

## ХРЕСТОМАТИЯ: КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ

### КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ КАК ОБЪЕКТ НАУЧНЫХ ИССЛЕДОВАНИЙ

**А. В. БУХВАЛОВ**

*Факультет менеджмента СПбГУ*

В настоящем выпуске Хрестоматии мы публикуем работу Р. Ла Порты, Ф. Лопеса-де-Силанеса и А. Шлейфера «Корпоративная собственность в различных странах мира», опубликованную в 1998 г. и посвященную пионерному исследованию структуры собственности в крупных корпорациях 27 развитых стран мира. Теоретическая обработка новейших эмпирических данных, произведенная авторами впервые в истории исследований по корпоративному управлению (КУ), показала целый ряд свойств структуры собственности в различных странах, которые сильно расходятся с традиционной теорией корпоративной собственности Берле<sup>1</sup> и Минза и более поздней, но также традиционной классификацией систем КУ, основанной на том, имеются или нет законодательные ограничения на возможность владения банками акциями промышленных корпораций.

### ПРЕДМЕТ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

*Корпоративное управление* (corporate governance) имеет дело с тем, как устроена и реализуется власть (governance) в организации. Корпоративное управление нельзя путать с управлением корпорациями<sup>2</sup>. Во-первых, последняя проблематика является необъятной. Во-вторых, КУ касается вопроса власти в организации любой правовой формы, а не только собственно в корпорации, которая отождествляется с открытым акционерным обществом (ОАО).

Корпоративное управление в теории и на практике занимается анализом *агентской проблемы* как проблемы разделения властей в фирме. Ее суть заключается в разрешении противоречий между *принципалом* и *агентом*. В классической теории в качестве принципала выступает собственник фирмы, а в качестве агентов —

<sup>1</sup> Имя Berle произносится как Берле с ударением на последний слог и не склоняется. Автор выражает свою благодарность за эту информацию В. С. Автономову.

<sup>2</sup> В английском языке имеется два совершенно различных по смыслу термина, management и governance, которые на русском соответствуют одному термину — «управление». Это заставляет особенно внимательно относиться к содержанию русских терминов, в состав которых входит слово «управление». В частности, не приходится удивляться необходимости различать понятия «корпоративное управление» и «управление корпорациями».

© А. В. Бухвалов, 2005

топ-менеджеры. Определение принципа-ла нуждается, однако, в некотором дополнении. С юридической точки зрения собственником является каждый акционер компании. С реальной точки зрения на принятие решений, на выработку стратегии компании могут оказывать влияние только крупнейшие акционеры. В связи с этим часто говорят, что крупнейшие акционеры осуществляют свое право на *контроль компании*, тогда как остальные акционеры характеризуются как *миноритарные*, интерес которых заключается в получении дивидендов и в продаже акций компании при благоприятных изменениях цены [La Porta et al., 2000]. Понятие принципа-ла целесообразно распространить на всех потенциальных инвесторов (юридических и физических лиц), так как они постоянно решают задачу о покупке и продаже акций компании.<sup>3</sup> Агентская теория также уделяет большое внимание кредиторам компании как принципалам (см.: [Дженсен, Меклинг, 2004]).

В качестве контролирующих акционеров (принципалов) могут выступать государство, физические лица (которых обычно называют семействами), различные финансовые институты (часто называемые институциональными инвесторами), и, наконец, промышленные компании. Во всех этих случаях контролирующие акционеры имеют различные мотивации и приоритеты, по-своему строят свои взаимоотношения с менеджментом, в одних случаях активно участвуя в управлении, в других — лишь осуществляя контроль над ключевыми решениями через Совет директоров.

Хорошее введение в агентскую проблему дано в учебнике [Бригхем, Галенски, 1997, с. 20–30]. Обсуждение академи-

ческих сторон агентской проблемы, отталкивающееся прежде всего от статьи [Дженсен, Меклинг, 2004], представлено в работе [Бухвалов, 2004]. На русском языке имеется еще целый ряд обзоров западных работ, тесно связанных с КУ и агентской проблемой [Рудык, 2004а; 2004б; 2005; Рудык, Семенкова, 2000; Чирикова, 1999; 2005]. Имеются также отечественные исследования, посвященные проблемам КУ в России (см., напр.: [Аукуционек, Жуков, Капелюшников, 1998; Гуриев, Манаенков, Цухло, 2003; Гуриев, Рачинский, 2004; Гуриев и др., 2005; Долгопятова, 2001; 2004; Капелюшников, 2000; 2001; Клепач, Яковлев, 2004; Корпоративный контроль..., 2004; Кузнецов, Муравьев, 2002; Муравьев, 2003; Предприятия России..., 2002; Радыгин, 2001; 2002а; 2002б; Радыгин, Архипов, 2000; Радыгин, Энтов, 2001; 2003; Собственность..., 2004; Яковлев, 2003а; 2003б; 2003в; Yakovlev, 2004]).

Проблематика КУ не сложилась в отдельную, четко очерченную учебную или научную дисциплину, по-видимому, из-за своей тематической многоаспектности и теоретической эклектичности. В сферу КУ, в частности, входят все проблемы *реструктурирования* форм собственности компаний: образование ОАО (IPO — первичная эмиссия акций), дополнительная эмиссия (связанная с проблемой «размывания» — dilution — ценности акций), слияния и поглощения (M&A), выкуп долговым финансированием (LBO, MBO), дивестиции (выделение нового бизнеса из компании — divestiture), банкротства и ликвидация. Данная проблематика тесно связана с интересами и акционеров, которые надеются получить выгоду от реструктурирования, и менеджеров, которые могут как получить в свое управление значительно более масштабные компании, так и потерять свои руководящие позиции. Это превращает вопрос о реструктуризации в вопрос поведенческий. Поведение менеджеров будет сильно различаться

<sup>3</sup> На сайтах западных корпораций раздел, посвященный финансовой отчетности компании, как правило, адресуется «инвесторам», а не «акционерам».

в зависимости от применяемых в компаниях подходов к формированию их пакета вознаграждения. Поведение контролирующих собственников, в свою очередь, может значительно отличаться от поведения или интересов миноритариев.

Отсюда вытекают два важных различных направления исследований. Первое заключается в следующем. Считается, что целью принципала является увеличение ценности компании (выражаемой ее капитализацией в случае ликвидного фондового рынка и возможной ликвидной ценой при отсутствии такового). Научная дисциплина, связанная с исследованием этой проблемы, носит название *менеджмента, ориентированного на ценность (стоимость)* [Волков, 2005]. Второе направление приводит к анализу схем вознаграждения топ-менеджеров, включая вопросы оценивания и финансового учета опционов на акции компании, предоставляемых ею своим руководителям. Здесь мы приходим к одной из центральных современных проблем КУ — этике управления компанией, — а именно к вопросам формирования и функционирования Советов директоров, оплаты их членов, вознаграждения топ-менеджеров.

Значительный интерес вызывают работы, в которых рассматривается роль крупного акционера как собственника, осуществляющего мониторинг деятельности менеджеров в интересах всех собственников (см., напр.: [Maug, 1998]).

Одна из классических идей, предложенных для решения агентской проблемы, заключается в том, что ее можно решить с помощью инструмента, который бы заинтересовывал менеджера действовать так, как будто бы он был собственником. Простейшим прямым способом является наделение акциями. Но их можно немедленно продать, и, соответственно, этот инструмент не настраивает менеджера на достижение долговременной высокой капитализации компании, в которой заинтересован собственник. Более

продвинутым инструментом стало предоставление менеджерам фондовых опционов (stock options), которые приносят тем большую выгоду, чем выше цена акций компании в долгосрочном периоде. В целом эта благая идея привела к искажению финансовой отчетности топ-менеджерами, которые добивались позитивной реакции фондового рынка на недобросовестные отчеты о финансовых успехах компании.

Через скандалов, прокатившихся в США после начала дела о банкротстве крупнейшей энергетической компании Enron в декабре 2001 г., в том числе самый крупный обман в мировой корпоративной истории, когда в результате махинаций с данными учета генеральный директор телекоммуникационной компании WorldCom Б. Эбберс (B. Ebberts) искажил отчетность на сумму в 11 млрд долл.<sup>4</sup>, обострила всеобщее внимание к проблемам КУ. Среди косвенно пострадавших была огромная масса стейкхолдеров<sup>5</sup>, включая 17 тыс. служащих компании, потерявших свою работу (New York Times, 14.07.2005).

В США корпоративные скандалы вызвали к жизни существенные изменения учетного законодательства, выразившиеся прежде всего в законе Сарбэйниса-Оксли (Sarbanes-Oxley Act), усиливающим персональную ответственность за принятые решения<sup>6</sup>. Существо проблемы заключалось в следующем: топ-менеджеры были заинтересованы в том, чтобы, искажая учетную информацию, показать превосходное положение дел в своих компаниях

<sup>4</sup> Бернард Эбберс, бывший генеральный директор обанкротившейся в июле 2002 г. компании WorldCom, получил 25-летний тюремный срок в дополнение к крупным денежным санкциям.

<sup>5</sup> Интересы которых также требуется учитывать при КУ.

<sup>6</sup> Закон был принят в 2002 г. На русском языке имеется много вариантов написания первого из имен.

с целью поддержания цен акций на высоком уровне, так как это давало им возможность продажи акций, полученных благодаря фондовым опционам, по выгодной цене. В практическом плане это поставило под удар аудиторскую профессию в целом и привело к закрытию аудиторской компании Arthur Andersen — одного из крупнейших аудиторов в мире. Это вновь привлекло внимание к такому ключевому вопросу в КУ, как раскрытие информации. Оказалось, что высокие американские стандарты не стали барьером на пути тех, кто хотел злоупотребить своим инсайдерским положением в компании. Не помешали этому и многочисленные кодексы корпоративного управления и этики, появившиеся в различных странах мира с начала 1990-х гг.

Отдельную проблему представляет взаимосвязь между эффективностью деятельности компании и качеством КУ в ней.<sup>7</sup> В работах до «периода Enron'a» западные исследователи обычно исходили из постулата о том, что КУ в развитых странах, в частности в США, находится на высоком уровне и не создает дополнительную премию за корпоративное управление<sup>8</sup> в силу однородности его качества. Однако они же утверждали, что на развивающихся рынках (emerging markets), в частности в России, имеет место су-

щественная премия, связанная с корпоративным управлением. По сравнению с аналогичными корпорациями развитых стран эта премия практически всегда считалась отрицательной и трактовалась как объяснение заниженных, по сравнению со «справедливой ценой», уровней капитализации российских компаний (справедливая цена рассчитывалась с помощью метода аналогов; см., напр.: [Чирикова, 2005]). В работе [Black, 2001] автор проводит соответствующие вычисления для российских компаний. Упомянутые выше истории со скандалами в США очевидным образом изменили подход к данному вопросу со стороны исследователей по финансам, которые стали искать более глубокие корни образования премии за корпоративное управление [Jin, Myers, 2004].

Особенностью публикаций по КУ является мощный поток статей чисто нормативного порядка с однозначно предлагаемыми на основе рациональности, здравого смысла или некоторого набора кейсов рецептами о «наилучшем» стиле КУ в компании вообще или на различных этапах ее жизненного цикла — в частности. Такого рода работы, безусловно, представляют интерес и публикуются в различных журналах, начиная от престижного (хотя и не академического) *Harvard Business Review* до бизнес-изданий. В нашем журнале также появилась оригинальная работа [Ивашковская, Константинов, Филонович, 2004], которая очень важна для российских практиков. Надо отметить, однако, что экономика, будучи не только теоретической, но и эмпирической наукой, обладает тем свойством, что самые разумные спекулятивные рассуждения, высказанные даже самыми великими людьми (например, Дж. М. Кейнсом), всегда оказываются неверными. Естественный вывод о том, что распыленная форма собственности в корпорации является наилучшей и наивысшей формой КУ, — типично

<sup>7</sup> Оба указанных понятия — «эффективность» и «качество КУ» — допускают различные подходы и интерпретации. Не имея возможности в рамках введения в Хрестоматию углубляться в существо этих вопросов, ограничимся замечанием, что под эффективной деятельностью корпорации мы подразумеваем ее устойчивое существование на конкурентном рынке при высокой капитализации, а под хорошим КУ — незначительность фактического расхождения интересов принципалов и агентов.

<sup>8</sup> При анализе фондового рынка премией называется дополнительная по сравнению со средним значением доходность, обусловленная некоторыми причинами, — в данном случае речь идет о КУ.

нормативный вывод — опровергнут позитивным анализом многих развитых стран в целом в статье [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], а также многочисленными примерами корпораций в отдельных странах. Это не означает порочности нормативных методов как таковых — следует лишь всегда помнить об их ограниченности. Если же нормативные методы предлагаются без анализа их применимости, то к ним надо относиться тем более осторожно.

Указанный список направлений и проблематик далек от исчерпывающего. Возможны подходы с точки зрения экономики, права, социологии, психологии, политических наук. Такого рода эклектизм, по-видимому, делает нецелесообразным выделение КУ в отдельную дисциплину и поиски какой-либо обобщающей парадигмы.

В заключение хотелось бы лишь кратко упомянуть о возможной связи между качеством КУ и ресурсной концепцией стратегического управления [Каткало, 2002]. А именно существует ли связь качественного КУ и конкурентных преимуществ фирмы, повышающих ее способность присваивать специфические экономические ренты. Важнейшим источником такого рода рент является умение компании создавать новые уникальные знания. Представляется, что это направление исследований еще не нашло должного внимания. Позитивная проверка такого рода гипотез могла бы состоять в установлении положительной статистической зависимости между количеством патентов, полученных компанией, и определенными показателями качества КУ.<sup>9</sup> Не исключено, что данная проблема еще не полностью осознана не только теоретиками, но и практиками. Дело в

том, что в крупных корпорациях с независимыми директорами по большинству ключевых направлений деятельности фирмы создаются специализированные комитеты. Комитеты по знаниям и инновациям не относятся к числу типичных даже в ведущих зарубежных корпорациях.

### ТЕОРИЯ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ ОТ БЕРЛЕ И МИНЗА ДО НАШИХ ДНЕЙ<sup>10</sup>

Изучение агентской проблемы и проблематики КУ началось с опубликованной в 1932 г. монографии «Современная корпорация и частная собственность» А. Берле и Г. Минза [Berle, Means, 1932]. В этой работе описывается корпорация, чья собственность «распылена» между многими небольшими акционерами, которые не могут ни юридически, ни ментально оказывать влияние на управление. На самом деле корпорация управляется командой топ-менеджеров, являющихся наемными работниками, но которым принадлежит вся полнота информации и власти. Отсюда родилась броская фраза: «разделение собственности и контроля». Здесь термин «собственность» указывает на тот факт, что собственники не участвуют непосредственно в управлении корпорацией, делегируя некоторые общие функции Совету директоров. Слово «контроль» в указанной фразе соответствует английскому *control*, понимаемому в смысле не контролировать, а управлять, и относится к деятельности топ-менеджеров.

Из подхода Берле и Минза возникло два круга проблем. Во-первых, это проблема объекта исследования. В то время

<sup>9</sup> В зарубежной литературе количество полученных патентов рассматривается в качестве прокси (характеристики-заменителя) для измерения способности создавать новые знания.

<sup>10</sup> Несмотря на внушительный список литературы, приведенный в конце статьи, необходимо отметить, что многие важнейшие направления исследований и классические работы все же остались вне пределов нашего обзора.

как в США большинство корпораций являлось *корпорациями с распыленной собственностью*, неамериканские корпорации долгое время после выхода в свет работы Берле и Минза не были объектом исследований. Во-вторых, Берле и Минз выдвинули центральный тезис о том, что корпорации на самом деле управляются менеджерами, а не собственниками, что получило отражение в расхожей фразе: «*сильные менеджеры, слабые собственники*». Влияние указанной монографии было настолько велико, ее выводы казались настолько бесспорными, что на протяжении нескольких десятилетий они не подвергались сомнениям и практически не было академических работ, которые бы продолжали эту линию исследований.

Интерес к теории корпоративного управления возобновился лишь с начала 1970-х гг. в связи с развитием исследований по теории фирмы. Здесь классической стала работа [Дженсен, Меклинг, 2004], вышедшая в оригинале в 1976 г., а также последовавшая в развитие серия публикаций этих авторов. Однако данное направление абсолютно не касалось проблематики распыленной собственности. В таких работах строились микроэкономические модели фирмы, включавшие в себя агентскую проблему. Если монография Берле и Минза основывалась на эмпирической проверке гипотезы о распыленности собственности, то работы предложенного Дженсеном направления, как правило, носили либо теоретический, либо рецептурный характер. В частности, его наиболее знаменитый лозунг о гибели публичной корпорации [Jensen, 1989] абсолютно не подтвердился в практике дальнейшего корпоративного развития. Следует, однако, подчеркнуть выдающуюся организационную роль Дженсена, которого можно считать отцом-основателем современной Гарвардской школы КУ, занимающей лидирующее положение в мире, и к которой относятся авторы приве-

денной в Хрестоматии работы. Отметим также, что в самой книге Берле и Минза агентская проблема как таковая не ставилась и не рассматривалась [Stigler, Friedland, 1983, p. 240] — это исключительно заслуга более поздних авторов, чьи работы вышли в 1970-е гг. (см. подр.: [Бухвалов, 2004]).

В 1982 г. была проведена представительная конференция, посвященная 50-летию публикации монографии «Современная корпорация и частная собственность», что явилось значимым событием в истории исследований КУ. В ней приняли участие ведущие специалисты по теории фирмы и корпоративным финансам. Этой конференции был посвящен отдельный выпуск журнала *Journal of Law and Economics*<sup>11</sup>, причем статьи в нем отталкивались как от непосредственной проблематики работы Берле и Минза, так и от трактовки агентской проблемы по Дженсену и Меклингу.

Наиболее интересный блок этого выпуска *Journal of Law and Economics* связан не с обсуждением монографии Берле и Минза как таковой, а с исследованием различных аспектов агентской проблемы в статьях Г. Демсеца, М. Дженсена, Б. Клейна, О. Уильямсона, Е. Фамы. В них выражается оптимизм по поводу применения предлагаемых идей для сглаживания влияния агентской проблемы. В частности, Демсец указывает на то, что на протяжении длительного периода истории США вознаграждение менеджеров с помощью наделения их акциями значительно превосходит денежные выплаты.

Отметим, что на конференции не рассматривалось деление на рыночно- и банковско-ориентированное КУ — тематика, которая стала популярной в 1980–1990-е гг. (мы рассмотрим эту проблематику ниже). Конференция также не была основана на каких-либо новых эмпири-

<sup>11</sup> *Journal of Law and Economics*. 1983. Vol. XXVI. N 2.

ческих прорывах. Новизна представленных на конференции работ была обусловлена развитием теории фирмы и корпоративных финансов в их приложении к КУ. Были приведены результаты интересных исследований в исторической перспективе. Так, стандартное правило «одна акция — один голос» в XIX в. не было общепринятым в американских корпорациях. Можно сказать, что результатом конференции не стало нахождение некоей новой эмпирической истины.

После долгого перерыва в серьезных эмпирических исследованиях структуры собственности появилась работа [Demsetz, Lehn, 1985], где рассматривалась выборка из 511 американских компаний. Авторы выявили ряд факторов (включая отраслевые), которые систематически объясняли максимизирующее ценностное поведение фирм из выборки. В соответствии с концепцией Берле и Минза, фирмы с высокой концентрацией собственности должны были оказаться «значительно более максимизирующими ценностно», чем фирмы с распыленной собственностью, где значительную роль играют внешние эффекты. Такого рода закономерность, однако, не выявилась статистически, что позволило поставить под сомнение тезис: «сильные менеджеры, слабые собственники» [Demsetz, Lehn, 1985, p. 1555]. Отметим, что в данной работе не предпринималась попытка рассмотреть цепочки собственности и пирамидальные структуры, что впервые было предложено в [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005].

Отметим, что существует класс моделей корпоративных финансов, подтверждающих фундаментальное наблюдение Демсеца и Лена об однонаправленности интересов менеджеров и собственников. Одним из таких подтверждений является высокая положительная корреляция между текущими финансовыми результатами фирмы, отражающими интересы менеджера, и высокой капитализацией,

отражающей интересы собственника. На основе самых современных данных это показано в работе [Jin, Myers, 2004]. В статье [Бухвалов, Волков, 2005] аналогичный результат получен и для российского рынка. Последний факт означает, что встречающиеся иногда полупублицистические утверждения о патологичности российского фондового рынка и КУ не распространяются, по крайней мере, на выборку из 40 ведущих российских компаний, торгуемых в РТС. Отметим, что в работе [Morck, Yeung, Yu, 2000] предложена интерпретация повышенного статистического качества соответствующих регрессий на развивающихся рынках по сравнению с развитыми рынками. Эта весьма правдоподобная интерпретация заключается в одной из характеристик КУ, а именно в системе раскрытия информации — там, где раскрытие информации шире, инвестору легче оценить специфический риск<sup>12</sup>.

Исторически в 1980-е гг. сложилась классификация систем КУ как *рыночно-ориентированных* и *банковско-ориентированных*. К рыночно-ориентированным системам КУ относятся те экономики, в которых капитализация корпораций полностью определяется фондовым рынком. Фондовый рынок превращается в рынок корпоративного контроля. Логика его действия такова: из-за слабости собственника к власти в компании приходят слабые (или оппортунистически себя ведущие) менеджеры. В результате эффективность компании оказывается ниже отраслевой, о чем, благодаря доступности информации, узнают все инвесторы,

<sup>12</sup> В рамках корпоративных финансов специфический риск описывает величину возможных отклонений от ожидаемого значения доходности акций компании, связанных не с общим поведением фондового рынка, а со специфическими свойствами компании. Эти свойства могут стать известны инвесторам и тем самым повлиять на цену акций только при высоком уровне раскрытия информации.

цена на акции компании на фондовом рынке падает. Акции скупает эффективный собственник, который увольняет плохих менеджеров, эффективность компании возрастает, о чем становится известно инвесторам. В итоге цена на акции растет, принося вознаграждение новому эффективному собственнику. Отметим, что в такого рода системах, как правило, основным видом долговых обязательств являются корпоративные облигации, а не банковский долг. Классическими примерами рыночно-ориентированных систем являются США и Великобритания. Рыночно-ориентированные системы обязательно требуют ликвидного фондового рынка и высокой степени раскрытия информации о компании.

В банковско-ориентированной системе большая часть корпораций фактически управляется банками, а основной формой финансирования выступает банковский кредит. Некоторого комментария требует слово «управляется». Здесь речь идет об особой форме власти, осуществляемой банками на основе различных договоренностей, таких как система «главного банка» в Японии, которые напрямую не связаны с обладанием доминирующим пакетом в компании (как правило, банк не имеет права владеть более чем 5 или 10% акций отдельной нефинансовой корпорации). Типичные примеры банковско-ориентированной системы являют собой Германия и Япония.

Можно отметить, что в 1980-х — начале 1990-х гг. был опубликован целый ряд монографий, посвященных описанию КУ в различных развитых странах, их правовых систем, однако исследовательская компонента этих исследований была незначительной: в недостаточной степени применялся модельный метод, не проводились эмпирические исследования.

К середине 1990-х гг. теоретические изыскания в области КУ включали в себя три фундаментальных положения:

1) в развитых странах типичным примером корпорации представлялась кор-

порация с распыленной собственностью, которая управляется в основном наемными менеджерами;

2) существенную роль в функционировании системы корпоративного управления играет принадлежность ее к рыночно- или банковско-ориентированной системе;

3) стало ясно, что создание эффективных рыночных систем в переходных экономиках требует нового понимания того, как функционируют существующие системы КУ в развитых странах.

По сути, попытке дать эмпирический ответ на первые два вопроса и посвящена монографического уровня публикация [Ла Porta, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005]. Далее мы остановимся на некоторых вопросах, связанных с прочтением этой статьи, а в последнем разделе займемся анализом ее уроков для системы КУ в России.

## ЧИТАЕМ ХРЕСТОМАТИЮ

В течение более 50 лет ни парадигма Берле и Минза, ни их образ крупной корпорации, претендовавший на универсальность, не подвергались не только сомнению, но и какой-либо эмпирической верификации. В 1994 г. американский исследователь М. Роу опубликовал целую монографию [Роу, 1994], озаглавленную «Сильные менеджеры, слабые собственники». В этой монографии, не содержащей ни единой таблицы с данными, автор на основе цитирования различных источников делает вывод о том, что парадигма Берле и Минза по-прежнему верна, по крайней мере, для американской корпорации. Согласно Роу, вся сила принадлежит менеджерам, собственники не могут реально на них повлиять, несмотря на развитие института Совета директоров. Автор видит корни этого явления исключительно в рамках идеи *зависимости от траектории предшествующего развития* (path dependence). При этом основная линия анализа не уxo-



дит далее сравнения двух разных систем КУ: рыночно-ориентированной (США, Великобритания) и банковско-ориентированной (Германия, Япония). Как будет показано далее, идея зависимости от траектории предшествующего развития — одна из основных идей новой институциональной экономики — действительно работает, но отнюдь не в терминах принадлежности к одной из двух вышеупомянутых систем КУ.

Отметим, что сегодня данная классификация вообще стала анахронизмом. Так называемый закон Гласса–Стигала в США 1933 г. (Glass Steagall Act), запрещавший коммерческим банкам владение акциями промышленных корпораций (такowymi имели право владеть инвестиционные банки, которым в свою очередь было запрещено принимать депозиты от физических и юридических лиц), неоднократно размывался более поздними поправками. Сначала было позволено владеть акциями холдингам коммерческих банков, а к началу 2000-х гг. практически все ограничения были сняты. Отметим, что Россия после перехода к рынку позаимствовала германскую систему универсального банка, имеющего право проводить все операции, в том числе и с акциями промышленных компаний.

В отличие от многих публикаций по КУ, носящих чисто описательный характер, работа [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005] представляет собой чрезвычайно нетривиальное, модельное исследование структуры собственности. Во-первых, авторы выделили основные виды «конечных» собственников: семейство или физическое лицо, государство, финансовый институт с распыленной собственностью, корпорация с распыленной собственностью и прочие — к последним авторы относят, например, кооперативы (чрезвычайно распространенная форма в Финляндии), голосующие трасты и др.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Отдельного разговора заслуживает вопрос о том, каковы реальные последствия того или иного

Во-вторых, понадобилось уточнение самого понятия «быть собственником». Дело в том, что многие компании не только осуществляют перекрестное владение акциями друг друга, но зачастую имеют целые цепочки владений, которые приводят к собственности в исходной компании.<sup>14</sup> В результате подобного впервые проведенного масштабного исследования конечных собственников авторы многое узнали о том, каким видам собственников, как правило, принадлежат корпорации в той или иной стране.

Российскому читателю здесь следует дополнительно пояснить, что авторы включают в цепочки собственности (и тем самым говорят о пирамидах и конечных собственниках) только публично торгуемые компании из исследованной ими выборки. Это означает, что распространенные в России цепочки собственности, включающие «тупиковые» выходы в виде оффшорных компаний и никому не подотчетных закрытых акционерных обществ, не могут рассматриваться как пирамидальные структуры. Например, если имеется компания, собственник которой формально владеет 1% акционерного капитала, а 99% этого капитала принадлежит оффшорной компании, которая в свою очередь принадлежит этому собственнику, то в рамках модели работы [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005] конечным собственником будет рассматриваться оффшорная компания, а исходная компания будет отнесена к классу «прочие». Таким образом, подход,

вида собственности для капитализации и эффективности компаний. Отметим здесь лишь недавние результаты относительно семейной собственности. В работе [Barontini, Caprio, 2005] показано, что семейный контроль положительно влияет на тот и другой показатель в континентальной Европе, особенно в случае первого поколения собственников. Работа [Villalonga, Amit, 2005] подтверждает тот же результат для крупнейших компаний, входящих в список Fortune 500.

<sup>14</sup> Такого рода структуры собственности авторы называют пирамидальными.

предлагаемый авторами, направлен не на выявление «подноготной», а на установление тех собственников и форм собственности, которые заинтересованы публично объявить себя таковыми.

Существенные трудности представляла разработка принципов организации выборки по каждой стране. Необходимо было обеспечить межстрановую сравнимость ответов на два основных вопроса, изучаемых в статье: являются ли компании с распыленной собственностью типичными для данной страны и какого типа собственники выступают доминирующими для компаний, имеющих крупнейших акционеров, в конкретной стране.

Довольно просто было бы провести исследование, дающее ответы на оба поставленных вопроса в каждой отдельной исследуемой стране. Авторы, однако, интересуют более глубокий вопрос: *какие свойства национальных экономик обуславливают типичность той или иной структуры собственности?* Иначе говоря, они преследуют цель не просто провести межстрановое исследование, но и выявить фундаментальные факторы, определяющие ту или иную конфигурацию собственности.

С этой целью ими используется «антидиректорский индекс», рассчитываемый для каждой страны по отдельным составляющим, изложенным в табл. 1 статьи Хрестоматии. Антидиректорский индекс был впервые введен исследователями в их более ранней статье [La Porta et al., 1998] и является кумулятивным индексом прав миноритарных акционеров, или «антидиректорских» прав. Каждая из его составляющих фактически оценивает наличие в законодательстве определенного пункта, благоприятствующего миноритариям в их взаимоотношениях с менеджерами и крупными акционерами при принятии решений в компании, в том числе и при голосованиях на собраниях акционеров. Таким образом, значение данного индекса для каждой страны формируется

из оценки существования в ней шести механизмов, действующих в пользу миноритарных акционеров: в случае наличия такого механизма в индекс добавляется единица, в случае отсутствия — ноль. Соответственно, значение индекса может варьироваться от 0 до 6. Здесь мы не станем иллюстрировать каждый из пунктов построения антидиректорского индекса, указанных в табл. 1 [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005].<sup>15</sup> Отметим, что для описания КУ в компании чрезвычайную важность играет соотношение во влиянии между Советом директоров, представляющим обычно интересы крупнейших акционеров, и миноритарными акционерами. Как правило, крупнейшие акционеры ценят контроль над компанией и заинтересованы в максимизации ее долговременной ценности. Миноритарные акционеры заинтересованы в величине дивидендов, а также в росте (в том числе кратковременном) цены акций — они являются портфельными инвесторами и не связаны с компанией стратегически. Миноритарные акционеры боятся разведения акций, направления прибыли компании на расширение производства и поглощения, что уменьшает величину текущих дивидендов, и т. п.

В табл. 2–3 статьи [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005] приводятся основные результаты анализа авторами составленной выборки, а именно данные о том, насколько часто в каждой из стран встречаются фирмы каждого из шести типов (т. е. компании с распыленной собственностью или контролируемые одним из пяти вышеуказанных конечных собственников).

Авторы ранжируют все страны в соответствии с антидиректорским индексом и

<sup>15</sup> Подробное описание каждой из шести составляющих антидиректорского индекса см. в [La Porta et al., 1998, p. 1127–1128], а также в примечаниях научного редактора в статье [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005].

выделяют группы стран с высоким и низким антидиректорским индексом. Первую группу они отождествляют с теми странами, законодательство которых обеспечивает высокий, а вторую — низкий уровень защиты акционеров. В результате выясняется, что корпорации с распыленной собственностью типичны для первой категории стран. На рис. 1–10 статьи Хрестоматии представлена чрезвычайно любопытная информация о характере собственности в ряде известных корпораций. Отметим, что цель данного анализа — выявление наличия так называемого конечного собственника с помощью анализа цепочек собственности.

В табл. 5–6 более детально описываются два типа осуществления контроля над фирмами — со стороны семейств и финансовых институтов, например, приводятся данные о том, насколько часто в разных странах встречаются такие виды собственности, о степени участия семейств в менеджменте, о функционировании финансовых институтов в качестве контролирующих акционеров. В табл. 8 рассматриваются те факторы, которые, как предполагается, могут повлиять на распространенность корпорации с распыленной собственностью в различных странах. Основным результатом исследования выступает уже упоминавшийся выше факт зависимости от траектории предшествующего развития. Авторы отвергают расхожую гипотезу о взаимосвязи распространенности распыленной собственности и существующей системы КУ. Однако они показывают, что исходный тип правовой системы (*law origin*) и системы КУ играют определяющую роль.

Сразу отметим, что важным дополнением к публикуемой в Хрестоматии работе стала статья [La Porta et al., 1999], в которой авторы рассматривают вопрос о влиянии происхождения системы права на качество КУ, исходя из более богатой классификации и ряда других факторов (включая религию) для большой группы

стран, в том числе стран с переходной экономикой и бедных стран.

В начале 2000-х гг. данная серия исследований нашла свое продолжение в ряде публикаций. Отметим прежде всего работу [Pagano, Volpin, 2005], в которой авторы переходят от чисто статистического анализа к построению поведенческих моделей. Интересным оказалось то, что включение наряду с инвесторами важнейшего класса стейкхолдеров — работников компании, приводит к более глубокому анализу, раскрывающему наблюдаемые межстрановые различия. В частности, авторы показывают, что происхождение правовой системы обладает объясняющим эффектом для защиты работников, но не инвесторов.

Еще одним важным результатом работы [Ла Порты, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005] оказался тот факт, что, вопреки ожиданиям многих, семейная собственность выступает наиболее типичным видом собственности для фирм, имеющих контролирующих собственников, практически во всех странах мира. Выяснилась также высокая роль государства как собственника в частных корпорациях. Таким образом, исследование Р. Ла Порты, Ф. Лопес-де-Силанеса и А. Шлейфера показало, что традиционный образ корпорации Берле и Минза типичен только для очень немногих развитых стран, в число которых входят США. В то же время логика доказательства, схожая с приведенной в монографии Роу [Роу, 1994], который объяснял тезис «сильные менеджеры, слабые собственники» применительно к США исходя из роли политического лоббирования, не оказалась востребованной при получении результатов исследования [Ла Порты, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005]. Отметим, что такого рода логику невозможно распространить и за пределы США, так как политическое лоббирование и коррупция как раз наиболее распространены в тех странах, для которых типична семейная собственность.

Казалось бы, подобное исследование можно провести в любой стране. Но к сожалению, это не так. На основе официальных данных по раскрытию информации мы не можем составить цепочки собственности практически ни для одной из российских компаний в силу того, что быстро сталкиваемся с ОАО, подавляющая часть акций которых принадлежит так называемым номинальным держателям. Понятие номинального держателя существует в юриспруденции всех стран мира, где активно работает фондовый рынок. Цель института номинальных держателей заключается в обеспечении ликвидной торговли акциями. Номинальный держатель, как правило, является инвестиционной или брокерской компанией, на которую у официального регистратора зарегистрирован некоторый пакет акций. Последний постоянно переходит из рук в руки в результате ликвидной торговли этим видом акций. В противном случае процесс регистрации перехода акций будет технически мешать обеспечению ликвидной торговли.

В России даже очень известные компании имеют до 80 и более процентов акций, зарегистрированных на номинальных держателей, что не дает возможности исследователю ответить на вопрос о собственнике этой компании. Такого рода ситуация хотя и не запрещена законом, но является, очевидно, ненормальной.<sup>16</sup> В последнем разделе мы обратимся к работе [Berglöf, Pajuste, 2003], посвященной проблематике КУ в странах Центральной и Восточной Европы. Подчеркнем, однако, что авторы не смогли продолжить основной методологический прием статьи [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], связанный с построением цепочек собственности.

<sup>16</sup> Публикующиеся время от времени в СМИ или в аналитических отчетах информационных агентств данные о собственности отдельных компаний нигде в мире не рассматриваются исследователями как возможный источник информации.

## ПОСЛЕ ПРОЧТЕНИЯ ХРЕСТОМАТИИ: ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ

*«Публикуемые сведения позволяют без затруднения идентифицировать владельца контрольного пакета акций, однако сложно понять, кто является фактически владельцами остальных акций, стоящими за номинальными держателями и компаниями-оболочками».*

Отчет компании Standard & Poor's  
о корпоративном управлении в одной  
из российских компаний

Корпоративное управление в России представляет собой крайне противоречивую картину. Во-первых, качество российского законодательства в этой области превосходит все мировые образцы. Во-вторых, уровень КУ в российских компаниях признается низким практически всеми авторами, занимающимися данной тематикой. Мы ограничимся рассмотрением только тех проблем, которые непосредственно связаны с работой [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005]. Начнем с того, что в силу широкой распространенности института номинального держания исследования, связанные с раскрытием информации, не являются полноценными. По этой причине мы не можем использовать основной инструментарий, предложенный в [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], позволяющий анализировать пирамидальные структуры.

Интересная, отчасти более поздняя по отношению к опубликованной в Хрестоматии статье, информация о сравнении качества КУ в странах Центральной и Восточной Европы содержится в работе [Berglöf, Pajuste, 2003] (см. также: [Berglöf, von Tadden, 1999; Berglöf, Pajuste, 2005]). Изучение таблиц, представленных в ней, позволяет сделать ряд чрезвычайно любопытных заключений по поводу места России в ряду других переходных экономик.

Начнем с антидиректорского индекса (табл. 5 работы [Berglöf, Pajuste, 2003]).<sup>17</sup> Применительно к периоду с 1992 по 1998 г. показан весьма быстрый рост этого индекса — с 2 в 1992 г. до 5,5 в 1996 и 1998 гг. Эту цифру интересно сравнить со среднемировым значением индекса по 49 странам, которое равно 3, а также со средним значением индекса для стран общего права, в которых защита акционеров находится на самом высоком уровне (его средняя величина в 1996 г. составляла 4). В то же время в странах французского и германского гражданского права соответствующая величина составляет лишь 2,33. Величина антидиректорского индекса, равная 5,5, выдвигает Россию на первое место с большим отрывом среди всех стран с переходной экономикой в Центральной и Восточной Европе. Отметим, что в этой группе стран экономика наиболее эффективно функционирует в Чешской Республике и Польше, где величина индекса равна 3 (средняя величина индекса по странам с переходной экономикой в 1996 г. составляла 3,29, а в 1998 г. — 3,33).

Вышесказанное означает лишь то, что формальные основы российского законодательства, связанные с КУ, были прописаны быстро и квалифицированно, с использованием лучшего опыта. В то же время качество КУ в России не соответствует уровню законодательства. В частности, на это указывают рейтинги КУ российских компаний, присваиваемые Standard & Poor's. Типичные значения — между 4 и 6 при максимум

ме 10.<sup>18</sup> Более того, изучение полных отчетов рейтинговых компаний показывает, что качественная оценка является чрезвычайно низкой (типичную цитату мы избрали эпиграфом данного раздела) (см. также табл. 8 работы [Berglöf, Pajuste, 2003], приводящую агрегированную информацию о состоянии КУ в разных странах). Отсюда можно сделать вывод о том, что методика, основанная на антидиректорском индексе, едва ли применима к исследованиям российской действительности. В табл. 6 работы [Berglöf, Pajuste, 2003] рассматривается вопрос, лишь кратко затрагиваемый в статье [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005], а именно «ножницы» между книжными нормами права и его реальным исполнением. По данному параметру Россия, как правило, занимает место ниже среднего (но не катастрофическое) в группе стран с переходной экономикой, т. е. исполнение юридических норм не является основным объясняющим фактором низкого уровня КУ.

Представляется, что важнейшая проблема российского КУ заключается, скорее, в культуре и менталитете всех участников экономической деятельности. По-существу, форма ОАО не осмыслена российским бизнесом как форма корпорации. В американских изданиях по истории бизнеса появление крупной промышленной корпорации в середине XIX в. в США сравнивается с таким эпохальным открытием в истории человеческой цивилизации, как открытие колеса. Необходимо, чтобы это колесо в своем полном объеме докатилось и до России.

## БЛАГОДАРНОСТИ

Автор выражает свою благодарность А. А. Яковлеву, который обратил внимание на дополняющий характер исследования [Berglöf, von

<sup>17</sup> К сожалению, в работе [Berglöf, Pajuste, 2003] не описана та модификация антидиректорского индекса, которую применяют авторы. В соответствии с публикацией [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005] значение этого индекса может равняться только целому числу от 0 до 6, тогда как в данной работе появляются и дробные значения индекса, хотя и в указанном диапазоне. В частности, значение для России, 5,5, выше, чем значение для США — 5 (по [Ла Порта, Лопес-де-Силанес, Шлейфер, 2005]).

<sup>18</sup> Положительным исключением являются ровно те три российские корпорации, которые осознали необходимость котировки своих акций на NYSE.

Tadden, 1999] по отношению к приводимой в Хрестоматии статье, а также искреннюю признательность М. В. Смирнову, без помощи ко-

торого в столь сложный для автора период настоящая публикация не могла бы быть подготовлена к печати.

## ЛИТЕРАТУРА

- Аукуционек С., Жуков В., Капелюшников Р. 1998. Доминирующие категории собственников и их влияние на хозяйственное поведение предприятий. *Вопросы экономики* (12): 108–127.
- Бригхэм Ю., Гапенски Л. 1997. *Финансовый менеджмент*. В 2 т. СПб.: Экономическая школа.
- Бухвалов А. В. 2004. Теория фирмы и теория корпоративного управления. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (4): 99–117.
- Бухвалов А. В., Волков Д. Л. 2005. Исследование зависимости между показателями фундаментальной ценности и рыночной капитализацией российских компаний. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (1): 26–44.
- Волков Д. Л. 2005. Показатели результатов деятельности: использование в управлении стоимостью компании. *Российский журнал менеджмента* 3 (2): 3–42.
- Гуриев С., Манаенков Д., Цухло С. 2003. *Бартер и корпоративное управление в России*. М.: ЦЭФИР. <http://www.cefir.ru>
- Гуриев С., Рачинский А. 2004. *Концентрация собственности в российской промышленности*. М.: ЦЭФИР. <http://www.cefir.ru>
- Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. 2005. *Корпоративное управление в российской промышленности*. М.: ЦЭФИР. <http://www.cefir.ru>
- Дженсен М. К., Меклинг У. Х. 2004. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (4): 118–191.
- Долгопятова Т. 2001. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования). *Вопросы экономики* (5): 46–60.
- Долгопятова Т. Г. 2004. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов. *Российский журнал менеджмента* 2 (2): 3–26.
- Ивашковская И. В., Константинов Г. Н., Филонович С. Р. 2004. Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации. *Российский журнал менеджмента* 2 (4): 19–34.
- Капелюшников Р. 2000. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности. *Вопросы экономики* (1): 99–119.
- Капелюшников Р. 2001. Собственность и контроль в российской промышленности. *Вопросы экономики* (12): 103–124.
- Катькало В. С. 2002. Теория стратегического управления: этапы развития и основные парадигмы. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (2): 3–21; (3): 3–26.
- Клепач А., Яковлев А. 2004. О роли крупного бизнеса в современной российской экономике. *Вопросы экономики* (8): 36–45.
- Корпоративный контроль и управление предприятием*. 2004. Альманах Ассоциации Независимых Центров Экономического Анализа, выпуск № 5. М.: АНЦЭА.
- Кузнецов П. В., Муравьев А. А. 2002. Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России. *Вестник С.-Петербургского ун-та. Сер. Менеджмент* (1): 54–80.
- Ла Порта Р., Лопес-де-Силанес Ф., Шлейфер А. 2005. Корпоративная собственность

- в различных странах мира. *Российский журнал менеджмента* 3 (3): 97–148.
- Муравьев А. 2003. Государственные пакеты акций в российских компаниях. *Вопросы экономики* (5): 101–120.
- Предприятия России: Корпоративное управление и рыночные сделки*. 2002. М.: ГУ–ВШЭ.
- Радыгин А. 2001. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе (некоторые новые тенденции). *Вопросы экономики* (5): 26–45.
- Радыгин А. 2002а. Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы. *Вопросы экономики* (1): 101–124.
- Радыгин А. 2002б. Слияния и поглощения в корпоративном секторе. *Вопросы экономики* (12): 85–109.
- Радыгин А., Архипов С. 2000. Собственность, корпоративные конфликты и эффективность (некоторые эмпирические оценки). *Вопросы экономики* (11): 114–133.
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М. 2001. Корпоративное управление и защита прав собственности: эмпирический анализ и актуальные направления реформ. *Научные труды Института экономики переходного периода*, № 36.
- Радыгин А., Энтов Р. 2003. Инфорсмент прав собственности и контрактных обязательств. *Вопросы экономики* (5): 83–100.
- Рудык Н. Б. 2004а. *Поведенческие финансы или между страхом и алчностью*. М.: Дело.
- Рудык Н. Б. 2004б. *Структура капитала корпораций: теория и практика*. М.: Дело.
- Рудык Н. Б. 2005. *Конгломератные слияния и поглощения: книга о пользе и вреде непрофильных активов*. М.: Дело.
- Рудык Н. Б., Семенкова Е. В. 2000. *Рынок корпоративного контроля: слияния, жесткие поглощения и выкупы долговым финансированием*. М.: Финансы и Статистика.
- Собственность и контроль предприятий / Глава С5 Меморандума об экономическом положении Российской Федерации «От экономики переходного периода к экономике развития». 2004. *Вопросы экономики* (8): 4–35.
- Чирикова Е. В. 1999. *Действуют ли менеджеры в интересах акционеров? Корпоративные финансы в условиях неопределенности*. М.: Олимп-Бизнес.
- Чирикова Е. В. 2005. *Как оценить бизнес по аналогии: Методологическое пособие по использованию сравнительных рыночных коэффициентов при оценке бизнеса и ценных бумаг*. М.: Альпина Бизнес Букс.
- Яковлев А. А. 2003а. Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников. *Экономический журнал ВШЭ* 7 (2): 221–230.
- Яковлев А. 2003б. Спрос на право в сфере корпоративного управления: эволюция стратегий экономических агентов. *Вопросы экономики* (4): 37–49.
- Яковлев А. А. (ред.) 2003в. *Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе*. Серия «Научные доклады: независимый экономический анализ» № 148. М.: МОНФ; АНО «Проекты для будущего: научные и образовательные технологии».
- Barontini R., Caprio L. 2005. *The Effect of Family Control on Firm Value and Performance. Evidence from Continental Europe*. Finance Working Paper No. 88/2005. <http://www.ecgi.org/wp>
- Berglöf E., Pajuste A. 2003. Emerging owners, eclipsing markets? Corporate governance in Central and East Europe. In: Cornelius P., Kogut B. (eds.). *Corporate Governance and Capital Flows*. Oxford University Press: N. Y.
- Berglöf E., Pajuste A. 2005. *Why Do Firms Disclosure and Why? Enforcing Corporate Governance and Transparency in Central and Eastern Europe*. <http://www.ssrn.com>
- Berglöf E., Tadden E.-L. von. 1999. *The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transitions and Developing Countries*. <http://www.ssrn.com>

- Berle A. A., Means G. C. 1932. *The Modern Corporation and Private Property*. Mac-Millan: N. Y.
- Black B. 2001. *The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms*. The Fourth Meeting of the Russian Corporate Governance Roundtable «The Responsibilities of the Board and the Role of Stakeholders in Corporate Governance». Moscow, 20–21 June, 2001. [http://www.corp-gov.org/projects/4/black\\_intoduct\\_session\\_e.doc](http://www.corp-gov.org/projects/4/black_intoduct_session_e.doc)
- Demsetz H., Lehn K. 1985. The structure of corporate ownership: Causes and consequences. *Journal of Political Economy* **93** (6): 1155–1177.
- Jensen M. C. 1989. Eclipse of the public corporation. *Harvard Business Review* **67** (5): 61–73.
- Jin L., Myers S. 2004. *R-squared Around the World: New Theory and New Tests*. NBER Working Paper No. 10 453. <http://papers.nber.org>
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 1998. Law and finance. *Journal of Political Economy* **106** (6): 1113–1155.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 1999. The quality of government. *Journal of Law, Economics, and Organization* **15** (1): 222–279.
- La Porta R., Lopes-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R. 2000. Agency problems and dividend policies around the world. *Journal of Finance* **55** (1): 1–33.
- Maug E. 1998. Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance* **53** (1): 65–98.
- Morck R., Yeung B., Yu W. 2000. The information content of stock markets: Why do emerging markets have synchronous stock price movement? *Journal of Financial Economics* **58** (1–2): 215–260.
- Pagano M., Volpin P. 2005. The political economy of corporate governance. *American Economic Review* **95** (4): 1005–1030.
- Roe M. J. 1994. *Strong Managers, Weak Owners: The Political Roots of American Corporate Finance*. Princeton University Press: Princeton, NJ.
- Stigler G. J., Friedland C. 1983. The literature of economics: The case of Berle and Means. *Journal of Law & Economics* **26** (2): 237–268.
- Villalonga B., Amit R. 2005. *How Do Family Ownership, Management, and Control Affect Firm Value*. <http://www.ssrn.com>
- Yakovlev A. 2004. Evolution of corporate governance in Russia: Government policy vs. real incentives of economic agents. *Post-Communist Economics* **16** (4): 387–404.

Статья поступила в редакцию  
25 августа 2005 г.