не должен выполнять функции СЕО, а в наблюдательном совете нет исполнительных директоров. В этой парадигме наблюдательный совет должен выполнять ограниченный набор функций, а все основные решения приниматься на уровне СЕО и правления. Роль лидера зарезервирована за высшим исполнительным руководителем, круг полномочий которого чрезвычайно широк. Важно, что статус члена коллегиального исполнительного органа – правления – и самого этого органа чётко регламентирован и защищён формальными правовыми институтами. По сути именно члены правления являются «директорами» в прямом смысле этого слова.

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

Заинтересованная сторона	<i>Отношение; мотивация</i>	
	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 принося 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 наёмный менеджмент (не владеющий акциями)	<i>Отрицательное.</i> КУ не создаёт добавленной стоимости, зато несёт 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, создаёт спрос на консультационные услуги и кадры специалистов из-за рубежа	

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

\*\* включая отражающие интересы кредиторов правительства зарубежных стран, международных организации и общественные организации

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

Как видно из Табл.1, на рубеже нового века произошли существенные сдвиги в отношении к институтам КУ у контролирующих акционеров, крупных миноритариев и высшего наёмного 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 своё 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.

### 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 англо-саксонского общества понятия и институты КУ (*Board of Directors, independent director, fiduciary duties, transparency, disclosure, corporate social responsibility*), при переводе на русский язык<sup>4</sup> (совет директоров, независимый директор и т.д.) и внедрении в нашей стране может измениться, порой до противоположного.<sup>5</sup> 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.

---

<sup>4</sup> Возникающие уже на этой стадии «трудности перевода» являются надёжным 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*.

<sup>5</sup> В.Р.Евстигнеев [1997] проводит на примерах валютно-финансовой интеграции в Евросоюзе и в СНГ интегративное 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.

### 3.1. Совет директоров

В 90-е годы прошлого века советы директоров (СД) были созданы практически во всех акционерных обществах в России, включая и те, которым закон позволяет обойтись без СД.<sup>6</sup> 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*, то есть 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 СЕО 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, то есть 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 [Долгопятова, 2006; Российская корпорация, 2007], не обязательно приводит к лидирующей роли СД. СД приобретает способность эффективно контролировать менеджмент, когда главный акционер входит в состав СД и активно участвует в его работе, либо когда главный акционер не входит в состав СД, но делегирует Совету достаточный объем полномочий.

Гораздо чаще встречаются ситуации, когда СД играет подчинённую номинальную роль и не дееспособен 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

---

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

управления не задействуются и взаимодействие с менеджментом идёт 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, то есть 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 российских банков не было специализированных комитетов СД; лишь в 17% банков при СД действовал аудиторский комитет [МФК, 2007].

По американско-британской системе «одного Совета» (*unitary Board*), при которой во главе СД может стоять CEO, 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 состава СД профессиональными и активными внешними директорами, включая акционеров, и активизация работы создают предпосылки для вторжения в сферу исключительных полномочий исполнительных органов – CEO и правления. СД рискует превратиться в *супер-правление*, частично и выборочно подменяющее CEO и правление. Так, СД может взять на себя инициативу в подборе ключевых топ-менеджеров и распределении полномочий между ними<sup>7</sup>, хотя эти задачи входят в круг полномочий CEO. Необходимость для CEO согласовывать свои кадровые решения с комитетом СД по назначениям и вознаграждениям и с Советом в целом делает полномочия CEO номинальными. Перехват управленческой инициативы Советом размывает ответственность CEO 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, причём нечёткость 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

---

<sup>7</sup> 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, то есть термином «совет директоров» называют *правление* [АНД, 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 предрешённым вопросам, либо окончательное решение оставляет за собой главный акционер или CEO – 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 CEO. Личный контроль над этим вопросом прочно удерживает ключевой акционер. Все решения об увольнении и назначении CEO 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, то есть общая доля инсайдеров в СД достигает 67% [Standard & Poor's, 2007]. В инсайдерской модели управления СД не способен играть роль посредника между внешними акционерами компании и её 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, причём 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 СЕО 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 всё 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 СЕО.

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 расплывлённой 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.

### **3.2. Институт независимых директоров**

В 2008 г. исследование Ассоциации независимых директоров [АНД, 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 [НСКУ, 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 кандидатов 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 создаёт 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 в разделе 3.1.

### **3.3. 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 защищённым 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* её 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.

### 3.4. Институт фидуциарной ответственности

Институт фидуциарной ответственности<sup>8</sup> директоров перед компанией и акционерами ещё 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 СД.<sup>9</sup> Практика судебных исков к членам СД о возмещении ущерба, нанесённого акционерам, лишь формируется. Члены СД (кроме иностранных граждан) рассматривают вероятность наступления подобной ответственности как чисто гипотетическую и поэтому редко прибегают к страхованию своей ответственности.

## 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.

### 4.1. «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 ус-

---

<sup>8</sup> 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.

<sup>9</sup> Обсуждается законопроект об усилении ответственности членов коллегиальных органов управления, то есть государство пытается вмешаться и директивно отрегулировать отношения между акционерами и их представителями в СД, несмотря на отсутствие явного спроса на такое регулирование.

мотрение 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 поведения, 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 рекомендованного нормативными актами распределения полномочий между органами управления не позволяет сделать однозначный вывод, идёт 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», то есть перекрёстное 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 чётко 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 до-

кументов 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 всё равно придётся 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 реалии любую стратегию всё равно разрабатывает обладающий всеми ресурсами менеджмент с помощью внешних консультантов или без неё, 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, СЕО 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, вовлечённость 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 [Долгопятова, 2006, с.43]. В российских компаниях контроль принадлежит не просто инсайдерам, а конкретному ключевому собственнику – блокхолдеру [Капелюшников, 2005]. Исследование концентрации собственности по 30 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 банках имелся по крайней мере один крупный акционер, владеющий более 25% акций. Из этого числа в 19 банках существовал ведущий собственник, которому напрямую принадлежало свыше 50% акций; е в том числе в 7 банках контрольный пакет принадлежал государству напрямую и ещё в двух банках – опосредованно [Standard & Poor's, 2007a].

А.Д. Радыгин видит в противоречии между фактическим процессом концентрации акционерного капитала в России и гипертрофированной ориентации права на защиту миноритариев (что было бы актуально для англо-американских компаний с распылённой собственностью. – *A.B.*) 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 [Радыгин, 2005, с.155].

Российские собственники продолжают играть активную роль в управлении, а наёмные 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, то есть на бумаге, да и то пока не повсеместно. По данным исследования 822 российских компаний, проведённого в 2005 г. ГУ ВШЭ совместно с японскими учёными, 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 наёмного высшего менеджмента, формирование СД и других надстроечных управленческих структур обрадовало экспертов по КУ. При этом характер отношений между собственниками и наёмными 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 всерьёз говорить о дистанцировании менеджера от собственника.

#### **4.2. 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 нормами<sup>10</sup> представляет собой более серьёзный 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 корпоративного поведения и управления формировалась сразу под влиянием новых законов и правил уже в 90-е годы 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.<sup>11</sup>

Предлагаемая к внедрению в российских компаниях англо-саксонская 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 раз-

---

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

<sup>11</sup> 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 наёмным (подробнее см. [Кирдина, 2001, 2004]).

деляются 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 объёма 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 восприятие 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 подчинённого 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, даёт 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 всё, однако всё же занимает прагматичную позицию и молчаливо соглашается на руководство компанией в исполнении СЕО 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. Тенденции и перспективы дальнейшего развития

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 оказалась несовместима 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 перекрёстного 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, всё же больше тяготея к континентально-европейской (стэйкхолдерской) модели, учитывающей интересы многих сторон, а не только интересы ключевого акционера компании [НСКУ, 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 внутрикорпоративных 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 система, доверие, уважение частной собственности. Ничего из перечисленного сегодня нет.

Есть точка зрения, что надо твёрдо идти по пути модернизации КУ и сделать использование новых правил обязательными, и тогда количество перейдёт 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 распылённой 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 дешёвые 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 оказались в сложном положении, некоторые на грани банкротства; стоимость акций публичных компаний упала в разы, что серьёзно 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. 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 СЕО и коллегиального исполнительного органа станет номинальной). Наконец, ещё 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 небольшое меньшинство).

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 чётких и последовательных моделей управления компаниями, пусть даже не полностью поддерживаемых сегодня формальными нормами, но зато более адекватных для реализации конкурентных преимуществ российского бизнеса.

## **Библиография**

- Авдашева С.Б. Бизнес-группы в российской промышленности // *Вопросы экономики*. 2004. № 5. С.121-134.
- АНД (2008а). Совет директоров: от декларации к практике // *Независимый директор*, 2008 весна, с.12.
- АНД (2008б). Коллективный портрет независимого директора в российских компаниях. М.: АНД, 2008.
- 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.
- Верников А.В. Формы собственности и институциональные изменения в банковском секторе: (Научный доклад). М.: Институт экономики РАН, 2007.
- Верников А.В. (2008а). 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.
- Верников А.В. (2008б). 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.
- Верников А.В. Взаимоотношения между советом директоров и менеджментом. – в кн.: *Национальный доклад по корпоративному управлению*. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2009, Вып. 2. (в печати).

- Внешние механизмы корпоративного управления. Научные труды № 104. М.: ИЭПП, 2006
- 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.
- Долгопятова Т.Г. (ред.). Интеграционные процессы, корпоративное управление и менеджмент в российских компаниях. / Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ». М.: МОНФ и АНО «Проекты для будущего», 2006, № 180.
- Долгопятова Т.Г., Уварова О.М. Эмпирический анализ организации корпоративного контроля в российских компаниях. Препринт WP1/2007/03. – М.: ГУ ВШЭ, 2007.
- Евстигнеев В.Р. Валютно-финансовая интеграция в ЕС и СНГ. Сравнительный семантический анализ. М.: Наука, 1997.
- 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* : в 3 кн. / отв. ред. Е.Г.Ясин.- М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007, кн. 2, с.467-475.
- Импортированные институты в странах с переходной экономикой: эффективность и издержки. Науч. труды Ин-та экономики переходного периода № 68Р. М.: ИЭПП, 2003.
- ИЭПП (2005). Корпоративное управление в российской промышленности. М.: ИЭПП, Научные труды 2005, № 86. Авторы - Энтов Р., Радыгин А., Межероупс И., Швецов П.
- Капелюшников Р.И. Концентрация собственности и корпоративное управление. Препринт WP 1/2005/03. Москва: ГУ Высшая школа экономики, 2005.
- Кирдина С.Г. Институциональные матрицы и развитие России. Новосибирск, Ин-т экономики и организации промышленного производства Сибирского отделения РАН, 2001.
- Кирдина С.Г. X- и Y-экономики: институциональный анализ. М.: Наука, 2004.
- Кирдина С.Г. Институциональная самоорганизация экономики: теория и моделирование: (Научный доклад). М.: Ин-т экономики РАН, 2008.
- Клейнер Г.Б. Эволюция институциональных систем. М.: Наука, 2004.
- Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. Научные труды № 101. М.: ИЭПП, 2006.
- Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2007.

- 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, М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2005, книга 1, с.7-64.
- МФК. Корпоративное управление в банковском секторе России. Исследование динамики улучшений. М.: Международная финансовая корпорация, 2007.
- Мурычев А.В. Банки и банковская система России: состояние и пути развития эффективного корпоративного управления. М.: НП «Национальный совет по корпоративному управлению», 2007.
- НСКУ. Корпоративное управление в современной России: опыт и перспективы. М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2007.
- НСКУ. Национальный доклад по корпоративному управлению. Выпуск 1. / Отв. ред. А.Е. Шаститко. – М.: Национальный совет по корпоративному управлению, 2008.
- Норт Д. Институты, институциональные изменения и функционирование экономики. М.: Фонд экономической книги «Начала», 1997.
- Олейник А.Н. Институциональная экономика: Учебное пособие. М.: ИНФРА-М, 2005.
- Полтерович В.М. Институциональные ловушки и экономические реформы // *Экономика и математические методы*, 1999, т. 35, № 2.
- Полтерович В.М. Трансплантация экономических институтов // *Экономическая наука современной России*, 2001, № 3, с.24-50.
- Полтерович В.М. Институциональные ловушки: Есть ли выход? // *Общественные науки и современность*, 2004, № 3.
- Прохоров А.П. Русская модель управления. М.: ЭКСМО, 2006.
- Радыгин А.Д., Энтов Р.М., Межераупс И.В. Особенности формирования национальной модели корпоративного управления. М.: Ин-т экономики переходного периода, 2003.
- Радыгин А. Д., Энтов Р.М., Абрамов А.Е., Межераупс И. В., Мальгинов Г. Н., Сизов А. В., Шмелева Н. А. Внешние механизмы корпоративного управления. Научные труды № 104. М.: ИЭПП, 2007.
- 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.- М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2005, книга 1, с.150-165.
- Родионов И.И., Старюк П.Ю. Модель стоимости компании в корпоративном управлении в России. – в кн.: *Модернизация экономики и общественное развитие* : в 3 кн. / отв. ред. Е.Г.Ясин; Гос. ун-т - Высшая школа экономики.- М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007, кн.2.

- Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития.* / под ред. Т.Г. Долгопятовой, И. Ивасаки, А.А. Яковлева. М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007.
- Современная практика корпоративного управления в российских компаниях* / под ред. А.А. Филатова и К.А. Кравченко.- М.: Альпина Бизнес Букс, 2007.
- Тамбовцев В.Л. Теоретические вопросы институционального проектирования // *Вопросы экономики*, 1997, № 3.
- Тамбовцев В.Л. Траектории институциональных изменений: теория и российские реалии. - в кн.: *Модернизация экономики и выращивание институтов* / отв.ред. Е.Г.Ясин, М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2005, книга 1, с.300-310.
- ФКЦБ. Кодекс корпоративного поведения. Распоряжение Федеральной комиссии по рынку ценных бумаг от 04.04.2002 № 421/р // *Вестник ФКЦБ России*. 2002. № 4 (65).
- Шаститко А.Е. Проблемы корпоративного управления и пути их решения в корпоративном законодательстве // *Российский журнал менеджмента*. 2006. Т. 4. № 2. С. 3-24.
- Шиобара Т. Корпоративное управление в России // *Экономическая наука современной России*. 2006. № 2. С.108-122.
- Щербаков Б. Вечно красные директора // *Smart Money*, № 30(120), 18.08.2008.
- Энтов Р.М., Радыгин А.Д., Межеряупс И.В., Швецов П. Корпоративное управление и саморегулирование в системе институциональных изменений. Научные труды № 101. М.: ИЭПП, 2006.
- 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, B.S., Love, I., Rachinsky, A. (2006), Corporate governance and firms' market values: Time series evidence from Russia, *Emerging Markets Review* 7 (4): 361-379.
- Vokov, V., Vernikov, A. (2008), Governance quality and bank valuation in Russia: An empirical study // *Корпоративные финансы* (М.: ГУ-ВШЭ), 2008, № 3 (7), с.5-17.
- Chavance, B. (2008), Formal and informal institutional change: The experience of postsocialist transformation, *European J. of Comparative Economics* 5 (1): 57-71.
- La Porta, R., López-de-Silanes, F., Shleifer, A. (1999), Corporate ownership around the world, *J. of Finance* 54 (2): 471-517.
- McCarthy, D.J., Puffer, S.M., Shekshnia, S. (eds.) (2004), *Corporate Governance in Russia*. - Cheltenham, UK and Northampton, MA: Edward Elgar.

- McCarthy, D.J., Puffer, S.M. (2008), 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* **33** (1).
- Morck, R.K., Steier, L. (2005), The global history of corporate governance - an introduction. - Working Paper 11062, Cambridge, Mass.: National Bureau of Economic Research.
- North, D. (1994), Economic performance through time, *American Economic Rev.* **84**(3):359-368.
- OECD (2004), Principles of Corporate Governance, Organisation for Economic Co-operation and Development, Paris.
- Puffer S.M, McCarthy, D.J. (2007), 'Can Russia's state-managed, network capitalism be competitive?: Institutional pull versus institutional push', *J. of World Business* **42** (1): 1-13.
- Shleifer, A., Vishny, R.W. (1994), Politicians and firms, *The Quarterly J. of Economics* **109** (4): 995-1025.
- Standard & Poor's (2007a), Исследование информационной прозрачности российских банков: непростое движение вперед. [www.standardandpoors.ru](http://www.standardandpoors.ru)
- Standard & Poor's (2007b), Портрет Совета директоров российской компании как отражение концентрированной структуры собственности компаний и препятствий на пути развития корпоративного управления. М., Standard & Poor's, 2007.
- Vernikov, A. (2007a), Corporate governance and control in Russian banks. Препринт WP1/2007/2. М.: ГУ ВШЭ, 2007.
- Vernikov, A. (2007b), 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.- М.: Изд. дом ГУ ВШЭ, 2007, кн.2, с.488-496.