

# Корпоративное управление: Роль советов директоров

Сергей Гуриев

Российская экономическая школа

16 ноября 2011 г.

# Роль советов директоров

- Зачем нужны Советы директоров?
- Как на самом деле работают Советы?
- Что мы знаем о Советах директоров в мире и в России?
- Что надо сделать для повышения эффективности Советов?

# Теория: зачем нужны и как должны работать Советы директоров

# Корпоративный парламент?

Аналогия между corporate governance и governance?

- Акционеры = Избиратели
- Совет директоров = Парламент  
    Комитеты Совета = Комитеты Парламента
- Гендиректор = Президент
- Правление = Правительство

# Идеальная модель

- Совет избирается акционерами и защищает их интересы
  - Мониторинг менеджмента и кадровые вопросы
  - Советы по стратегии
- Большинство членов – независимые
- Стимулы:
  - Непосредственные денежные
  - Репутационные
  - Fiduciary duty

# Фидуциарная ответственность

- Члены Совета обязуются защищать интересы акционеров
  - Obedience
  - Loyalty
  - Care
- Акционеры могут подать в суд
  - В больших компаниях директорам не хватит денег расплатиться за ущерб
  - Для этого нужно страхование ответственности

# Роль Совета

- Ключевые черты Совета
  - Коллегиальный орган
  - Встречается нечасто
  - Независимые директора имеют другую постоянную работу
- Поэтому Совет может
  - Принимать и отслеживать выполнение долгосрочных решений
    - Для смены стратегии надо переубедить сразу несколько независимых людей
  - Не зависеть от компании и не заботиться о текущих вопросах
  - Использовать внешний опыт

# Совет и другие механизмы КУ

- Совет – ключевой механизм корпоративного управления, который напрямую влияет на эффективность других механизмов
- Совет непосредственно влияет на
  - Структуру компенсации менеджмента
  - Отношения между крупными и мелкими акционерами
  - Отношения между акционерами и менеджментом
  - Сделки слияний и поглощений



# Комитеты

- Обычный набор комитетов – соответствует перечню ключевых вопросов Совета
  - Кадры/компенсация
  - Аудит
  - Стратегия/риски
- Комитеты могут (в некоторых случаях должны) привлекать независимых консультантов

# Почему корпорация не республика?

- Гораздо меньшие интересы и ресурсы
- Один доллар – один голос
- Голосование ногами
- Разные классы акций  
(можно исправить)
- Менее гибкие механизмы выборов  
совета и гендиректора  
(можно исправить)

# Практика: как на самом деле работают Советы

# Циничная точка зрения:

- *Совет директоров фактически назначает менеджмент*
  - *Выборы – это формальность*
- *Члены Совета – друзья гендиректора*
  - *Боятся обидеть его – с тем, чтобы не лишиться высокой компенсации за несложную работу*
  - *Поэтому одобряют высокую зарплату менеджменту вне зависимости от результатов*
  - *Штампуют решения, подготовленные менеджментом*
- **Насколько это верно?**

# Энрон

- Совет директоров состоял из очень опытных и знающих людей
  - Включая профессоров и деканов ведущих бизнес-школ, бизнесменов, бывших высокопоставленных чиновников
  - Включал 5 комитетов (которые действительно работали)
- Принял целый ряд сомнительных решений
  - Включая сознательное приостановление Кодекса этики Энрона для разрешения провести операции со Special Purpose Vehicles
  - Суд заставил членов Совета выплатить 168 миллионов (!) долларов в качестве компенсации акционерам
    - Включая 13 миллионов из собственных карманов

# Основные проблемы

- Совет неизбежно сталкивается с проблемами асимметрии информации, коллективных действий и конфликтов интересов
  - Это нормально – если бы их не было, Совет не был бы и нужен
- Конфликт интересов между разными категориями акционеров
- «Проблема безбилетника» у мелких акционеров
- Отсутствие информации о деятельности компании
- Издержки координации между членами Совета

# Информация

Откуда взять информацию о деятельности компании?

- Основной источник – менеджмент
  - Немедленный конфликт интересов ⇒  
Совет не может работать как «надсмотрщик»
- Другие источники:
  - Аудиторы, консультанты, аналитики инвестбанков и рейтинговые агентства
    - У них также огромные конфликты интересов
    - Что происходит, если им нельзя верить?!!
  - Служба внутреннего аудита, Chief Risk Officer
  - Информаторы внутри компании (whistleblowers)

# Выборы членов Совета

- На практике очень трудно (практически невозможно!) избрать членов Совета против воли менеджмента
  - Особенно трудно выдвинуть
  - Правда, новые технологии позволяют снизить издержки координации
- Только в последние 10-20 лет возник класс активных акционеров (в основном институциональных инвесторов)
  - Контролируя несколько процентов голосов, они избирают своих кандидатов
  - Ключевая роль MSCI/ISS/Riskmetrics
    - Оценка членов Совета и рекомендации на выборах



# Организация работы Совета

- Огромная роль Председателя Совета и председателей комитетов
  - Определение Повестки играет значение
    - Время членов Совета ОЧЕНЬ дорого
  - При этом в Америке по-прежнему многие Советы возглавляются Гендиректором(!)
- Издержки координации внутри Совета
  - Простое решение: обязательные и регулярные non-executive sessions

# Оптимальный размер Совета?

- Слишком большой
  - Проблема безбилетника – все полагаются друг на друга
- Слишком маленький:
  - Не хватает людей для комитетов
  - Слишком однородный (недостаточно представлены ВСЕ возможные аргументы против)
  - Слишком легко переубедить

# Эмпирические исследования Советов директоров

# Основные результаты

- Основные вопросы:
  - От чего зависит состав и стиль работы Совета?
  - Как характеристики Совета влияют на эффективность компании?
- Эмпирические исследования практически не дают устойчивых результатов о эффективности компании и состава/структуры/организации работы Совета
  - Обзор: Adams, Hermalin, Weisbach, *J of Economic Literature*, 2010.
- Почему это так?
  - Советы на самом деле не работают или не имеют значения
  - Плохие данные (заседания проходят за закрытыми дверями)
  - Эндогенность

# Проблема эндогенности

- Даже если есть причинно-следственная связь «качеством» Совета и результатами деятельности компании, данные необязательно покажут наличие корреляции
- Пример:
  - Хороший Совет «стоит дорого»
  - Компания А: другие механизмы КУ работают, для эффективности не надо инвестировать в хороший Совет
  - Компания Б: другие механизмы КУ не работают (или издержки по созданию Совета невысоки), для эффективности надо инвестировать в хороший Совет
  - А создает «Совет для галочки», Б создает «хороший» Совет
  - У обеих компаний хорошие результаты – хотя качество совета отличается
  - Правда, Б несет издержки, но они ненаблюдаемы или невелики

# Как устроены Советы?

Fich and Shivdasani (2006): Данные по 500 крупнейшим американским компаниям в 1989-95:

- Средний совет 12 человек, каждый получает 36 тыс. долл. в год
- 55% независимых, 30% инсайдеров, остальные «аффилированные»
- Члены Советов – очень занятые люди (многие работают в 3 или более Советах)

Bryan and Klein (2004): 1200 компаний в 2002 г.:

- Получают 103 тыс. долларов, из них только 31 тыс. долл. кэш

Adams (2003): 350 из 500 крупн. американских компаний в 1998 г.

- Советы тратят 2/3 времени на мониторинг

# Что мы точно знаем?

Weisbach (1988):

- Чем больше независимых директоров, тем сильнее связь между плохими результатами и увольнением гендиректора

Целый ряд работ:

- Staggered boards – плохо влияют на корпоративное управление

# Теория

## «дружественных» Советов

- Adams Ferreira (2007) A Theory of Friendly Boards:
  - Слишком жесткий мониторинг разрушает коммуникацию, может привести к потерям для акционеров
  - Ravina and Sapienza (2012) подтверждают важность информации: инсайдеры более информированы (зарабатывают больше на торговле акциями компании)
- Adams Ferreira (2010)
  - Более сильные гендиректора не боятся делиться информацией
  - Данные: Нелинейная связь между «силой» гендиректора (стаж работы и доля акций) и долей независимых директоров
  - Сначала увеличение «силы» гендиректора «приводит» к сокращению доли независимых директоров
  - Затем (после 3 лет работы или 20% акций в собственности) к росту доли независимых директоров



# Чего мы не знаем?

Пока нет убедительных результатов

- Факторы, определяющие состав Совета
- Влияние состава/размера Совета на результаты деятельности
- Влияние совмещения постов  
Председателя и Гендиректора

# Эмпирические исследования Советов директоров в России

# Россия

- Нормальные законы, но несовершенное исполнение
- Недостаток традиции и понимания роли независимых директоров
- Нехватка квалифицированных кадров для членов Совета
  - Пока мало отставных бизнесменов и профессоров бизнес-школ
- «Медведевская» реформа Советов госкомпаний

# Недавние эмпирические исследования

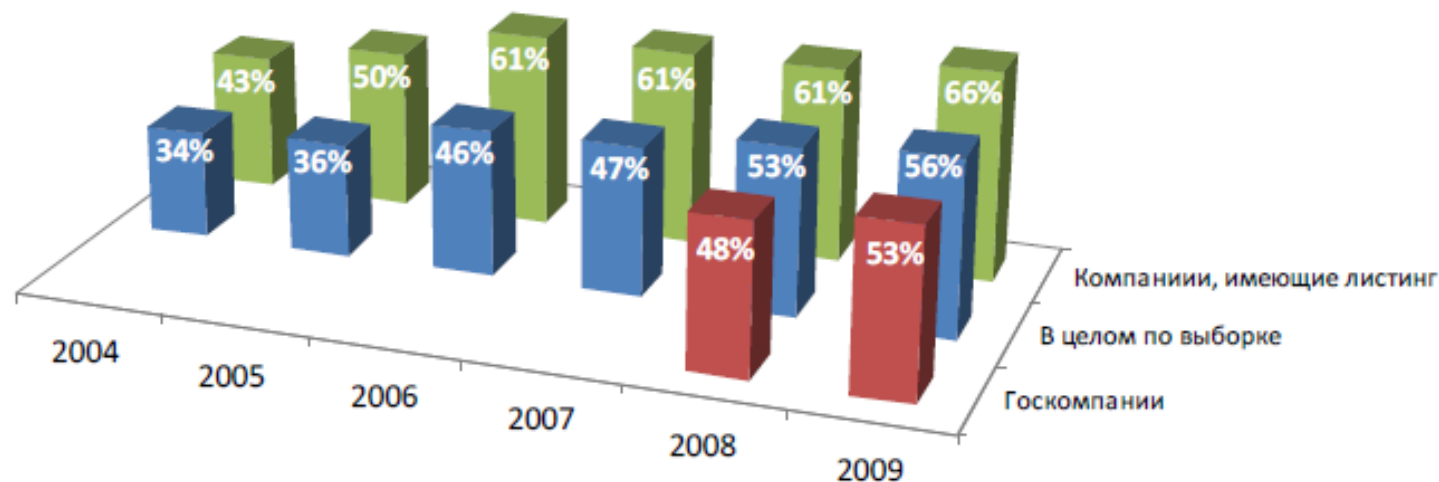
- Российский институт директоров и РЭШ (2010): опрос 150 крупных компаний в 2004-9 г.
- Iwasaki (2007): опрос 730 крупных компаний в 2005 г.
- Lazareva-Summanen (2008): опрос 209 крупных компаний в 2006 г.

Результаты: нет связи между структурой Совета и результатами деятельности компании

# Данные РИД

	В целом по выборке					
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
В состав совета директоров входит хотя бы один независимый директор, в том числе:	66%	70%	66%	55%	45%	52%
Независимые директора составляют одну четверть состава совета директоров и более	33%	38%	32%	23%	23%	28%
Независимые директора составляют менее одной четверти состава совета директоров	33%	32%	34%	32%	22%	24%
В составе совета директоров нет независимых директоров	34%	30%	34%	45%	55%	48%

**Диаграмма 6.1** Динамика развития практики корпоративного управления в области деятельности органов управления и контроля в 2004-2009 гг.



*На рисунке указывается доля рекомендаций практики корпоративного управления в рамках компонента «Деятельность органов управления и контроля», в среднем соблюдаемых компаниями анализируемых групп*

# Регулярность заседаний

	В целом по выборке					
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
Заседания проходят чаще, чем один раз в квартал, в том числе:	99%	97%	90%	84%	75%	79%
Заседания совета директоров проходят один раз в шесть недель и чаще	73%	64%	59%	45%	41%	49%
Заседания проходят реже, чем один раз в шесть недель, но чаще, чем один раз в квартал	26%	33%	31%	39%	34%	30%
Заседания проходят раз в квартал и реже	1%	3%	10%	16%	25%	21%

# Комитеты – не повсеместная практика

	В целом по выборке					
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
В составе совета директоров создан комитет по аудиту	77%	69%	51%	41%	32%	23%
В составе совета директоров создан комитет по кадрам и вознаграждениям	65%	55%	33%	27%	23%	19%



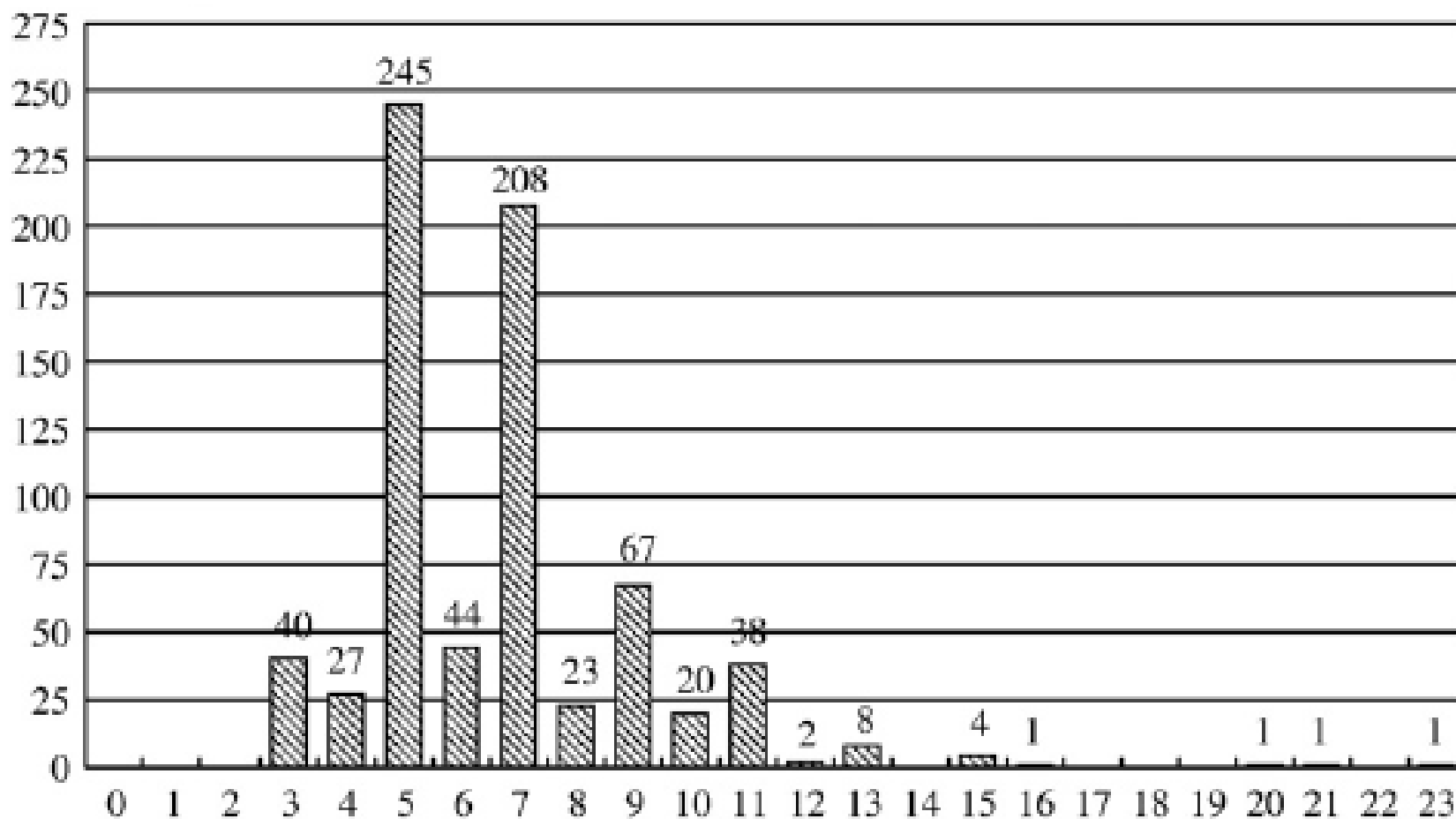
# Нехватка директоров

	В целом по выборке					
	2009	2008	2007	2006	2005	2004
В состав совета директоров включены лица, являющиеся членами советов директоров более пяти иных акционерных обществ	41%	41%	45%	44%	33%	26%

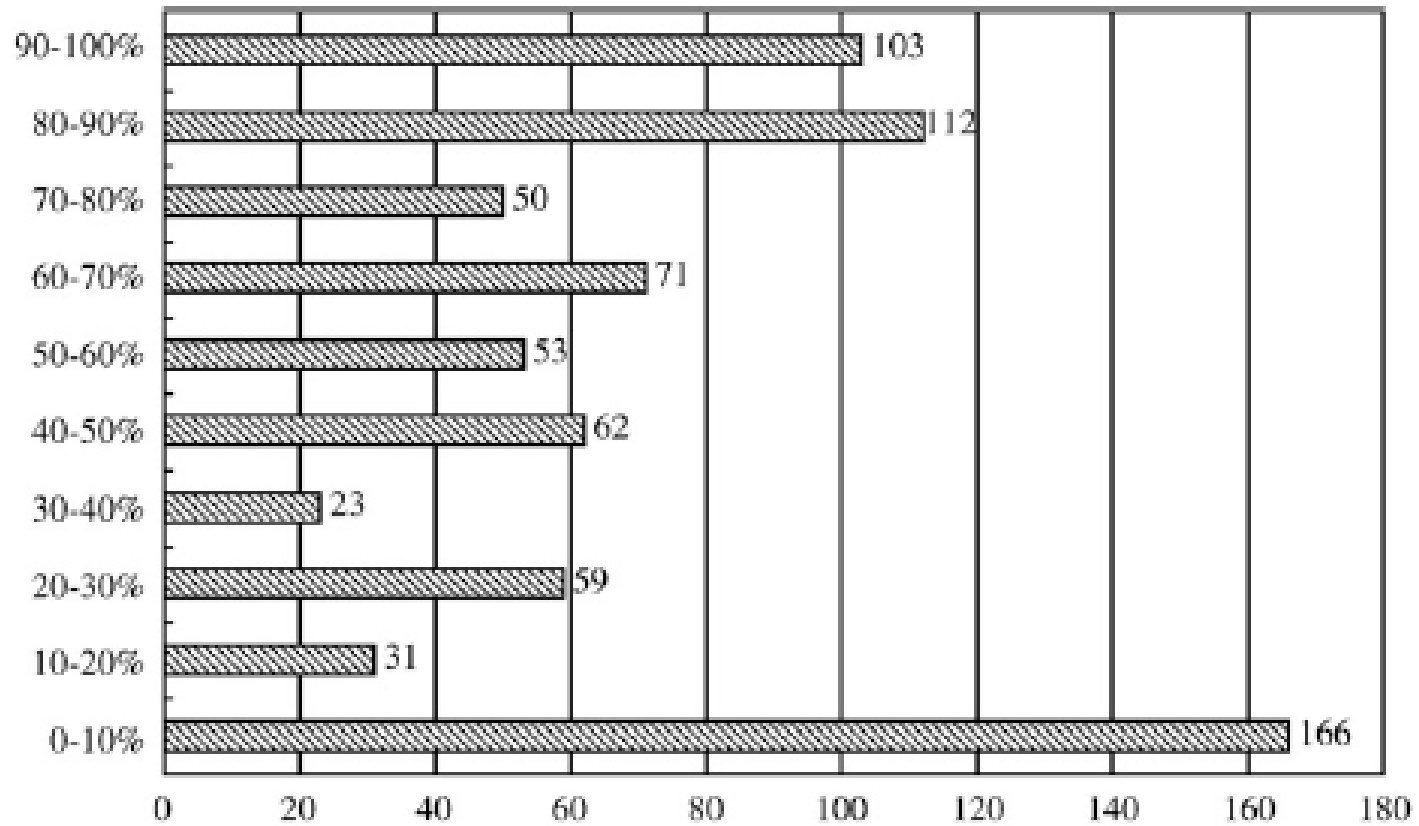
# Ивасаки (2007)

- Размер Совета: в среднем 7 человек (существенно меньше, чем в других странах)
- Доля независимых директоров:
  - 49%: (существенно ниже, чем в других странах)
  - Зависит от структуры собственности (внешн+, менеджер-)
  - От размера
  - Коррелирует с независимым председателем
- Это нормально, так как большинство выборки Ивасаки – это компании без листинга

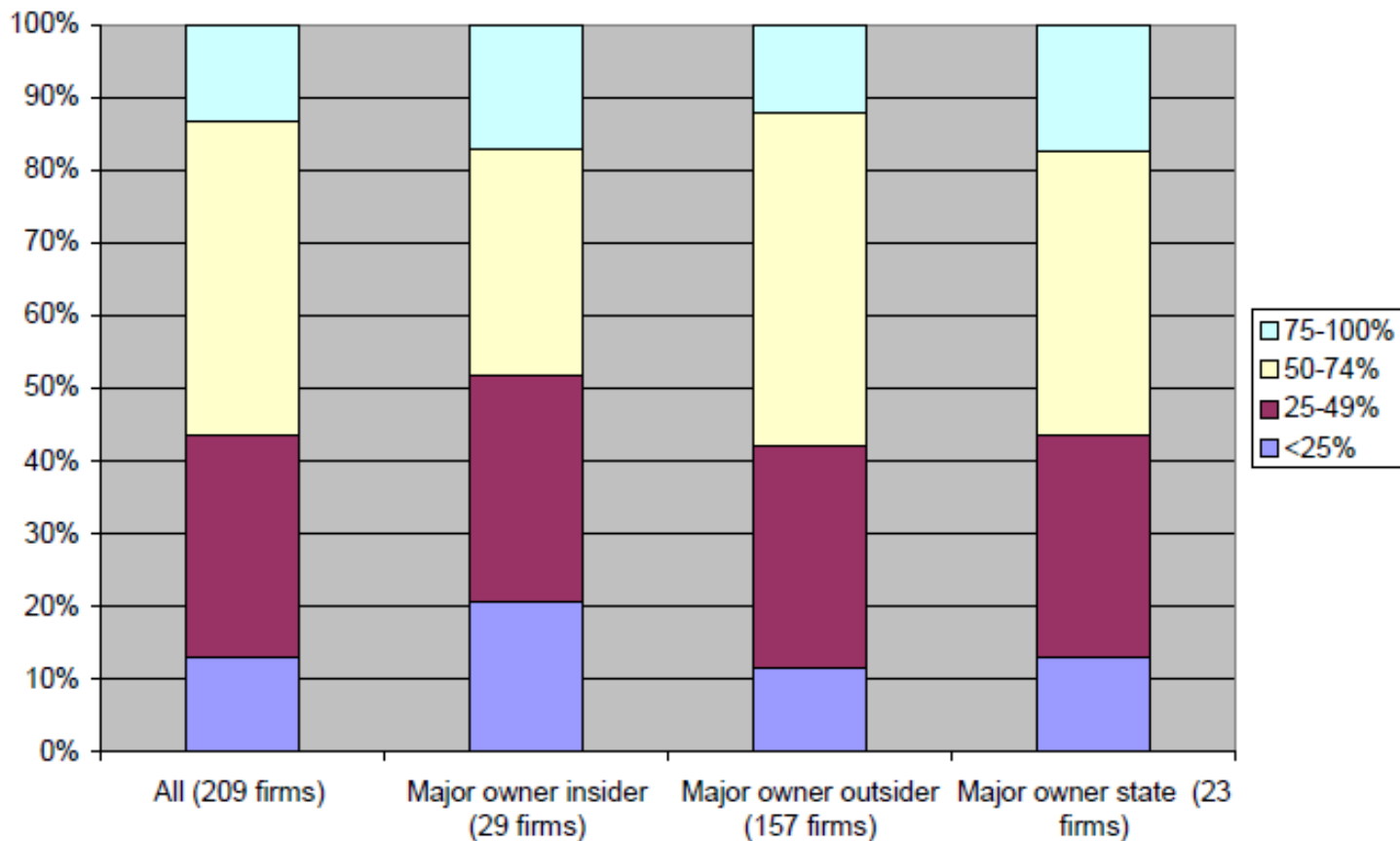
# Распределение по размеру Совета



# Распределение доли независимых директоров



# Лазарева-Сумманен: Доля крупнейшего собственника в выборке



# Lazareva-Summanen (2008)

- Концентрированная собственность
- Мониторинг не нужен
- Совет дает советы
  - Чем больше независимых директоров, тем больше времени на обсуждение стратегии
- Средний совет – 8 человек
- Большие советы: 30-40% заочных заседаний

Что делать?

# Что делать

- Выполнение Кодексов КУ по принципу «выполни или объясни»
- Обучение и профессиональные экзамены для директоров (как в Institute of Directors)
- Регулярная оценка самого Совета
- Non-executive session
- Прозрачность
  - Принципов определения компенсации менеджмента и Совета
  - Принципов работы Совета
- Страхование ответственности
- Упрощение процедуры выдвижения независимых кандидатов



# Заключение

- Советы директоров – ключевой механизм корпоративного управления
- Пока нет убедительных результатов эмпирических исследований связи между тем, как устроен Совет и эффективностью работы компании
  - Это может объясняться тем, что Советы на самом деле не играют важной роли
  - Или недостатками данных и методологии