

## РЕЦЕНЗИИ

### **ФЕНОМЕН РОССИЙСКОЙ КОРПОРАЦИИ, ИЛИ ЕЩЕ РАЗ О ЦЕННОСТИ ЭМПИРИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ**

Рецензия на книгу: Долгопятова Т. Г., Ивасаки И., Яковлев А. А. (ред.).

*Российская корпорация: внутренняя организация,  
внешние взаимодействия, перспективы развития.*

М.: Изд. дом ГУ–ВШЭ, 2007. 542 с.

**Л. С. РУЖАНСКАЯ**

*Уральский государственный университет*

Роль эмпирических исследований в области поведения российских предприятий сложно переоценить. Информационная закрытость компаний, вызванная страхом потери бизнеса из-за слабой защиты прав собственности, ставит перед исследователями, пожалуй, наиболее сложную задачу — сбор информации такого объема и качества, которые позволили бы сформулировать четкие исследовательские гипотезы и выявить важнейшие характеристики объекта. По счастливому стечению обстоятельств в одной точке сошлись многолетний опыт коллектива авторов из Государственного Университета — Высшей школы экономики (ГУ–ВШЭ), заинтересованность и финансовые возможности сразу нескольких зарубежных и отечественных структур, а также сотрудничество с коллегами из Института экономических

исследований Университета Хитоцубаши (Токио, Япония). В итоге была создана уникальная база данных по 822 российским акционерным обществам из 7 федеральных округов. Сама по себе техника организации подобного рода масштабного обследования предприятий промышленности и связи стала одним из важнейших результатов работы авторского коллектива монографии «*Российская корпорация: внутренняя организация, внешние взаимодействия, перспективы развития*».

Впервые за многолетнюю историю проведения эмпирических обследований российских предприятий, начиная с конца 1980-х гг., удалось создать комплексную базу данных, позволяющую рассмотреть в целостности три аспекта деятельности компаний: организационный, поведенческий и взаимоотношения с деловым окружением

с точки зрения концепции стейкхолдеров. Появление авторской монографии стало новым этапом в развитии методов сбора и анализа данных, а также в расширении сферы эмпирических исследований российских компаний. Авторы систематизировали материалы, накопленные за годы работы с данными различных обследований промышленных предприятий. Скрупулезный подход российских и японских исследователей к составлению вопросника отражается полномасштабными Приложениями I и II монографии (с. 415–424 и с. 425–511). Авторам удалось по-новому подойти к определению единицы обследования: в отличие от традиционно используемого юридического лица, объектом опроса стала фирма (бизнес) — объект, зачастую выходящий за рамки одного предприятия из-за развитых в отраслях отечественной экономики процессов корпоративной интеграции.

Актуальность монографии «*Российская корпорация...*» обусловлена необходимостью развития практики и методов отечественных эмпирических исследований в области экономики и управления. Коллективная монография сотрудников ГУ–ВШЭ и Университета Хитоцубаши поднимает на новый качественный уровень прикладные исследования, основанные на российских микроданных: применяя современные эконометрические методы анализа, авторы тщательно подходят к формулировке теоретических гипотез и трактовке полученных результатов, демонстрируя тонкое знание специфики российской экономики.

Появлению этой большой книги (ее общий объем составляет 542 страницы) предшествовал целый ряд статей по отдельным направлениям анализа предприятий в российских и зарубежных журналах, в том числе и в «*Российском журнале менеджмента*» (см., напр.: [Ивасаки, 2006; Яковлев, Данилов, 2007; Долгопятова, 2007]). В монографии авторы не ограничиваются декларацией комплексности

подхода к корпорации как объекту исследования, но последовательно реализуют его на протяжении всех разделов, объединенных общей идеей развития российских корпораций на фоне роста конкуренции в условиях глобализации и корпоративной интеграции.

Объект изучения — российская корпорация — возник сравнительно недавно в рамках процесса приватизации крупных и средних отечественных предприятий. Высокие темпы институциональных преобразований в российской экономике привели к серьезному дисбалансу во многих сферах хозяйствования, в том числе в области корпоративного управления. Несовершенства институтов переходной экономики не давали исследователям основания проверять традиционные для западных моделей гипотезы, основанные на постулатах теории агентов, предполагающей наличие развитых рыночных институтов и конкурентной среды. Велся поиск специфических моделей функционирования крупных российских предприятий. Корпоративное управление долгое время оставалось навязанными извне нормами, не отвечавшими интересам лиц, реально принимавших решения в компаниях. Формализованный подход к применению стандартов лучшей практики нивелировал роль качества корпоративного управления как сигнала для инвесторов. Условия хозяйствования 1990-х гг. не выставляли перед управленцами и собственниками предприятий, которые были зачастую одними и теми же лицами, долгосрочных задач развития. Краткосрочные ориентиры в бизнесе не подразумевали активизации инвестиционной деятельности. Связь корпоративного управления и эффективной работы компании была крайне непрозрачной и плохо тестировалась на статистических данных.

В связи с экономическим подъемом 2000-х гг. изменились приоритеты и мотивы экономических агентов, нуждавшихся

в финансовых источниках для расширения своей производственной деятельности. Развитие механизмов корпоративного управления продвигалось от лежащих на поверхности, наиболее легко идентифицируемых рынком и внедряемых самими предприятиями до базисных, роль которых осознается участниками предприятия при фундаментальных преобразованиях в системе управления.

Наиболее значимым преобразованием в корпоративном управлении после 1998 г. стало формирование нового типа управленцев — наемных менеджеров со специфическими навыками и квалификацией, приходящих на смену директорам-собственникам, осуществлявшим инсайдерский контроль над предприятиями. Подобного рода класс менеджеров оказался наиболее востребованным в интегрированных компаниях, объединенных имущественными связями, в условиях концентрированного внешнего контроля. Появилась потребность в реальном использовании механизмов корпоративного управления.

Основным вектором стратегических решений, принимаемых в компании, становится рост управляемости бизнеса, а также повышение его стабильности и конкурентоспособности. В связи с этим изменяется не только внутренняя среда крупного и среднего бизнеса, но и отношения с внешним окружением, в первую очередь с государством на региональном и федеральном уровнях — в зависимости от значения фирмы для экономики региона и страны в целом.

Актуальность эмпирических работ в области корпоративного управления в российских компаниях объясняется потребностью осмысления результатов преобразований в корпоративной сфере. Книга «*Российская корпорация...*» является этапной на пути развития не только эмпирических исследований отечественных корпораций, но и теории трансформационной экономики в целом. В этом отношении важными резуль-

татами, полученными авторами, представляются выделение типов корпоративного контроля в условиях концентрированной собственности (гл. 1); формулировка теоретических предпосылок выбора организационно-правовой формы предприятия (гл. 2); определение специфики отраслевой организации в части межфирменного взаимодействия в группах (гл. 6); выявление факторов и стратегий участия компаний в бизнес-ассоциациях (гл. 11); определение моделей взаимоотношений корпорации с региональными органами власти (гл. 12).

Изложенный во введении монографии комплексный подход к анализу российской корпорации как специфического объекта эмпирического исследования последовательно реализуется в структуре работы, состоящей из четырех разделов, отражающих основные поведенческие и фундаментальные характеристики корпорации.

Первый раздел монографии посвящен особенностям корпоративного управления в условиях концентрированной собственности в российских акционерных обществах. Авторы справедливо ставят анализ структуры собственности и типов корпоративного контроля на первое место, поскольку именно они определяют систему стимулов тех, кто принимает решения в фирмах, будь то крупный собственник или наемный менеджер. Типы контроля, преобладающие в российских корпорациях, задают направления преимущественного развития тех или иных механизмов корпоративного управления и инструментов корпоративного менеджмента. Такая логика изложения создает солидный фундамент для последующего анализа особенностей внутренней организации российских корпораций и их взаимодействия с основными стейкхолдерами. Избранная логика исследования позволила авторам выстроить материал различных частей монографии таким образом, что на протяжении всей книги прослеживается связь с базовыми предпосылками анализа.

Динамичные изменения структуры корпоративной собственности, сопровождающие российские промышленные корпорации на протяжении всего времени их существования, не изменили главной особенности корпоративной собственности в России — высокого уровня концентрации капитала. Авторы обоснованно доказывают (с. 49), что межфирменные связи, оформившиеся в образования холдингового типа, стали одновременно условием, результатом и катализатором концентрации собственности, наиболее проявившейся в рядовых предприятиях холдингов.

Важный с точки зрения формирования конкурентных стратегий бизнеса вывод получен относительно того, что концентрация контроля в руках доминирующего собственника выступает не только как защита интересов собственника, но и как условие принятия эффективных решений в компании, поскольку в условиях неопределенности доминирование позволяет реализовать мотивы к эффективному функционированию компаний.

Широко распространенная практика совмещения владения и управления в российском корпоративном бизнесе постепенно уступает место модели разделения этих двух функций капитала в бизнес-группах и образованию команд квалифицированных наемных менеджеров. Появление модели внешнего концентрированного контроля стимулировало развитие практики корпоративного управления, в первую очередь института Совета директоров, и возрастание угрозы увольнения топ-менеджмента. В то же время не значимыми оказались различия между компаниями разных типов корпоративного контроля в отношении дивидендной и инвестиционной политики, а также информационной открытости. В целом авторы отмечают, что российский крупный и средний бизнес предпочитает закрытость на фоне неразвитости рынков капитала и управленческого труда (с. 85).

Характеризуя факторы выбора правовой формы акционерных обществ, авторы выявляют парадоксальную ситуацию: усиление конкуренции в быстрорастущих новых сферах деятельности не стимулирует, а сдерживает открытость компаний. Выгоды от доступа к дешевым финансовым ресурсам на фондовых рынках оцениваются предпринимателями ниже, чем потери от организационной и информационной открытости (с. 85).

Прямое участие акционеров в управлении может быть заменено приходом наемных менеджеров благодаря двум выделенным в третьей главе монографии факторам выбора модели корпоративного контроля: конкуренции и корпоративной интеграции. Однако обследование продемонстрировало, что наемный менеджмент в большинстве случаев не самостоятелен в принятии даже текущих решений в компании, где формально выведенный из состава исполнительных органов доминирующий акционер оставляет за собой право решающего голоса по очень широкому кругу вопросов. В связи с этим в монографии высказывается очень важное с точки зрения развития отечественного менеджмента наблюдение: квалификация и производительность труда наемных менеджеров далеко не всегда могут проявиться в повышении эффективности работы компаний. Прогнозируя развитие российской корпорации, авторы предполагают, что такой тип отношений между собственниками и менеджерами предшествует реальному отделению собственности от управления (гл. 8). В то же время авторы находят все новые и новые подтверждения сохранения модели инсайдерского контроля в российских корпорациях (с. 257). Аналогичные свидетельства сохранения инсайдерской позиции формально отошедшего от дел собственника получены Международной финансовой корпорацией для российских банков [Корпоративное управление..., 2007].

Значимая роль процессов интеграции в корпоративном секторе потребовала от авто-

ров выделения целого раздела монографии для характеристики влияния интеграции на особенности стратегий модернизации, эффективность и корпоративное управление на предприятиях. Как справедливо замечено, интеграция для большинства холдингов стала условием защиты компаний от конкурентного давления посредством повышения качества управления в компаниях группы: облегчился доступ к маркетингу, инвестиционным ресурсам и новым технологиям. Авторы сравнили холдинговую форму организации взаимодействия компаний с «маркетинговой оболочкой» предприятий (с. 160), позволяющей продвигать уже выпускаемую продукцию. Исследователям удалось выявить и дополнительный выигрыш от интеграции — внутренние финансовые рынки, ослабляющие бюджетные ограничения для членов группы. Также убедительно показано, что холдинги облегчают рыночноориентированную реструктуризацию для предприятий, которые не способны сделать это вне группы.

Внимание к роли стейкхолдеров отличает расширенную концепцию корпоративного управления, приверженность которой демонстрируют авторы, анализируя взаимодействие корпораций с финансовыми посредниками, государством и друг с другом. Подобный подход оправдан в свете того, что авторами ставилась задача выявить специфические черты российской корпорации как многогранного феномена. Последовательно развивая идею формирования базовых мотивов инвесторов на основании сложившихся типов контроля, авторы предлагают рассмотреть источники корпоративного финансирования во взаимосвязи с корпоративным управлением. Несмотря на растущую роль в финансировании крупного бизнеса, банки не выполняют функцию мониторинга менеджмента компаний. Это в первую очередь проявляется в процессе кредитования, когда отбор объектов финансирования зачастую происходит не на основании качества корпоративного

управления и менеджмента, а исходя из неэкономических соображений, таких как тесные связи с государством.

Этот вывод был получен авторами на основе данных по Сбербанку РФ — крупнейшему в стране финансовому посреднику. Заметим, что несмотря на его экстраординарную роль в финансировании российских корпораций, в десятой главе монографии явно просматривается потенциал еще для нескольких сюжетов, связанных с финансовым посредничеством со стороны других институтов, причем не только банков. Вообще сюжет с корпоративным финансированием открывает множество оставшихся за рамками «*Российской корпорации...*» тем для исследования: структура источников финансирования компаний; инвестиционная политика во взаимосвязи с корпоративным финансированием; особенности поведения корпораций, имеющих фондовую активность. Если названные темы так или иначе разрабатываются исследователями российских предприятий (например, продолжающаяся серия работ сотрудников Центра корпоративных финансов ГУ–ВШЭ по проблемам взаимосвязи корпоративного управления и корпоративных финансов), то практически неисследованной пока остается дивидендная политика российских компаний. Она является важной характеристикой качества корпоративного управления с точки зрения соблюдения интересов инвесторов, проведения инвестиционной политики и формирования структуры капитала компании. Известно, что российские корпорации выплачивают весьма небольшие дивиденды, и значимых улучшений в этом направлении не происходит. Что же тогда движет компаниями, выплачивающими акционерам дивиденды? Судя по материалам обследования, представленного в монографии, у авторов есть возможность ответить на этот вопрос. Хочется выразить надежду на появление в ближайшее время такого рода исследования.



В четвертом разделе монографии, посвященном рассмотрению делового окружения российской корпорации, представлено новое направление для эмпирических исследований — объединение компаний в бизнес-ассоциации. Эта область ранее практически не затрагивалась аналитиками, если не считать работ У. Пайла [Пайл, 2006; Pyle, 2006] и отрывочного упоминания у Т. Фрая [Frye, 2002].

Такой институт гражданского общества, как общественные объединения предпринимателей, пока не нашел широкого распространения в современной российской бизнес-среде, однако собранная в рамках проведенного исследования база данных демонстрирует рост спроса на него со стороны обследованных предприятий. Анализируя мотивы вовлечения компаний в бизнес-ассоциации, авторы нашли еще одно подтверждение справедливости выдвинутой конкуренции в качестве базовой предпосылки развития российских корпораций: она стала основным мотивом к объединению в ассоциации. В целом авторам удалось получить очень значимый для развития теории организации вывод относительно роли форм межфирменного взаимодействия в конкурентной борьбе в условиях трансформационной экономики. Исследование позволило выявить преимущество инициативного формирования ассоциаций предприятий в сравнении с объединениями, инициированными государством. В то же время ассоциации рассматриваются их членами как инструмент, сокращающий расстояние между бизнесом и властью, в том числе это сказывается на мерах государственной поддержки бизнеса (гл. 12).

Подчеркивая специфику российского корпоративного сектора, образованного во многом в процессе приватизации объектов государственной собственности, авторы уделяют значительное внимание анализу моделей взаимодействия корпораций с государством. Большинство корпоративного сектора России составляют крупные

и средние компании, работающие на региональном уровне, в то время как крупнейшие корпорации работают на федеральном и международном уровнях. Не умаляя влияния государственного фактора на ход развития российского корпоративного сектора, на фоне растущей активности государственного взаимодействия с частными предприятиями и предприятиями со смешанной собственностью авторы выявляют очень интересную особенность этого взаимодействия. При развитии «модели обменов» отношения между бизнесом и региональной властью становятся все более цивилизованными и эффективными, что позволило авторам выразить надежду на формирование прозрачных и доступных механизмов взаимодействия бизнеса с государством.

В связи с этим выводом проявляется еще одна грань такого сложного явления, как эмпирическое исследование. Российская действительность слишком динамичная, она требует частого обновления данных. Период обследования для выборки, представленной в монографии «*Российская корпорация...*», относится к началу 2005 г. С тех пор произошли существенные сдвиги в поведении российских крупных и средних предприятий, особенно в их связях с государством. Свидетельства последних лет относительно позиции федеральных властей в отношении крупнейших отечественных корпораций говорят о нарастающих процессах огосударствления экономики. При таком развитии событий вряд ли возможен позитивный прогноз в отношении развития цивилизованных корпоративных отношений с государством. Эмпирические данные для развитых стран не успевают устаревать столь быстро, как для трансформационных экономик. В связи с этим очевидна необходимость постоянного проведения все новых исследований развития отечественных компаний.

Прочтение монографии в полной мере позволяет провести сравнение россий-

ской корпорации с существующими в мире основными моделями корпораций, ощутить феноменальную природу российской корпорации, специфические черты которой определяются теми условиями институциональной среды и экономики, в которых она зародилась и развивается.

Массовая приватизация, проведенная высокими темпами<sup>1</sup> на фоне слабости рыночных институтов и трансформационного спада, создала миллионы акционеров — работников предприятий, не имевших ни финансовых средств, ни стимулов к повышению эффективности работы предприятий. Последующие волны переделов собственности стали очевидной и ожидаемой тенденцией в эволюции акционерного капитала. Стремление к концентрации оправдывалось слабой защитой прав собственности, которая продолжает быть главной характеристикой институциональной среды российской корпорации. Ее проявления разнятся — от недостаточности законодательной базы до насильственного огосударствления крупных бизнесов, но суть остается неизменной.

В этих условиях системной характеристикой корпоративного контроля в крупном отечественном бизнесе стала не концентрация собственности как таковая, широко распространенная в различных странах мира [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], а инсайдерский тип корпоративного контроля, основанный на совмещении владения и управления. Это нивелирует саму идею мониторинга деятельности наемного менеджмента со стороны внешних инвесторов, доверивших свои средства в управление. Классическое определение корпоративного управления,

<sup>1</sup> Такого масштаба, как в России, приватизация не достигла нигде. Например, бывшие социалистические страны Центральной и Восточной Европы осуществляли постепенную приватизацию. Так, в Польше программа массовой приватизации включила только 512 компаний из низкорентабельных отраслей [Aluchna, 2008].

данное А. Шлейфером и Р. Вишны [Shleifer, Vishny, 1997], и расширенная концепция стейкхолдеров, представленная Дж. Тиролем [Tirole, 2001], описывают в основном англо-американский тип корпораций. Интересы акционера как инвестора фокусируются, во-первых, на финансовых правах и, во-вторых, на управлении. Инсайдерская модель контроля меняет приоритеты местами: российский крупный акционер покупает в первую очередь контроль, и, уже как следствие — управление денежными потоками. При этом сложно рассчитывать на развитие фондового рынка, эффективность Совета директоров, прозрачность компании и регулярность выплаты дивидендов миноритарным акционерам. В целом проблематичным выглядит привлечение финансов для инвестиционной деятельности, тем более что подобное поведение оформлено российским законодательством посредством такой организационно-правовой формы предприятия как закрытое акционерное общество (ЗАО). Выбор большинства российских корпораций в пользу ЗАО был оправдан и экономически эффективен.

Вопрос о структуре капитала можно поставить по значимости, пожалуй, на второе место после корпоративного контроля в определении специфической модели корпорации. Акционерное общество, призванное стать механизмом аккумуляции крупных средств для бизнеса не обязательно опирается на привлечение средств акционеров. Тем более что теория корпоративных финансов предложила достаточное количество моделей для обоснования стимулирующей природы долга (см., напр.: [Modigliani, Miller, 1958; Ross, 1977]). Преимущественно долговое финансирование инвестиций нашло распространение в так называемой германской и японской моделях корпораций и устойчиво ассоциируется теорией с инсайдерским контролем. Особая роль банков как стейкхолдеров, заинтересованных в повышении эффективности

и конкурентоспособности компаний, наиболее ярко проявляется в немецких корпорациях. Здесь крупные банки могут компенсировать нехватку конкуренции, а в плохо работающих фирмах стимулировать рост производительности и прибыльность. Наоборот, в британских фирмах только присутствие крупного стратегического инвестора стимулирует производительность, а в инсайдерских фирмах или фирмах с распыленной собственностью дисциплинирующим фактором выступает конкуренция на товарных рынках [Köke, Renneboog, 2003].

В отношении банковского финансирования российская корпорация также проявляет свою феноменальную природу. Банки в России из-за своей недостаточной развитости не смогли покрыть потребность в дешевых средствах и не стали ни крупными акционерами, ни основными поставщиками инвестиционных ресурсов. Следует, правда, отметить, что их доля в структуре финансирования инвестиций растет год от года. Это обусловлено ростом российских компаний на фоне благоприятной конъюнктуры мировых рынков и расширяющейся емкостью внутреннего рынка. Столкнувшись с необходимостью повышения конкурентоспособности, российские корпорации встали на путь модернизации. Многие из них избрали для этого интеграцию как средство облегчения доступа к технологиям и финансам. Другим способом усиления конкурентной позиции стало выстраивание взаимоотношений с государством.

Высокий уровень корпоративной интеграции не уникален в мировой практике. Стоит вспомнить хотя бы японские «сюданы» — универсальные промышленно-торгово-финансовые комплексы. Однако мониторинг в сюданах принципиально отличается от мониторинга в российских вертикально интегрированных структурах. Наряду с государственным контролем, большая роль отводится сильным ключевым банкам.

Участие государства как акционера и регулятора деятельности крупного и среднего бизнеса довольно распространено в континентальной практике и сохраняется в трансформационных экономиках. Но вряд ли мы еще обнаружим где-то такие полные драматизма взаимоотношения бизнеса и власти, как в России, амплитуда которых колеблется от модели «захвата государства» до «захвата бизнеса».

Неопределенность среды хозяйствования остается, пожалуй, решающим детерминантом развития отечественного крупного и среднего бизнеса. Авторы монографии «*Российская корпорация...*» предприняли попытку сделать прогноз для корпоративного сектора на среднесрочную (5–7 лет) и долгосрочную (15–20 лет) перспективу. Основными внешними факторами, влияющими на трансформацию модели современной российской корпорации, названы: экономическая конъюнктура; условия ведения бизнеса как комплексная характеристика внешней среды, зависящая от действия федеральных и региональных ведомств; условия привлечения финансовых ресурсов, также являющихся условиями ведения бизнеса, но зависящие не только от действий ведомств, но также инфраструктуры и транзакционных издержек. Модели корпорации в среднесрочном и долгосрочном периодах описываются по трем базовым позициям: структура собственности, корпоративное управление и корпоративное финансирование.

Конечно, как и всякий прогноз, модели, представленные авторами, имеют самые общие черты и являются продолжением анализа выявленных на протяжении всей книги общих закономерностей развития внутренних и внешних детерминант развития российской корпорации. Вряд ли следует ожидать от них точной конкретизации последствий текущего финансового кризиса для корпоративного сектора, хотя и они вполне читаемы и очевидны: волны слияний и поглощений; продолжение ин-



теграционных процессов; ухудшение условий финансирования; усиление позиции государства; краткосрочное сокращение затрат компаний на корпоративное управление.

Весьма сложно, да, наверное, и не нужно пытаться оценить вероятность реализации предложенных сценариев, основанных на проделанном подробном и многостороннем анализе. С исследовательской точки зрения важно скорее другое: книга не оставляет ощущения закрытости горизонта. Российская корпорация как объект эмпирических исследований хороша тем, что всегда дает повод для начала новых работ.

Отмечая достоинства работы, необходимо подчеркнуть, что своей книгой авторы расширили горизонты эмпирических исследований отечественной корпорации как комплексного явления, позволяющего проверять новые взаимосвязи между организацией, менеджментом, контролем, финансами, инвестициями, конкуренцией, госу-

дарством и бизнес-сообществом. В заключении монографии авторы показали основные направления развития российских корпораций, представляющих собой далеко не однородный сектор экономики. Здесь следует особо отметить, что вся монография «*Российская корпорация...*» пронизана единством научно-исследовательского подхода и являет собой единое целое. Подобное построение работы позволяет логично подвести читателя к основному выводу: модель современной российской корпорации как самостоятельного феномена постепенно уходит в прошлое, на смену ей авторы прогнозируют приход моделей фирм, характерных для стран с развитой рыночной экономикой (с. 405). Российская корпорация все больше и больше становится подходящим объектом для тестирования гипотез, построенных на логике развития фирм в рыночной экономике, и позволяет с высокой долей достоверности использовать количественные методы анализа.

## ЛИТЕРАТУРА

- Долгопятова Т. Г. 2007. Эмпирический анализ корпоративного контроля в российских компаниях: когда крупные акционеры отходят от исполнительного управления? *Российский журнал менеджмента* 5 (3): 27–52.
- Ивасаки И. 2006. Корпоративное право и организационный выбор: открытые и закрытые акционерные общества в России. *Российский журнал менеджмента* 4 (3): 55–76.
- Корпоративное управление в банковском секторе России. Исследование динамики улучшений.* 2007. М.: МФК.
- Ла Порта Р., Лопес-де-Силанес Ф., Шлейфер А. 2005. Корпоративная собственность в различных странах мира. *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 97–148.
- Пайл У. 2006. *Российские бизнес-ассоциации: кто и зачем в них участвует.* Центр международного частного предпринимательство (CIPE). <http://www.cipe.ru>
- Яковлев А. А., Данилов Ю. А. 2007. Российская корпорация на 20-летнем горизонте: структура собственности, роль государства и корпоративное финансирование. *Российский журнал менеджмента* 5 (1): 3–34.
- Aluchna M. 2008. *Emerging Institutional Order? National investment Funds in Poland. Discussion Paper for The 10th bi-annual EACES conference.* Moscow, 2008.
- Frye T. 2002. Capture or exchange: Business lobbying in Russia. *Europe-Asia Studies* 54 (7): 1017–1036.

- Köke J., Renneboog L. 2003. *Do Corporate Control and Product Market Competition Lead to Stronger Productivity Growth? Evidence from Market-Oriented and Blockholderbased Governance Regimes*. Finance Working Paper ECGI N. 14.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. 1999. Corporate ownership around the world. *Journal of Finance* 54 (2): 471–517.
- Modigliani F., Miller M. 1958. The cost of capital, corporation finance, and the theory of investment. *American Economic Review* 48 (3): 261–297.
- Pyle W. 2006. Collective action and post-communist enterprise: The economic logic of Russia's business associations. *Europe-Asia Studies* 58 (4): 491–521.
- Ross S. A. 1977. The determination of foundational structure. The intensive-signaling approach. *Bell Journal of Economics* 8 (1): 23–40.
- Shleifer A., Vishny R. W. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737–783.
- Tirole J. 2001. Corporate governance. *Econometrica* 69 (1): 1–35.

Статья поступила в редакцию  
3 августа 2008 г.