

# ВЗАИМОСВЯЗЬ МЕЖДУ КОРПОРАТИВНЫМ УПРАВЛЕНИЕМ И СТОИМОСТЬЮ РОССИЙСКИХ БАНКОВ. ГОТОВЫ ЛИ ИНВЕСТОРЫ ДОПЛАЧИВАТЬ ЗА КАЧЕСТВО КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ?

В.А. Боков, А.В. Верников<sup>1</sup>

## 3.1 ПОСТАНОВКА ПРОБЛЕМЫ

Взаимосвязь между качеством корпоративного управления и показателями работы компании – это центральный вопрос, интересующий как теоретиков корпоративных финансов, так и широкий круг специалистов-практиков. Предметом нашего исследования является влияние корпоративного управления не на все возможные показатели компании (эффективность работы, рентабельность активов и капитала и т.д.), а лишь на потенциальную оценку компании внешними инвесторами. Существует ли здесь устойчивая причинно-следственная связь, то есть готовы ли инвесторы доплачивать свои деньги за более высокое качество корпоративного управления в его общепринятом понимании? Авторы главы попытаются дать свой ответ на этот вопрос на материале российских банков.

<sup>1</sup> Василий Александрович Боков, магистр экономики, CFA, ГПБ (ОАО); Андрей Владимирович Верников, доктор экономических наук, профессор Национального исследовательского университета «Высшая школа экономики». Материал статьи отражает исключительно личную точку зрения авторов, опирающуюся на результаты эмпирических исследований.

(1)

Актуальность темы применительно к данному предмету исследования объясняется тем, что во второй половине 2000-х годов в российском банковском секторе сформировались предпосылки для частичного или полного выхода существующих акционеров из капитала. Это относится в первую очередь к крупным коммерческим банкам, которые созрели для привлечения внешних инвестиций в капитал и исчерпали потенциал роста на собственной основе в условиях ужесточения регуляторных требований к капитализации банков, усиления конкуренции в банковской сфере со стороны растущих опережающими темпами государственных банков и стремления иностранных банков выйти на российский рынок. Вместе с тем масштабы деятельности российских банков, даже из числа входящих в первую сотню по объему активов, еще не позволяли им выходить на публичные рынки акционерного капитала. В этой ситуации целый ряд российских банков обратился к зарубежным стратегическим инвесторам как источнику дополнительного акционерного капитала и ноу-хау для своего дальнейшего развития. Одновременно такая стратегия позволила собственникам российских банков частично или полностью выйти из капитала банков и сосредоточиться на других своих вложениях.

Для иностранных инвесторов российские банки также представляли значительный интерес ввиду, как казалось до 2008 года, блестящих перспектив роста российского банковского рынка за счет дополнительного проникновения финансовых услуг практически во все клиентские сегменты. С другой стороны, для выхода зарубежных игроков на российский рынок существовало (и существует) достаточно много препятствий как регулятивного, так и институционального характера. Российские власти и общественное мнение с большой настороженностью воспринимали присутствие иностранцев в российской банковской сфере. Зарубежным банкам не разрешалось и не разрешается осуществлять свою деятельность на российском рынке через филиалы, а процесс получения банковской лицензии с нуля занимает в среднем около года.

(2)

В условиях растущего рынка банковских услуг и ожиданий дальнейшего его роста наибольший интерес для зарубежных инвесторов представляли отечественные банки, обладающие определенным масштабом деятельности и необходимой инфраструктурой для экспансии. С другой стороны, особенности менталитета, специфические обычаи делового оборота и регулятивная среда вынуждали зарубежных инвесторов полагаться на местные кадры для поддержания конкурентоспособности и сохранения эффективности деятельности. В этих условиях проблемы асимметрии информации и оппортунистического поведения наемных менеджеров, традиционно относимые исследователями к области проблем корпоративного управления<sup>1</sup>, приобрели особую остроту. Нельзя сказать, что эти проблемы касались лишь зарубежных инвесторов. Высокие риски банковской деятельности в России и несовершенство механизмов юридической защиты прав акционеров вынуждали собственников российских банков вырабатывать механизмы, позволяющие обособить надежные и эффективные кредитные организации со значительным потенциалом развития от проблемных банков. Пользуясь терминологией институциональной экономики, рынок контроля российских коммерческих банков представлял собой классическую проблему «лимонов», при которой из-за общей обстановки недоверия и неполноты информации оценки стоимости российских банков приводились к консервативному общему знаменателю. В этой ситуации собственникам качественных банковских активов было необходимо выработать надежный способ сигнализировать о высоком качестве выставляемого на продажу бизнеса.

Проблема сигнализирования о качестве банковских активов явилась главным фактором всплеска интереса к механизмам корпоративного управления и банковско-

(3)

го менеджмента в последние годы<sup>1</sup>. Одним из косвенных подтверждений данной точки зрения является тот факт, что в значительной степени интерес акционеров к повышению качества управления касается наблюдаемых аспектов корпоративного управления – декларируемой приверженности общепринятым стандартам (best practices), привлечению наиболее известных аудиторских фирм, получению международных кредитных рейтингов, включению известных и уважаемых людей в советы директоров и т.д. В этом контексте представляется интересным рассмотреть влияние используемых методов повышения качества управления на ожидаемую продажную стоимость бизнеса и таким образом косвенно оценить результативность данной стратегии. Изучив статистику применения российскими банками различных механизмов, характеризующих качество управления, авторы настоящей главы планируют дать ответ на вопрос – готовы ли инвесторы доплачивать за качество управления.

(4)

### 3.2. ОБЗОР СУЩЕСТВУЮЩИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

Оценка качества управления и его взаимосвязь с эффективностью или стоимостью компаний является предметом целого ряда исследований. Особый интерес к нему возник в конце 1980-х и начале 1990-х годов в связи с возникновением нового сегмента глобального финансового рынка – развивающихся рынков. Поскольку для последних традиционно большое значение имели программы технического содействия наднациональных организаций, таких как Всемирный банк и Европейский банк реконструкции и развития, первые исследования развивающихся рынков в качестве критерия оптимальности используемых механизмов корпоративного управления исходили

<sup>1</sup> Macey J.R., Miller G.P. Corporate governance and commercial banking: a comparative examination of Germany, Japan, and the United States. Yale Law School Legal Scholarship Repository. 1995. [http://digitalcommons.law.yale.edu/fss\\_papers/1441](http://digitalcommons.law.yale.edu/fss_papers/1441).

<sup>1</sup> Подробно механизм сигнализирования качества продаваемого бизнеса показан на примере влияния выбора аудитора на оценку стоимости компании на рынке Сингапура в работе Firth M., Liau-Tan C.K. Auditor quality, signalling and the valuation of initial public offerings // Journal of Business Finance & Accounting. 1998. 25 (1–2). P. 145–165.

из их соответствия рекомендациям международных консультантов. Впоследствии по мере развития национального корпоративного законодательства, защиты прав акционеров и инвесторов, расширения круга компаний, имеющих выход на рынки капитала, начали появляться более детальные исследования практики корпоративного управления, опирающиеся на аналитические разработки международных рейтинговых агентств и аудиторских фирм.

Вместе с тем вопрос существования подтвержденной взаимосвязи между индикаторами качества управления и коэффициентами рыночной оценки компаний не является полностью решенным. Так, гипотеза о наличии такой взаимосвязи тестировалась на примере фондового рынка США в исследовании К. Лена, С. Патро и М. Жао<sup>1</sup> и была отвергнута, как не нашедшая статистического подтверждения. Аналогичное исследование, проведенное на основе данных фондового рынка Германии<sup>2</sup>, напротив, выявило сильную статистически значимую взаимосвязь между соответствием практики корпоративного управления модели, рекомендованной регулятором, и оценкой стоимости компании. Исследование влияния механизмов корпоративного управления на стоимость компаний на примерах австралийского<sup>3</sup> и китайского<sup>4</sup> фондовых рынков продемонстрировало наличие такого влияния в отношении лишь некоторых механизмов.

Одними из первых исследований взаимосвязи качества управления со стоимостью российских компаний стали

(5)

работы Б. Блэка<sup>1</sup>. В них автор сопоставлял стоимость акций российских компаний, которые имели рыночные котировки, с различными индексами корпоративного управления, преимущественно рассчитанными тем или иным инвестиционным банком. Хотя эти исследования явились одними из первых попыток объективного изучения взаимосвязи между стоимостью компании и применяемыми в ней механизмами корпоративного управления, их существенными недостатками были ограничение базы исследований публичными компаниями и использование сторонних индексов корпоративного управления, рассчитанных организациями, потенциально имеющими конфликт интересов (ярким примером которого является присвоение рейтинга корпоративного управления инвестиционным банком одному из своих клиентов). Схожего подхода придерживается исследование П.Ю. Старюка<sup>2</sup>, проведенное на базе информации о российских компаниях, имеющих листинг акций на отечественных и зарубежных торговых площадках.

(6)

Поскольку вопрос о наличии или отсутствии взаимосвязи между качеством управления и стоимостью организации объективно зависит от того, каким образом определяется качество управления, необходимо упомянуть исследования в области собственно корпоративного управления, составляющие отдельный пласт научной и профессиональной литературы. Это прежде всего опубликованная в середине 1990-х годов работа А. Шлейфера и Р. Вишны о состоянии и перспективах развития механизмов корпоративного управления в российских компаниях<sup>3</sup> и работа Ш. Паффер и Д. МакКарти<sup>4</sup> о динамике развития институтов корпоративного управления

<sup>1</sup> *Lehn K., Patro S., Zhao M.* Governance indexes and valuation: Which causes which? // *Journal of Corporate Finance*. 2007. 13 (5). P. 907–928.

<sup>2</sup> *Goncharov I., Werner J.R., Zimmermann J.* Does compliance with the German corporate governance code have an impact on stock valuation? An empirical analysis // *Corporate Governance: An International Review*. 2006. 14 (5). P. 432–445.

<sup>3</sup> *Henry D.* Corporate governance structure and the valuation of Australian firms: Is there value in ticking the boxes? // *Journal of Business Finance & Accounting*. 2008. 35 (7–8): p. 912–942.

<sup>4</sup> *Bai C.E., Liu Q., Lu J., Song F.M., Zhang J.* Corporate governance and market valuation in China // *Journal of Comparative Economics*. 2004. 32 (4). P. 599–616.

<sup>1</sup> *Black B., Love I., Rachinsky A.* Corporate governance indices and firms' market values: Time series evidence from Russia // *Emerging Markets Review*. 2006. 7 (4). P. 361–379.

<sup>2</sup> *Старюк П.Ю.* Влияние корпоративного управления на стоимость российских компаний: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. М.: ГУ-ВШЭ, 2008.

<sup>3</sup> *Schleifer A., Vishny R.* A survey of corporate governance. NBER Working Paper No. 5554. Cambridge, MA: NBER Working Paper Series, 1996.

<sup>4</sup> *Puffer S.M., McCarthy D.J.* The emergence of corporate governance in Russia // *Journal of World Business*. 2003. 38 (4). P. 284–298.

в России, в которой прослежена их эволюция с середины 1980-х годов до 2003 года. Среди других наиболее актуальных работ, опубликованных в начале 2011 года, – обзорное исследование Российского института директоров (РИД) при поддержке Российской экономической школы (РЭШ), основанное на данных о практике корпоративного управления в российских компаниях за период с 2005 по 2009 год<sup>1</sup>. Работа охватывает 150 компаний и рассматривает широкий спектр механизмов и характеристик корпоративного управления в этих компаниях, объединенных в такие категории, как обеспечение прав акционеров, деятельность органов управления и контроля, степень соблюдения рекомендаций (best practice), а также корпоративная социальная ответственность. В исследовании приводится анализ факторов, влияющих на уровень корпоративного управления в компаниях. Его слабой стороной нам представляется выбор зависимой переменной для факторного анализа: в исследовании использовались готовые индексы, рассчитываемые рейтинговыми агентствами Эксперт РА и Standard & Poor's.

(7)

Отдельной категорией исследований корпоративного управления в российских компаниях являются аналитические материалы рейтинговых агентств. Их очевидное преимущество – систематичность: как правило, агентства на ежегодной основе изучают динамику показателей информационной прозрачности и уровень корпоративного управления ведущих российских компаний. Уязвимой стороной этих исследований следует признать ограниченность охвата и акцент на аспектах корпоративного управления, касающихся защиты интересов кредиторов (что естественно для агентств, оценивающих кредитоспособность компаний). В этой категории работ необходимо особо отметить публикацию аналитиков рейтингового агентства Standard & Poor's<sup>2</sup>

<sup>1</sup> Исследование практики корпоративного управления в России: сравнительный анализ по итогам 2004–2009 гг. // Российский журнал менеджмента. 2011. Т. 9. №1. С. 57–126.

<sup>2</sup> Standard & Poor's. The Governance Alpha: Back-Testing the Correlations of S&P's Governance Scores with Corporate Performance (Russia and Kazakhstan, 2000–2009). June 1, 2010.

как одно из наиболее детальных исследований взаимосвязи качества корпоративного управления с эффективностью деятельности компаний на пространстве России и Казахстана. Ключевое отличие данной работы – его уникальная информационная база благодаря доступности для авторов детальной информации как о механизмах корпоративного управления, так и о финансовых и операционных результатах деятельности рассматриваемых компаний. Вместе с тем данному исследованию присущ ряд недостатков, природа которых вытекает из указанных выше преимуществ. Это прежде всего неслучайный и не сплошной характер используемой выборки, что может стать причиной серьезного смещения данных и искажения полученных результатов. Выборка была сформирована из рейтингов корпоративного управления – как опубликованных, так и неопубликованных, но рассчитанных по той же методологии, что и общедоступные публикуемые рейтинги. По своей природе эти рейтинги могут быть присвоены лишь по инициативе компании-клиента агентства, причем рейтинговый процесс является достаточно затратным для заказчика. Из этого может следовать, что за получением рейтинга корпоративного управления будут обращаться либо достаточно крупные компании, либо те компании, чье руководство рассчитывает на получение рейтинга на приемлемом для себя уровне. По этим причинам из выборки с большой долей вероятности будут исключены компании с небольшой капитализацией, слабыми рыночными позициями или очевидными недостатками корпоративного управления. Следствием этого может быть выявление ложных взаимосвязей между исследуемыми показателями.

(8)

Как и для большинства исследований, ограничением данной работы является анализ деятельности лишь публичных компаний – тех, чьи акции обращаются на фондовой бирже. Зачастую меры по повышению

уровня корпоративного управления являются подготовкой к предложению акций компании на открытом рынке. В этом случае исключение из рассмотрения компаний, находящихся на более ранних этапах своего жизненного цикла, может также приводить к выявлению ложных взаимосвязей между рейтингом корпоративного управления и рыночной капитализацией компании. Если частная компания при сопоставимом уровне рейтинга корпоративного управления может быть недооценена по отношению к стоимости публичной компании, различия в оценке не могут быть объяснены с позиций разницы в уровне корпоративного управления.

Наконец, потенциальной проблемой мог стать межотраслевой характер выборки. Это неизбежно, так как в рамках одной отрасли невозможно найти достаточное количество публичных и имеющих рейтинг корпоративного управления компаний, отвечающих всем требованиям для полноценного статистического анализа. Однако, по нашему убеждению, различным отраслям экономики свойственны достаточно разнородные модели корпоративного управления, распределение долей рынка

(9)

и уровни капитализации, что лишает универсальности некоторые из выводов исследования.

И.В. Ивашковская проанализировала ключевые факторы, определяющие экономическую прибыль российских компаний, с помощью исследовательской модели, в которой в качестве прокси для объясняющей переменной (качества корпоративного управления) были использованы индексы информационной прозрачности, составляемые рейтинговым агентством Standard & Poor's (Transparency and Disclosure, S&P T&D). На выборке из 26 крупных российских компаний, имеющих такой рейтинг от Standard & Poor's и отчетность по МСФО, за период наблюдений с 2002 года по 2007 год была выявлена «прямая статистически значимая зависимость создаваемой в российских компаниях экономической прибыли от качества корпоративного управления»<sup>1</sup>.

Приветствуя полученные коллегами эмпирические результаты, мы вынуждены усомниться в пригодности индексов информационной прозрачности как аналога качества корпоративного управления. Солидный рейтинг T&D теоретически может получить компания, имеющая невысокий уровень корпоративного управления по отдельным важным параметрам (например, недостаточно качественный состав органов управления, аффилированность акционеров, отсутствие управления рисками), но зато раскрывающая перед внешними сторонами информацию об этих фактах. Характерно, что сам составитель индексов информационной прозрачности – рейтинговое агентство Standard & Poor's – прямо предупреждает от использования индексов T&D как аналогов рейтингов качества корпоративного управления<sup>2</sup>. Предо-

(10)

<sup>1</sup> Ивашковская И.В. Система интегрированного управления стоимостью компании. Автореферат диссертации на соискание ученой степени доктора экономических наук. М.: Финансовый университет при Правительстве РФ, 2010.

<sup>2</sup> В исследовании информационной прозрачности «используется только информация, доступная из публичных источников, что делает некорректным любое сравнение [курсив наш. – В. Б. и А. В.] оценок информационной прозрачности с рейтингами

стережение действует слабо, и индексы S&P T&D используются как прокси качества корпоративного управления в целом ряде российских исследований благодаря тому, что они удобны и их применение в моделях дает (ожидаемый) положительный результат.

Учитывая опыт исследования вопроса взаимосвязи уровня корпоративного управления и стоимости компаний, содержащийся в рассмотренных выше исследованиях, а также принимая во внимание выявленные недостатки существующих подходов, мы предлагаем альтернативный метод изучения данного вопроса, который позволил бы избежать ряда известных недостатков. Ключевыми элементами предлагаемого нами подхода являются следующие:

1) исследование компаний, находящихся в одной отрасли;

2) расширение выборки рассматриваемых компаний за счет непубличных организаций, не имеющих рыночной капитализации;

3) анализ корпоративного управления всех компаний, отвечающих критериям исследования, а не только заказавших и оплативших такой анализ.

Учитывая специфику российского законодательства о раскрытии информации, а также структуру заимствований отечественных компаний на рынках капитала, наиболее очевидным объектом исследования

---

корпоративного управления (PKU и GAMMA) или их интерпретацию как интегрального показателя качества корпоративного управления. Рейтинги корпоративного управления (PKU и GAMMA) – это оценка практики корпоративного управления, которая не ограничивается раскрытием информации. Кроме того, в основе PKU лежит всесторонний интерактивный аналитический процесс, в котором используется не только общедоступная, но и непубличная информация. Вместе с тем мы считаем информационную прозрачность одним из существенных факторов, влияющих на инвестиционную привлекательность компании, и одним из важных элементов корпоративного управления» (Standard & Poor's. Исследование информационной прозрачности российских компаний в 2008 году: Незначительный прогресс на фоне резкого снижения количества IPO. Совместное исследование Standard & Poor's и ЦЭФИР РЭШ. М.: Standard & Poor's. 13 ноября 2008. С. 6).

взаимосвязи между практикой корпоративного управления и рыночной стоимостью компании является российский банковский сектор.

### 3.3. ИНФОРМАЦИОННАЯ БАЗА ИССЛЕДОВАНИЯ

Сложность задачи по формированию адекватной выборки для проведения статистического исследования наличия возможной взаимосвязи между стоимостью коммерческого банка и достигнутым в нем качеством управления заключается в ограниченной информационной прозрачности как российских компаний в целом, так и банковского сектора в частности. Несмотря на достаточно широкий спектр разнообразных форм отчетности, подготовки которых регулятор требует от кредитных организаций, значительная часть этих материалов не является публичной информацией. Вместе с тем большинство крупных и средних российских банков в той или иной степени использовали доступ к российскому и международному рынкам капитала, что заставляло их принимать на себя повышенные обязательства в плане раскрытия информации о своей деятельности.

По нашему мнению, оптимальный баланс между трудозатратами по сбору информации и репрезентативностью полученной выборки достигается при рассмотрении крупнейших 50–60 банков (на долю 50 ведущих банков России приходится 80% всех активов банковской системы). С одной стороны, эти банки были достаточно интересны для потенциальных инвесторов, чтобы ставки предложения на рынках заемного капитала оказались достаточно привлекательными и побудили руководство и собственников этих банков принять дополнительные расходы и риски, связанные с обязательствами по раскрытию информации. С другой стороны, российская банковская система характеризуется столь высокой степенью концентрации, что, даже ограничив выборку несколькими десятками крупнейших банков, можно судить о преимущественной доле отечественной банковской системы в терминах совокупных активов.

(11)

(12)

По состоянию на 1 января 2011 года в России было зарегистрировано 1086 кредитных организаций. Для целей настоящего исследования из этой массы были выбраны лишь банки, публиковавшие достаточно подробную информацию о своей деятельности и финансовых результатах, а также банки, обладавшие достаточной автономией от материнских структур для того, чтобы анализ их деятельности представлял какой-либо самостоятельный интерес. Для того чтобы иметь возможность изучить наличие взаимосвязи между стоимостью коммерческого банка и качеством управления им, а также во избежание выявления ложных взаимосвязей, которые могли возникнуть в той или иной фазе глобального экономического кризиса, данная выборка банков исследовалась на горизонте трех лет (2007–2009 годы).

(13)

Под достаточным уровнем раскрытия информации понималась публикация аудированной финансовой отчетности по международным стандартам (IFRS или GAAP), а также публикация ежеквартального отчета по ценным бумагам либо аналогичного по объему раскрытия эмиссионного документа (например, проспекта выпуска рублевых облигаций или еврооблигаций). Ввиду недостаточной информационной прозрачности из рассмотрения был исключен, например, Альфа-Банк.

Под автономией от материнской структуры понималось отсутствие явного контроля банка со стороны другой российской кредитной организации или зарубежного банка. Так, банки ВТБ-24 и ВТБ Северо-Запад не стали объектами анализа, как зависимые от ВТБ. Исходя из этих же соображений, из рассмотрения было исключено большинство дочерних иностранных банков – Ситибанк, Нордеа Банк и т.д. Исключения были сделаны в отношении банков, процесс присоединения которых к материнской группе был начат в рассматриваемом временном интервале (Росбанк) и банков, являющихся существенной частью

зарубежной материнской структуры (ХКФ Банк). Наконец, из рассмотрения были исключены банки, столкнувшиеся с необходимостью финансового оздоровления или спасения со стороны государства за период, охватываемый выборкой: Связь-Банк, Глобэксбанк и КИТ Финанс, а также Московский банк реконструкции и развития – в связи с недостаточным уровнем раскрытия информации.

Таким образом, окончательная выборка, на которой проводилось данное исследование, представляет собой несбалансированную панель из 70 наблюдений за 24 российскими банками. Несбалансированность панели связана с тем, что по ряду банков ежеквартальные отчеты по ценным бумагам либо их эквиваленты оказались недоступными за часть рассматриваемого периода (не за весь период наблюдений). Ниже в алфавитном порядке приведен полный список банков, вошедших в исследование:

(14)

АК БАРС	Промсвязьбанк
Банк Москвы	Росбанк
Банк «Санкт-Петербург»	Россельхозбанк
Бинбанк	Россия
Возрождение	Русский Стандарт
ВТБ	Руть-Банк
Газпромбанк	Сбербанк России
Банк Зенит	Транскредитбанк
Московский индустриальный банк	Траст
Московский кредитный банк	Уралсиб
Номос-Банк	Ханты-Мансийский Банк
Петрокоммерц	ХКФ Банк.

### 3.4. ОПРЕДЕЛЕНИЕ СТОИМОСТИ БАНКОВ

Для того чтобы иметь возможность сопоставить уровень качества управления тем или иным банком с его стоимостью, необходимо определиться с источником данных о стоимости российских коммерческих банков.

Российский рынок акций коммерческих банков пока находится в процессе становления. Фактически ликвидный рынок существует лишь для акций двух государственных банков – Сбербанка России и ВТБ, ценные бумаги которых активно обращаются на бирже. Банковский рынок слияний и поглощений, демонстрировавший значительную активность в 2005–2007 годах значительно снизил ее с началом финансового кризиса осенью 2008 года. Кроме того, определение стоимости российских кредитных организаций по аналогии с докризисными сделками было бы некорректным ввиду того, что одним из последствий кризиса стало существенное снижение стоимости банков по всему миру как в абсолютном, так и в относительном выражении. В данной ситуации единственным корректным способом определения стоимости российских банков является экспертная оценка.

(15)

В распоряжении профессиональных оценщиков и аналитиков инвестиционных банков находится достаточно широкий набор методик оценки стоимости. Необходимо отметить, что далеко не все из них применимы к определению стоимости коммерческих банков и объем научной и профессиональной литературы по вопросам специфики оценки стоимости коммерческих банков остается достаточно ограниченным. Одним из наиболее детальных исследований существующих подходов является диссертация С. Гросс, опубликованная в 2006 году<sup>1</sup>. Автор делает вывод, что наиболее адекватным является доходный подход к оценке стоимости акционерного капитала, в соответствии с которым стоимость банка определяется как приведенная стоимость денежных потоков, характеризующих доходы акционеров от деятельности банка. К сожалению, в связи с тем что период, охватываемый настоящим исследованием, включает два кризисных года, применение доходного подхода к оценке стоимости банков не представляется возможным. В этой ситуации

<sup>1</sup> Gross S. Banks and Shareholder Value: An Overview of Bank Valuation and Empirical Evidence on Shareholder Value for Banks. Wiesbaden: DUV, 2006.

в нашем распоряжении остается способ оценки банков по методу чистых активов. Его суть заключается в переоценке активной и пассивной частей баланса оцениваемого банка для того, чтобы определить справедливую стоимость акционерного капитала. Необходимо отметить, что применение данного метода оценки на практике является достаточно спорным вопросом в среде профессиональных оценщиков, однако ввиду специфики российских коммерческих банков как объектов оценки, у этого метода имеются свои сторонники<sup>1</sup>.

Для целей эмпирической проверки наличия взаимосвязи между уровнем качества управления банком и его стоимостью мы осуществили экспертную оценку стоимости каждого банка, вошедшего в настоящее исследование. Оценка осуществлялась по состоянию на конец каждого из годов, охватываемых исследованием на основе аудированной финансовой отчетности, подготовленной в соответствии с международными стандартами финансовой отчетности (МСФО). В тех случаях, когда в отношении какого-либо из банков не имелось достаточного объема данных для определения уровня качества управления в соответствии с методикой, описанной ниже, оценка стоимости такого банка за период отсутствия этих данных не проводилась. В частности, данные отсутствовали в отношении Бинбанка за 2009 год и банка «Россия» за 2007 год.

(16)

Результаты экспертной оценки стоимости банков в форме коэффициентов, показывающих соотношение оценочной рыночной капитализации с балансовой стоимостью (price to book value), приведены в табл. 1.

Таблица 1

Результаты экспертной оценки стоимости российских коммерческих банков в 2007–2009 годах

Банк	Дата	P/BV	Банк	Дата	P/BV
АК Барс	31.12.2007	3.96	Промсвязьбанк	31.12.2007	3.62
АК Барс	31.12.2008	2.44	Промсвязьбанк	31.12.2008	2.41
АК Барс	31.12.2009	1.20	Промсвязьбанк	31.12.2009	2.07

<sup>1</sup> Горелая Н.В. Основы оценки стоимости банковской фирмы // Управление корпоративными финансами. 2004. №3. С. 13–17.

Банк	Дата	P/BV	Банк	Дата	P/BV
Банк «Санкт-Петербург»	31.12.2007	2.94	Росбанк	31.12.2007	3.66
Банк «Санкт-Петербург»	31.12.2008	2.20	Росбанк	31.12.2008	2.00
Банк «Санкт-Петербург»	31.12.2009	1.27	Росбанк	31.12.2009	1.31
Банк Зенит	31.12.2007	3.78	Россельхозбанк	31.12.2007	2.76
Банк Зенит	31.12.2008	2.41	Россельхозбанк	31.12.2008	2.46
Банк Зенит	31.12.2009	1.22	Россельхозбанк	31.12.2009	2.33
Банк Москвы	31.12.2007	2.87	Россия	31.12.2008	2.48
Банк Москвы	31.12.2008	1.84	Россия	31.12.2009	1.35
Банк Москвы	31.12.2009	2.39	Русский Стандарт	31.12.2007	2.76
Бинбанк	31.12.2007	1.78	Русский Стандарт	31.12.2008	1.94
Бинбанк	31.12.2008	1.85	Русский Стандарт	31.12.2009	2.09
Возрождение	31.12.2007	3.82	Русь-Банк	31.12.2007	2.74
Возрождение	31.12.2008	1.69	Русь-Банк	31.12.2008	1.70
Возрождение	31.12.2009	1.66	Русь-Банк	31.12.2009	1.81
ВТБ	31.12.2007	3.94	Сбербанк России	31.12.2007	3.25
ВТБ	31.12.2008	2.46	Сбербанк России	31.12.2008	1.89
ВТБ	31.12.2009	1.84	Сбербанк России	31.12.2009	1.49
Газпромбанк	31.12.2007	2.87	Транскредит-банк	31.12.2007	3.67
Газпромбанк	31.12.2008	1.84	Транскредит-банк	31.12.2008	1.92
Газпромбанк	31.12.2009	1.72	Транскредит-банк	31.12.2009	1.64
Московский индустриальный банк	31.12.2007	2.92	Траст	31.12.2007	3.38
Московский индустриальный банк	31.12.2008	1.55	Траст	31.12.2008	2.44
Московский индустриальный банк	31.12.2009	1.61	Траст	31.12.2009	1.25

(17)

Банк	Дата	P/BV	Банк	Дата	P/BV
Московский кредитный банк	31.12.2007	3.62	Уралсиб	31.12.2007	3.46
Московский кредитный банк	31.12.2008	1.56	Уралсиб	31.12.2008	1.94
Московский кредитный банк	31.12.2009	1.61	Уралсиб	31.12.2009	2.25
Номос-Банк	31.12.2007	3.13	Ханты-Мансийский Банк	31.12.2007	2.89
Номос-Банк	31.12.2008	1.50	Ханты-Мансийский Банк	31.12.2008	2.09
Номос-Банк	31.12.2009	2.17	Ханты-Мансийский Банк	31.12.2009	2.46
Петрокоммерц	31.12.2007	3.49	ХКФ Банк	31.12.2007	3.61
Петрокоммерц	31.12.2008	2.46	ХКФ Банк	31.12.2008	2.01
Петрокоммерц	31.12.2009	2.34	ХКФ Банк	31.12.2009	1.44

(18)

### 3.5. Оценка качества корпоративного управления

Качество корпоративного управления является ненаблюдаемой величиной, которую трудно каким-то образом объективно измерить. Само это понятие может трактоваться совершенно по-разному. Исследования в области качества управления можно условно разделить на две категории: 1) связанные с количественной оценкой показателей, характеризующих уровень качества управления организацией; 2) основанные на качественных характеристиках – интервью, case studies и т.д. (методологические основы для проведения исследований этого класса были заложены в статье Э. Заяц<sup>1</sup>). Хотя исследования, относящиеся к последней категории, предлагают более

<sup>1</sup> Zajac E.J. Interlocking directorates as an inter-organizational strategy: A test of critical assumptions // Academy of Management Journal. 1988. 31 (2). P. 428–438.

полную картину происходящего в отдельно взятой организации, их трудоемкость, а также практическая невозможность получения аудиенции у высших должностных лиц изучаемых организаций, существенно ограничивают охват этого класса исследований. Проведение подобного рода исследований становится возможным в искусственных условиях – таких, как интервьюирование директоров в рамках программ их профессиональной переподготовки<sup>1</sup>, однако данный метод практически неприменим для изучения качества управления в российских корпорациях, и особенно коммерческих банках.

Банки обладают рядом специфических особенностей, которые позволяют говорить о качестве корпоративного управления в коммерческом банке как о самостоятельном объекте исследования, обособленном от качества корпоративного управления промышленным предприятием<sup>2</sup>. Ключевыми предпосылками для развития в коммерческих банках самостоятельной модели корпоративного управления являются меньшая прозрачность банковской деятельности (как в силу многообразия ее форм, так и ввиду конфиденциального характера отношений между банками и их клиентами) и высокая степень зарегулированности банковской деятельности.

Существует ряд исследований практики корпоративного управления в российских корпорациях, однако большинство работ, опубликованных на эту тему, используют готовые индексы или рейтинги, подготовленные рейтинговыми агентствами и инвестиционными банками.

Составление интегральных индексов и рейтингов широко используется банковскими регуляторами как один из элементов системы банковского надзора. Так, в США с 1978 года Федеральной резервной системой используется рейтинг CAMELS, включающий оценку менеджмента банка. В России банковский регулятор также применяет методику количественной оценки

(19)

<sup>1</sup> Roche O.P. Corporate Governance & Organization Life Cycle. New York: Cambria Press, 2009.

<sup>2</sup> Levine R. The corporate governance of banks: A concise discussion of concepts and evidence – World Bank Policy Research Working Paper No. 3404. World Bank, September 2004.

качества управления банком, основанную на использовании балльного показателя, введенную Указанием Банка России №2005-У «Об оценке экономического положения банков» от 30 апреля 2008 года. Аналогичного подхода придерживаются также международные рейтинговые агентства: балльные показатели, характеризующие уровень корпоративного управления в организации, используются как в составе методологий присвоения кредитных рейтингов, так и в специализированных продуктах – таких, как рейтинги корпоративного управления.

Перечисленные выше методики являются лишь частично открытыми, и их применение на практике непосредственно сопряжено с наличием доступа к непубличным источникам информации. Применение этих методик независимыми исследователями зачастую невозможно ввиду отсутствия доступа к объемам информации, сопоставимого с регулятором или рейтинговыми агентствами. Тем не менее, законодательство о рынке ценных бумаг требует от эмитентов раскрытия достаточно существенных объемов информации, которые также могут быть использованы при анализе уровня корпоративного управления в российских компаниях<sup>1</sup>. Проблемой «рейтингового» подхода является не сплошной характер наблюдений, мешающий изучать динамику изменений уровня качества корпоративного управления для какой-либо постоянной панели организаций. Это особенно относится к российским кредитным организациям, которые остаются практически неохваченными подобного рода исследованиями. На сегодня ни у одного российского банка нет опубликованного рейтинга корпоративного управления или индекса GAMMA от Standard & Poor's.

(20)

<sup>1</sup> Применительно к реальному сектору экономики такой подход был реализован, например, в работе Т.А. Тычинской, в которой предлагается оригинальная методика балльной оценки качества корпоративного управления в российских компаниях нефтегазовой отрасли (Тычинская Т.А. Формирование структуры капитала российских нефтегазовых компаний под влиянием развития корпоративных институтов: Автореферат диссертации на соискание ученой степени кандидата экономических наук. Екатеринбург: УрФУ, 2011).

Одной из задач данной работы было предложить алгоритм расчета интегрального показателя, характеризующего уровень управления в коммерческом банке. Придание количественного измерения качественным параметрам формирует интегральный балльный показатель, основанный на априорном перечне характеристик, наличие или отсутствие которых рассматривается нами как положительный фактор инвестиционной привлекательности или кредитоспособности компании, в зависимости от целей дальнейшего использования данного показателя. Разработка собственного показателя, характеризующего уровень управления в компании конкретной отрасли и действующего в определенном институциональном контексте, более трудоемка, чем заимствование готовых «рейтингов», «индексов» и т.п., но и более перспективна.

Банковский сектор обладает рядом специфических особенностей, которые необходимо учитывать при разработке индикатора качества управления (ИКУ). С точки зрения корпоративного управления российские банки в значительно большей степени, нежели компании реального сектора экономики, ориентированы на повышение информационной прозрачности. При этом необходимо понимать, что повышение транспарентности в тех формах, на которые ориентированы российские банки, неизбежно ведет к росту информированности инвесторов о деятельности банка. С начала 2000-х годов Банк России внедряет международные стандарты финансовой отчетности (МСФО) в банковскую систему и с 1 января 2004 года подготовка отчетности по МСФО является обязательной для всех российских банков. Следует отметить, что допускается подготовка международной отчетности путем трансформации данных российского бухгалтерского учета, и практическая применимость отчетности, подготовленной таким образом, весьма сомнительна. Годовая отчетность по МСФО обязательно должна быть заверена независимым аудитором, обладающим соответствующей лицензией. Другим важным направлением повышения информационной прозрачности российской банковской системы является получение кредитных рейтингов от международных и национальных рейтинговых агентств.

(21)

Параметр	Система оценки	
	Количество баллов	Вес
Эмитента в ломбардный список Банка России, составленный преимущественно из бумаг банковского сектора. При отсутствии бумаг в данном списке является существенным фактором спроса на такие ценные бумаги, что в свою очередь позволяет банкам привлекать средства для финансирования и облегчить доступ к рынкам заемного капитала.	1 – при доле независимых членов совета более 33% и менее 66%, 0 – при доле и более 66%	10%
ИКУ как сбалансированный показатель, характеризующий качество управления российским банком, может быть рассчитан следующим образом (табл. 2):	Средневзвешенный показатель, рассчитанный исходя из уровня образования каждого из членов правления: 3 – за высшее образование в вузе, 2 – за ученую степень кандидата или доктора наук, образование за рубежом или наличие профессиональной квалификации (ACCA, CFA и т.д.)	60%

Таблица 2  
Алгоритм расчета индикатора качества управления (ИКУ)

(22)

Параметр	Система оценки	
	Количество баллов	Вес
При формировании данного набора параметров мы руководствовались следующими соображениями. Информационная прозрачность является важным механизмом контроля инвесторов за деятельностью менеджмента и в этой связи особенно важно обеспечить высокий уровень профессионализма тех, кому аудиторы делегируют функции контроля. Мы придаем большое значение в этом процессе именно крупным зарубежным аудиторским фирмам и рейтинговым агентствам, так как помимо собственной квалификации и опыта сотрудников этих организаций большое значение имеет степень ответственности за добросовестное выполнение профессиональных обязанностей. Хотя за последние годы деятельность рейтинговых агентств, так и аудиторских фирм подвергалась серьезной критике, мы полагаем, что репутация этих организаций все еще достаточно высока и ее наличие является отдельным мотивирующим фактором для того, чтобы именно эти компании наиболее эффективно выполняли свои функции по сравнению с их конкурентами на локальных рынках.	1 – если аудит банка осуществляет компания из топ-4 международных аудиторских фирм, 0 – в противном случае	40%
При формировании группы показателей, характеризующих деятельность органов управления банками, наибольший вес мы придавали квалификации членов правления и совета директоров. Учитывая специфику российского банковского рынка, а именно его сравнительную молодость и отсутствие в стране до последнего времени учебных заведений, предлагающих программы	Средневзвешенный показатель, рассчитанный исходя из уровня образования каждого из членов правления за вышшее образование в вузе, 2 – за ученую степень кандидата или доктора наук, образование за рубежом или наличие профессиональной квалификации (ACCA, CFA и т.д.)	60%

подготовки специалистов, которые отвечали бы потребностям банковской отрасли, наибольшее значение имело наличие у членов органов управления зарубежного образования или профессиональной квалификации (CFA или ACCA). Не меньшее значение придавалось наличию ученых степеней доктора или кандидата наук как в профильной области, так и в области технических и физико-математических наук. Ввиду требования Банка России о наличии у членов правления российских банков экономического либо юридического образования и, как негативное следствие, массовое получение экономических и юридических специальностей в институтах переподготовки и повышения квалификации, а также дипломов о втором высшем образовании, выданных слабыми непрофильными вузами, мы отдавали приоритет дипломам, полученным в ведущих университетах страны. При этом больший вес придавался не только профильным специальностям, полученным в ведущих вузах (таких, как МГИМО, МГУ, НИУ-ВШЭ, Финансовый университет), но также техническим и физико-математическим, исходя из предпосылки о том, что диплом о высшем образовании является не столько свидетельством наличия определенного набора знаний, сколько показателем наличия способностей к саморазвитию и интеллектуального потенциала.

В расчет интегрального индекса были включены также такие характеристики совета директоров, как его размер и доля в нем представителей менеджмента. Первый показатель, по нашему мнению, характеризует баланс между достаточностью числа членов совета директоров для полноценного обсуждения вопросов повестки заседания и необходимостью поддерживать размеры совета в рамках, позволяющих принимать решения в разумные сроки и без излишне продолжительных обсуждений. Последний показатель измеряет долю членов совета директоров, не являющихся представителями менеджмента банка. Этот показатель также требует баланса – полное отсутствие представителей менеджмента в совете не позволит директорам объективно оценивать деятельность управленческой команды банка, в то время как их преобладание будет снижать эффективность совета как механизма по контролю деятельности менеджмента банка.

(23)

### 3.6. Влияние качества корпоративного управления на стоимость банка

Используя методику количественной оценки качества управления, описанную выше, мы получили значения индикатора качества управления в отношении сформированной нами выборки российских коммерческих банков. В табл. 3 приведена описательная статистика по наблюдениям, вошедшим в окончательную выборку в разрезе переменных.

Таблица 3

Описательная статистика по выборке данных

Variable	Obs	Mean	Std. Dev.	Min	Max
PBV	70	2.350286	.7758268	1.2	3.96
Time	70	1.028571	.8159893	0	2
Assets	70	23.65146	47.96986	1.717914	236.0487
Govern	70	2.4987	1.022631	1.328	9.016

(24)

Переменная PBV содержит значения оценочных коэффициентов стоимости коммерческих банков, наименьшая оценка в выборке – 1.2 капитала, наибольшая – 3.96 капитала. Фиктивная переменная «Time» содержит признаки временного периода, к которому относится наблюдение – от 0 (2007 год) до 2 (2009 год). Контрольная переменная «Assets» содержит данные о величине валюты баланса рассматриваемого банка – минимальный объем совокупных активов среди всех наблюдений, вошедших в выборку, составил 1,72 млрд долларов США (по курсу Банка России на дату составления отчетности соответствующего банка), максимальный объем совокупных активов составил 236,1 млрд долларов США. Переменная «Govern» содержит значения присвоенных банкам индикаторов качества управления, минимальный уровень указанного показателя по нашей выборке составил 1,32 балла, максимальный уровень составил 9,0 баллов.

Имея в своем распоряжении информацию об уровне качества управления банками и данные оценки стоимости можно осуществить проверку наличия статистически значимой связи между уровнем качества управления банком и его стоимостью. Мы предположили наличие

линейной зависимости оценки стоимости банка в виде коэффициента PBV, полученной экспертным путем, от балльного показателя, характеризующего уровень качества управления в этом банке. Поскольку факт наличия такой связи пока является лишь нашей гипотезой, мы дополнительно предположили, что на оценку стоимости банков могут влиять время и размер (объем активов) оцениваемого банка. Наша гипотеза о том, что стоимость банка может зависеть от момента времени, по состоянию на который производилась оценка, строилась на том, что в период кризиса 2008–2009 годов оценки стоимости российских банков довольно сильно пострадали как ввиду ухудшившегося финансового положения, так и из-за неблагоприятной рыночной конъюнктуры. Предположение о том, что на оценку стоимости банков может оказывать влияние объем активов, было выдвинуто поскольку крупные организации представляют больший интерес для потенциальных инвесторов ввиду большей занимаемой доли рынка, более широкой филиальной сети и т.д. На этапе экспертной оценки стоимости эти факторы могли быть косвенно учтены в виде меньшей требуемой отдачи на капитал, завышающей оценки стоимости таких банков доходным способом.

(25)

Таким образом, проверка гипотезы о наличии статистической взаимосвязи между стоимостью банка (в виде коэффициента PBV), периодом времени, величиной валюты баланса и индикатором качества управления может быть осуществлена путем анализа несбалансированной панели данных в отношении 24 банков за три отчетных периода (как отмечалось выше, панель является несбалансированной ввиду отсутствия данных по Бинбанку за 2009 год и банку «Россия» за 2007 год). Существует ряд подходов к анализу таких массивов данных, однако в общем случае стандартной процедурой является выбор между моделью со случайными эффектами и моделью с фиксированными эффектами<sup>1</sup>. Данная процедура подразумевает оценивание линейной регрессионной модели обоими способами с последующим использованием теста

<sup>1</sup> Hsiao C. Analysis of Panel Data. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

Хаусмана для определения оптимального способа. Ниже приведены результаты оценивания модели обоими способами, а также результаты теста Хаусмана (табл. 4–6).

Таблица 4

Результаты оценивания модели со случайными эффектами

PBV	Coef.	Std. Err.	z	p >  z	[95% Conf. Interval]	
Time	-.7727118	.0683361	-11.31	0.000	-.906648	-.6387755
Assets	-.0001163	.0012176	-0.10	0.924	-.0025027	.0022701
Govern	.0151414	.0571502	0.26	0.791	-.0968708	.1271537
_cons	3.109991	.1610884	19.31	0.000	2.794264	3.425718
sigma_u	0					
sigma_e	.10860784					
rho	0 (fraction of variance due to u_i)					

(26)

Random-effects GLS regression  
 Goup variable: entity  
 R-sq: within = 0.6957  
       between = 0.3874  
       overall = 0.6597  
 Random effects u\_i ~ Gaussian  
 corr (u\_i, Xb) = 0 (assumed)

Number of obs = 70  
 Number of groups = 24  
 Obs per group: min = 2  
                   avg = 2.9  
                   max = 3  
 Wald chi2 (3) = 127.97  
 Prob > chi2 = 0.000

Таблица 5

Результаты оценивания модели с фиксированными эффектами

PBV	Coef.	Std. Err.	t	p >  t	[95% Conf. Interval]	
Time	-.7508019	.083088	-9.04	0.000	-.9183649	-.5832388
Assets	-.0040105	.0149171	-0.27	0.789	-.0340937	.0260728
Govern	-.0988428	.1085031	-0.91	0.367	-.3176602	.1199746
_cons	3.464371	.3443645	10.06	0.000	2.769894	4.158848
sigma_u	.32653504					
sigma_e	.50860784					
rho	.2918781 (fraction of variance due to u_i)					

Fixed-effects (within) regression  
 Goup variable: entity  
 R-sq: within = 0.7065  
       between = 0.0105  
       overall = 0.5688

Number of obs = 70  
 Number of groups = 24  
 Obs per group: min = 2  
                   avg = 2.9  
                   max = 3  
 F(3,43) = 34.50  
 Prob > F = 0.000  
 Prob > F = 0.9591

corr (u\_i, Xb) = -0.2539  
 F test that u\_i = 0:

F(23, 43) = 0.51

Таблица 6

Результаты теста Хаусмана

	(b) FE	(B) RE	(b - B) Difference	sqrt (diagV_b - V_B) S. E.
Time	-.7508019	-.7727118	.0219099	.0323146
Assets	-.0040105	-.0001163	-.0038942	.0135165
Govern	-.0988428	.0151414	-.1139843	.0804872

b = consistent under  $H_0$  and  $H_a$ ; obtained from xtreg

B = inconsistent under  $H_a$ ; efficient under  $H_0$ ; obtained from xtreg

Test:  $H_0$ : difference in coefficient not systematic

$\chi^2 = (b - B)'[V_b - V_B]^{-1}(b - B) = 3.26$

$\text{Prob} > \chi^2(3) = 0.3537$

(27)

Тест Хаусмана заключается в проверке гипотезы об отсутствии систематической разницы между результатами оценки коэффициентов при переменных в регрессионных моделях. В нашем случае тест выявил наличие статистически значимой разницы между значениями полученных коэффициентов, что говорит о том, что корректной спецификацией модели была модель со случайными эффектами. Результаты эконометрической оценки данной модели свидетельствуют об отсутствии значимого влияния на стоимость российских банков как величины валюты баланса (p-value 0.92), так и уровня качества управления в банке (p-value 0.79). Фактически единственным фактором, определяющим оценку стоимости российских банков в 2007–2009 годах, оказалось время (p-value 0.00).

Полученный результат противоречит выводам нашего предыдущего исследования взаимосвязи между качеством управления и рыночной стоимостью банков в России на основе данных о фактически осуществленных сделках по продаже банков в докризисный период<sup>1</sup>. Результаты настоящего исследования показывают, что взаимосвязь между стоимостью банка и характеристиками качества управления им могла исчезнуть в период кризиса. Исследование охватывает 2008 и 2009 годы –

<sup>1</sup> Bokov V., Vernikov A. Possible impact of corporate governance profile on a Russian bank valuation. Economics Working Paper No. 95. L.: Centre for the Study of Economic and Social Change in Europe UCL School of Slavonic and East European Studies, 2008.

наиболее острую фазу финансового кризиса. Несмотря на усилия по повышению уровня качества управления, предпринятые собственниками банков, результаты этой работы не были оценены рынком, и анализ динамики изменения оценок стоимости банков не показывает существенных различий между темпами падения банков с высокими показателями качества управления и банков с более скромными успехами в этой области. Различие в результатах может также быть связано с тем, что использованные экспертные оценки стоимости банков не в полной мере отражают предпочтения инвесторов.

### 3.7. ЗАКЛЮЧЕНИЕ

(28)

Предпринятое нами исследование не дает однозначного ответа на вопрос: готовы ли инвесторы доплачивать за качество корпоративного управления, оцениваемое по традиционному набору параметров. Это особенно заметно в кризисный период. Полученный результат противоречит выводам других исследований практики управления российскими банками и промышленными компаниями до финансового кризиса. Отсутствие длительной истории наблюдений за практикой управления российскими коммерческими банками и стремление ряда банков ограничить доступ инвесторов к информации о своей деятельности препятствуют применению более широкого спектра аналитических инструментов, которые используются за рубежом при анализе вклада показателей качества управления в создание акционерной стоимости.

Вместе с тем маловероятно, что мы являемся свидетелями смены ориентиров в среде потенциальных приобретателей, которые не готовы доплачивать за меры по повышению качества управления. Невозможность установить причинно-следственную связь между действиями по совершенствованию корпоративного управления не стоит воспринимать как вызов всей сегодняшней теории и практике. Отрицательный результат можно интерпретировать и как индифферентность данного класса инвесторов к традиционному набору параметров и корпоративных практик, описываемых в парадигме «corporate governance», причем лишь в период

наблюдений и применительно к конкретному типу компаний из определенной отрасли экономики. И не более того.

Окончательный ответ на вопрос о вкладе качества управления в создание акционерной стоимости в российском банковском секторе еще не найден. Если исходить из рациональности действий инвесторов, то они должны положительно воспринимать любые явления в сфере управления компанией, которые создают акционерную стоимость, увеличивают экономическую прибыль и т.д. Логика рассуждений может быть и обратной: устойчивость и позитивная динамика стоимостных оценок той или иной компании по сравнению с аналогичными может свидетельствовать о том, что она, с точки зрения инвесторов, управляется правильно и эффективно. Ряд российских компаний доказали удивительную живучесть и способность к развитию в крайне сложной среде, в которой не выжили бы многие иностранные фирмы, считающиеся лидерами в области корпоративного управления. Важна не институциональная среда сама по себе, а возможность и способность компаний к ней адаптироваться<sup>1</sup>. Если структура и принципы управления в таких компаниях не вписываются в англо-саксонское понимание «corporate governance», тем хуже для последнего. Раз инвесторы не реагируют на численный состав совета директоров и количество комитетов, значит они позитивно воспримут что-то другое, более релевантное в условиях России. Важны содержательные аспекты, а именно: рост акционерной стоимости и обеспечение того, чтобы все финансово-заинтересованные лица получали причитающиеся им доли в доходах и активах компаний<sup>2</sup>. И вообще, правильнее ставить вопрос о множественности эталонов вместо некоего единого эталона.

---

<sup>1</sup> Радченко Т.А., Шаститко А.Е. Корпоративное управление: жизнь без эталонов? // Национальный доклад по корпоративному управлению. М.: НСКУ, 2010. С. 60–84

<sup>2</sup> Standard & Poor's. Критерии: рейтинг корпоративного управления GAMMA. 4 июня 2008