

ВЛИЯНИЕ НА КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ МОНИТОРИНГА ИНВЕСТИЦИЙ КРУПНЫМ СОБСТВЕННИКОМ

Е. А. ДОРОФЕЕВ

Санкт-Петербургский филиал ГУ–ВШЭ

В статье рассматривается одна из основных составляющих агентской проблемы: асимметрия информации и возможность получения менеджментом частных выгод в ущерб собственникам. Наличие крупного собственника-аутсайдера может привести как к усилению контроля над менеджерами, так и к его сговору с ними. В работе представлена поведенческая модель, описывающая эту ситуацию. Модель качественно подтверждает результаты эмпирических исследований о распространенности явления сговора в российской действительности.

Последние два десятилетия пристальное внимание исследователей было приковано к анализу проблем *корпоративного управления* — проблем, возникающих между собственниками (и их группами, а также, более общим образом — стейкхолдерами) и менеджерами. Рассмотрение российского контекста корпоративного управления имеет свои специфические стороны, связанные с недавним появлением в нашей экономике таких организационно-правовых форм, как открытое акционерное общество (ОАО). Адаптация к российским условиям (правовым, ментальным и т. п.) требует времени. Из российских работ по корпоративному управ-

лению упомянем исследования С. Аукуционека, Р. Капелюшникова, А. Радыгина, Р. Энтова (см., напр.: [Радыгин, Энтов, 1999]). В работе [Кузнецов, Муравьев, 2002] в связи с корпоративным управлением рассматривались проблемы эффективности российских предприятий, а в [Муравьев, 2003] — проблемы обновления директорского корпуса.

Целый ряд публикаций посвящен проблематике мониторинга менеджмента со стороны крупного собственника. При этом мониторинг трактуется как общественное благо, плодами которого в виде улучшенного корпоративного управления могут воспользоваться миноритарные акционеры.

Это, в свою очередь, должно активизировать вторичный рынок акций компании. В литературе для указанной трактовки имеются как эмпирические подтверждения (см.: [Shleifer, Vishny, 1986; 1997]), так и модельные объяснения. В работе [Maug, 1998] строится модель, показывающая, что в случае ликвидного рынка акций нет необходимости мониторинга, учитывая, что затраты крупного собственника на мониторинг позволяют миноритариям выступать в качестве «безбилетников». В [DeMarzo, 1993] рассматривается равновесная модель появления и поведения доминирующего собственника. В [Myers, 2000] построена простая модель поведения собственника и менеджеров при преобразовании компании в открытое акционерное общество. Работа [Agrawal, Mandelker, 1990] указывает на роль крупного собственника в борьбе против поглощений.

Мы сконцентрируем внимание на моделях, рассматривающих проблему крупного собственника в момент зарождения корпорации — IPO (initial public offering). Нам представляется, что именно этот случай имеет наибольшую актуальность для российского корпоративного управления и развития фондового рынка.

В последнее время в российской печати все более активно обсуждаются вопросы, связанные с возможностью для российских компаний резко повысить свою капитализацию путем первичного публичного предложения акций¹. Под этим термином чаще всего понимается либо инкорпорирование (incorporating) фирмы — что означает переход закрытого акционерного общества или общества с ограниченной ответственностью в статус открытого и публичного с одновремен-

ным распространением эмитированных акций среди широкого круга инвесторов путем свободного биржевого аукциона (в дальнейшем мы будем считать такие IPO относящимися к «первому типу», собственно, это и есть классическое IPO), — либо переход через биржевые торги формально открытого, но имеющего ограниченный набор собственников акционерного общества (closely held corporation) в публичное состояние (publicly held corporation) (соответственно, IPO «второго типа» — чрезвычайно актуальная процедура для развития российского фондового рынка). Процедура IPO позволяет «прежним» собственникам компании привлечь средства сторонних акционеров, оставляя за собой выбор доли акций компании, направляемых на публичное размещение, и контролируя — через андеррайтера — величину пакетов, распространяемых среди отдельных инвесторов.

Естественно, при проведении IPO прежние собственники сохраняют в своих руках крупные — практически всегда контрольные — пакеты акций. Таким образом, если не делать различия между узким кругом собственников, полностью контролировавших фирму до проведения IPO, и менеджерами компании, организующими эту процедуру, то можно условно считать, что последние, проводя IPO, выбирают оптимальную с точки зрения привлечения инвестиций структуру миноритарных собственников, сохраняя за собой права распоряжения фирмой.

К настоящему моменту проведено несколько десятков успешных аукционов IPO по размещению депозитарных расписок ADR/GDR и акций российских компаний в США и Европе (в основном в Нью-Йорке и во Франкфурте), в то время как аукционов IPO в России на начало сентября 2003 г. проведено всего три: компаниями «Вимм-Билль-Данн», РБК и аптечной сетью «36,6». Практически все зарубежные IPO российских фирм являлись IPO «второго типа» и проводились

¹ В русскоязычной литературе обычно используется термин «первичное размещение» или «первичная эмиссия» акций, что сужает понимание IPO до чисто технического действия.

путем распродажи части размещенных ранее акций открытого акционерного общества на *вторичном* рынке (такowymi оказались и три перечисленные выше IPO, проведенные в России).

Наиболее вероятным объяснением этого является гипотеза, что действующие на фондовом рынке России мелкие инвесторы не заинтересованы инвестировать свои средства в акции вновь образующихся открытых акционерных обществ до тех пор, пока у последних не появится некоторое количество крупных стратегических акционеров и пока не сформируется устойчивое общественное мнение, что менеджмент этих компаний действует в интересах собственников. Отметим, что причиной низкого спроса на акции вновь образующихся АО со стороны мелких инвесторов является не недостаток у последних свободных денежных средств: эта версия легко опровергается фактом значительного роста частных банковских депозитов и — в еще большей степени — роста инвестиций в ликвидные акции на вторичном рынке [Радыгин, Энтов, 1999]. Недостаток спроса можно объяснить только высокой оценкой мелкими инвесторами риска для своих инвестиций в условиях непрозрачности менеджмента компаний и отсутствия у них возможностей контролировать менеджмент. Действительно, обычно осуществление такого контроля затратно и потому недоступно для миноритарных акционеров (а их консолидация крайне затруднительна).

Возникает вопрос о возможности создания механизма, обеспечивающего достаточно объективный, с точки зрения миноритарных акционеров, сторонний мониторинг деятельности менеджмента компаний (аудиторские компании, очевидно, далеко не всегда способны обеспечить достаточную объективность). Положительное решение этой проблемы на самом деле давно существует в мировой литературе [Shleifer, Vishny, 1986; 1997]. Эффективная защита прав акционеров

будет обеспечена в случае формирования такой структуры собственности, при которой найдется один или несколько достаточно крупных «внешних» (не связанных с менеджментом) акционеров, влияния которых будет достаточно для того, чтобы, во-первых, осуществлять мониторинг действий менеджмента, а во-вторых, при обнаружении его ошибок принуждать к их исправлению.

Смысл данной идеи в том, что крупный внешний собственник, будучи сам заинтересован в эффективном управлении компанией, окажется вынужден производить *низкозатратное для прочих акционеров* «общественное благо» прозрачности управления компанией (в случае отказа от его производства он сам недополучит прибыль при действительно неоптимальных действиях руководства) [Becht, 1999; Himmelberg, Hubbard, Love, 2002]. При определенных условиях это может явиться достаточной для миноритарных акционеров гарантией того, что компания будет управляться и в их интересах. Следовательно, цена привлечения их средств через IPO существенно снизится, а сами публичные эмиссии станут более распространенными. Эффективный мониторинг может помешать менеджменту извлекать частные выгоды из управления денежными потоками компании (cash flow rights).

В то же время акционер, получивший в результате мониторинга достоверную эксклюзивную информацию о действиях менеджмента фирмы, направленных на личное обогащение в ущерб собственникам, может вступить в сговор (collusion) с менеджментом с целью раздела выгоды. При этом представляется немаловажным тот факт, что осуществляющий мониторинг акционер — в дальнейшем мы будем называть его *контролирующим (В)* — должен быть достаточно крупным, иначе его влияние (voting rights) окажется недостаточным для внесудебного принуждения *менеджмента (М)* к возврату

активов в фирму. В данной работе мы, в частности, рассмотрим вопрос о минимальной доле собственности, которая должна принадлежать контролирующему акционеру, чтобы он мог эффективно выполнять свои функции. Отметим, что под «возвратом» активов в фирму (возмещением) в данной статье понимается реализация, вопреки воле оппортунистически настроенного менеджмента, исходно планировавшегося проекта — с дальнейшим пропорциональным распределением прибыли между собственниками. Такую трактовку можно признать несколько упрощенной: после *фактически осуществленного* вывода активов полноценный их возврат в этом смысле едва ли возможен, даже под принуждением. Тем не менее подобное понимание данного термина удобно для теоретической оценки исходов описываемой далее в рамках предлагаемой модели игры, проводимой еще до фактического осуществления IPO, — и мы будем придерживаться именно его.

В то же время мы, следуя [Bebchuk, 1999], будем считать, что В не будет заинтересован в получении слишком большой доли в собственности фирмы из-за снижения в этом случае степени диверсификации своих активов и, как следствие, повышения инвестиционных рисков. Поэтому для компании, осуществляющей IPO и соглашающейся с необходимостью мониторинга, оказывается неоптимальным привлечение одного крупного собственника без «*миноритарного дополнения*» (D). Одновременно само миноритарное дополнение, характеризующееся *дисперсностью* (распыленностью) собственности и интересов и не способное осуществлять контроль ни за менеджментом, ни за крупным собственником, должно получить достаточные гарантии того, что мониторинг контролирующим акционером действительно будет осуществляться, а сам этот акционер не вступит в сговор с менеджментом в ущерб миноритариям.

Предлагаемая нами ниже модель находится в русле работ [Becht, 1999; Bebchuk, 1999; Himmelberg, Hubbard, Love, 2002], как и работа [Stepanov, 2002], несогласие с рядом положений которой и послужило толчком для проведения данного исследования. Остановимся на этом вопросе подробнее.

Для построения модели игрового взаимодействия менеджмента и крупного акционера важно адекватно сформулировать условия, при которых возможен вывод активов менеджментом: или при попустительстве «контролирующего» акционера (т. е. в случае выбора последним стратегии *отказа от мониторинга*), или в случае его *вступления в сговор* с менеджментом с целью раздела полученных последним частных выгод. В статье [Stepanov, 2002] делается вывод, что при некоторых довольно широких предположениях возможна ситуация, когда менеджер, осуществив успешное IPO, решается на вывод активов, причем между ним и контролирующим его собственником-аутсайдером возникает конфликт, приводящий не к разделу частной выгоды, а к возврату присвоенных менеджментом активов в компанию. Имеются свидетельства в пользу того, что подобное явление, по крайней мере в российской практике, встречается весьма редко: если вывод активов в том или ином виде действительно имеет место, и при этом он вскрывается в результате акционерного контроля, то, как правило, имеет место также и сговор менеджмента с контролирующими акционерами.

Одной из целей данной статьи как раз и является демонстрация того, что при естественных, по мнению автора, условиях возможны лишь два исхода возникающей дилеммы: либо собственник, осуществляя мониторинг и выявляя некорректное поведение менеджмента, идет на заключение коалиционного соглашения (сговора), либо же он вовсе отказывается от мониторинга. Во втором случае наблю-

дается отказ рациональных миноритариев от инвестирования в проект, следствием чего и является пассивность мелких инвесторов на IPO «первого рода». В первом случае все же остается некоторая надежда на привлечение инвестиций. Если, в терминах теории игр, сговор контролирующего собственника с менеджментом является не чистой, а лишь смешанной стратегией², то миноритарии с положительной, хотя и меньшей 1 вероятностью получают защиту своих инвестиций. В этом случае — особенно при относительно малом объеме активов, которые менеджмент будет способен эффективно вывести из компании, — привлечение инвестиций в проект будет вполне возможным. Тем не менее и в этом случае сговор менеджмента и контролирующего собственника также полностью *не исключается*.

ОПИСАНИЕ МОДЕЛИ

Теперь перейдем к более строгой формулировке гипотез и результатов анализа модели.

Период 0

Риск-нейтральный менеджер **М** анонсирует IPO акций компании, которая планирует осуществить единственный проект, требующий инвестиций в сумме I . Сумму I менеджер планирует привлечь от внешних акционеров: от крупного инвестора **В** (крупный акционер предполагается единственным; отказ от этого предположения, как представляется, су-

щественно усложнит модель) и от большого количества однородных «миноритарных» инвесторов **Д**, причем доли собственности $\alpha_M, \alpha_B, \alpha_D, \alpha_M + \alpha_B + \alpha_D = 1$, которыми будут в случае успешного проведения IPO владеть соответственно **М**, **В** и **Д**, становятся известны уже в *периоде 0* всем участникам.

Также всем участникам становится известно, что проект, если он будет осуществлен, немедленно принесет стохастическую прибыль P , причем

$$E(P) = \Pi > I, \quad D(P) = \sigma^2, \quad (1)$$

где E и D обозначают математическое ожидание и дисперсию соответствующей случайной величины.

Наконец, всем участникам известно, что инвесторы **В** и **Д** избегают риска, а менеджер **М** риск-нейтрален. Точнее, предполагается, что если **М**, **В** и индивидуальный миноритарный инвестор **д** получают денежные потоки R_M, R_B, R_d , то их полезности будут следующими ($k > 0$):

$$U_M = E(R_M), \quad U_B = E(R_B) - kD(R_B), \\ U_d = E(R_d) - kD(R_d).$$

В частности, при «пропорциональном» распределении прибыли Π от осуществленного проекта участники получают следующие полезности:

$$U_M = \alpha_M \Pi, \\ U_B = \alpha_B \Pi - k \alpha_B^2 \sigma^2, \\ U_d = \alpha_d \Pi - k \alpha_d^2 \sigma^2. \quad (2)$$

Поскольку для каждого миноритария выполнено неравенство $\alpha_d \ll \alpha_D$, мы без большой потери общности будем считать, что и каждый миноритарий, и вся группа **Д** в целом риск-нейтральны:

$$U_d = \alpha_d \Pi + o(\alpha_d), \\ U_D = \alpha_D \Pi + o(\alpha_D). \quad (3)$$

² Т. е. в результате сговора ожидаемый выигрыш крупного собственника будет не выше, чем при отказе от сговора. Под чистой стратегией мы будем понимать однозначный выбор того или иного варианта действий, а под смешанной — возможность произвольного выбора из двух или нескольких способов поведения.

Период 1

Инвесторы **B** и **D** независимо друг от друга принимают решение, участвовать ли в IPO. Если они принимают положительное решение, **M** получает в свое распоряжение средства в сумме I , которые предоставляют **B** и **D** в следующих объемах:

$$\begin{aligned} I_B &= \frac{\alpha_B}{\alpha_B + \alpha_D} I, \\ I_D &= \frac{\alpha_D}{\alpha_B + \alpha_D} I. \end{aligned} \quad (4)$$

Отметим, что в работе [Stepanov, 2002], как нам представляется, вообще не учитывается распределение инвестиций.

Период 2

Менеджер **M** принимает решение, вывести ли созданные на средства инвесторов активы. При выводе средств проект не осуществляется.

В случае положительного решения он выводит все активы I , но из-за транзакционных издержек присваивает меньшую сумму $B < I$. В дальнейшем, не умаляя общности, мы будем также считать выполненным неравенство

$$B \geq \alpha_M \Pi,$$

означающее, что невывод активов (пропорциональное распределение прибыли) не является доминирующей стратегией для менеджера при выбираемой им доле собственности α_M .

Также в *периоде 2* инвестор **B** принимает решение, осуществлять ли мониторинг деятельности менеджера (становиться ли *контролирующим* инвестором). Осуществление мониторинга требует известных всем участникам затрат c , но в случае его проведения **B** получает достоверную эксклюзивную информацию либо о том, что проект фактически осуществлен, либо о том, что **M** осуществил вывод активов.³

³ В [Stepanov, 2002] предполагается, что контролирующий собственник получает достовер-

Период 3

Если инвестор **B** принял решение не проводить мониторинг, *период 3* является последним периодом игры. В этом случае происходит распределение выигрышей:

1) если **M** принял решение осуществлять проект, то производится пропорциональное распределение прибыли от проекта. В этом случае в силу (2)–(3) выигрыши участников оказываются равными:

$$\begin{aligned} U_M &= \alpha_M \Pi, \\ U_B &= \alpha_B \Pi - k\alpha_B^2 \sigma^2, \\ U_D &= \alpha_D \Pi. \end{aligned} \quad (5)$$

2) если **M** вывел активы, то выигрыш получает только он:

$$U_M = B, \quad U_B = U_D = 0. \quad (6)$$

Если **B** принял решение проводить мониторинг, он становится *информированным* о действиях **M**.⁴ Если выясняется, что **M** осуществил проект, *период 3* снова оказывается последним периодом игры. Выигрыши в данном случае таковы:

$$\begin{aligned} U_M &= \alpha_M \Pi, \\ U_B &= \alpha_B \Pi - k\alpha_B^2 \sigma^2 - c, \\ U_D &= \alpha_D \Pi. \end{aligned} \quad (7)$$

Период 4

Период 4 может наступить, только если **B** провел мониторинг и выявил вывод активов. В этом случае он может принять одно из трех решений:

1. Скрыть обнаруженный факт вывода активов. В этом случае *период 4* стано-

ную информацию лишь с определенной вероятностью. Модификация этого предположения на самом деле не влияет на результат анализа.

⁴ Блеф со стороны **B**, когда он действует как информированный собственник без проведения мониторинга, не рассматривается, ибо рассмотрение этого случая, как представляется, сильно усложнит модель.

вится последним периодом игры, выигрыши при этом таковы:

$$U_M = B, U_B = -c, U_D = 0. \quad (8)$$

2. Принудить **М** возместить средства. В данном случае последнему приходится возместить всю сумму первоначальных инвестиций I и реализовать проект. Принуждение сопряжено с осуществлением известных всем участникам затрат m , которые относятся на чрезвычайные расходы фирмы и снижают прибыль от проекта. В этом случае опять *период 4* становится последним периодом игры, выигрыши при этом таковы:

$$\begin{aligned} U_M &= B + \alpha_M(\Pi - m) - I, \\ U_B &= \alpha_B(\Pi - m) - k\alpha_B^2\sigma^2 - c, \\ U_D &= \alpha(\Pi - m). \end{aligned} \quad (9)$$

В данном случае учитывалось, что

$$E(P - m) = \Pi - m, D(P - m) = \sigma^2.$$

3. Предложить **М** вступить в коалицию и выступить с предложениями о распределении общего выигрыша коалиции в сумме $U_M + U_B = B - c$.⁵

Период 5

Период 5 имеет место, только если **В** предложил **М** вступление в коалицию; *период 5* во всех случаях является последним. **М** может принять одно из двух решений:

1. Отказаться от вступления в коалицию и добровольно возместить сумму инвестиций. Выигрыши игроков таковы:

$$\begin{aligned} U_M &= B + \alpha_M\Pi - I, \\ U_B &= \alpha_B\Pi - k\alpha_B^2\sigma^2 - c, \\ U_D &= \alpha_D\Pi. \end{aligned} \quad (10)$$

⁵ Автор предполагает, что затраты c на проведение мониторинга в данном случае частично возмещаются **В** из суммарного выигрыша коалиции. Это допущение сделано достаточно произвольно и легко может быть снято.

2. Принять предложенные **В** условия распределения коалиционного выигрыша и вступить с ним в коалицию.

Отметим, что в статье [Stepanov, 2002] приводится та же поведенческая схема, что и в данной работе. При этом рассматриваются достаточно произвольные, но *экзогенно заданные* значения вероятности того, что менеджер, осуществив IPO, начнет допускать нарушения в управлении полученными от акционеров средствами (фактически предполагается присвоение либо вывод корпоративных активов), а контролирующий акционер решится осуществлять мониторинг. Если в ходе мониторинга будут обнаружены допущенные менеджментом нарушения, то предполагается, что необходимым и достаточным условием вступления информированного акционера в коалицию (сговор) с менеджментом будет являться получение последней суммарного выигрыша, превышающего сумму их частных выигрышей при отказе от кооперирования. Иначе говоря, [Stepanov, 2002] абстрагируется не только от учета влияния переговорщиков (bargaining power) на распределение суммарного выигрыша коалиции, о чем прямо говорится в его статье, но и от того, что оба индивидуальных выигрыша **В** и **М**, полученные в результате раздела, должны оказаться не меньше, чем в случае отказа от кооперирования и возврата **М** активов в фирму (для последнего — за вычетом частных потерь, возникающих при возмещении активов, например, вызванных необходимостью нейтрализации ущерба личному имиджу менеджера для продолжения его карьеры в бизнесе, — это также не учитывается в [Stepanov, 2002]). В противном случае коалиция не образуется из-за того, что **В** может принудить **М** к возврату активов, если доля **В** при распределении выигрыша коалиции будет недостаточна; **М** же, в свою очередь, если его доля при коалиционном распределении окажется мала, может и самостоятельно, без принуждения, принять решение о возврате активов.

Наконец, как представляется автору, в рамках данной схемы существенной может быть также и величина транзакционных затрат собственника, связанных с принуждением **М** к возврату активов. В статье [Stepanov, 2002] вместо этих затрат рассматриваются потери, которые может понести коалиция **В** и **М**, если она будет образована, в результате непосредственно процесса распределения суммарного выигрыша. Фактически предполагается, что издержки и потери при распределении суммарного выигрыша (т. е. присвоенных или выведенных ранее **М** активов) существенно превосходят транзакционные издержки, связанные с принуждением **М** к их возврату. Это также не кажется обоснованным. По крайней мере, российская бизнес-практика дает основания сделать противоположное предположение, которого мы и будем придерживаться в дальнейшем: потери при перераспределении коалиционного выигрыша пренебрежимо малы по отношению к транзакционным затратам, связанным с принуждением **М** к возврату активов.

АНАЛИЗ ИСХОДОВ ИГРЫ

Вспомогательные предложения и гипотезы

Аналізу исходов при различном выборе стратегий участников игры предпошлим несколько предложений, доказательства которых вынесены в Приложение.

Предложение 1. Сокрытие **В** выявленного факта вывода **М** активов субоптимально для **В** в периоде 4.

Предложение 2. Формирование коалиции в периоде 5 произойдет тогда и только тогда, когда индивидуальный выигрыш **М** при распределении коалиционного выигрыша окажется в интервале

$$\begin{aligned} B + \alpha_M \Pi - I \leq U_M \leq \\ \leq B - \alpha_B (\Pi - m) + k \alpha_B^2 \sigma^2. \end{aligned} \quad (11)$$

Для выигрыша **В** в случае вступления в коалицию имеет место двойное неравенство

$$\begin{aligned} \alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c \leq U_B \leq \\ \leq I - \alpha_M \Pi - c. \end{aligned} \quad (12)$$

В дальнейшем мы будем считать, что влияние на результат переговоров (bargaining power) могут оказывать:

- **Контролирующий собственник В.** Согласно (11)–(12), в данном случае индивидуальные выигрыши участников будут равны:

$$\begin{aligned} U_M &= \alpha_M \Pi + B - I, \\ U_B &= I - c - \alpha_M \Pi, \\ U_D &= 0. \end{aligned} \quad (13)$$

- **Менеджер М.** В данном случае индивидуальные выигрыши участников будут равны:

$$\begin{aligned} U_M &= B - \alpha_B (\Pi - m) + k \alpha_B^2 \sigma^2, \\ U_B &= \alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c, \\ U_D &= 0. \end{aligned} \quad (14)$$

Теперь, используя (5)–(7), а также (13)–(14), мы можем составить полную таблицу выигрышей **В** и **М** при разных сочетаниях выбранных ими стратегий: осуществлять или нет мониторинг и выводить или нет активы (см. табл. 1).

НЕВОЗМОЖНОСТЬ РЕШЕНИЯ ИГРЫ В ЧИСТЫХ СТРАТЕГИЯХ

В данном подразделе мы покажем, что приведенные матричные игры могут в принципе быть решены в чистых стратегиях. Тем не менее окажется, что такие решения, как правило, не будут иметь экономического смысла: они будут соответствовать ситуации, когда либо контролирующий собственник, либо миноритарное дополнение не имеют оснований для инвестирования средств в проект.

Таблица 1

Распределение выигрышей В и М

		При доминировании на перегов	
		Стратегия	
		Инвестирует в проект (стратегия I)	
Стратегия В	Не проводит мониторинг (стратегия 1)	Выигрыш В: $U_B(1, I) = \alpha_B \Pi - k \alpha_B^2 \sigma^2$ Выигрыш М: $U_M(1, I) = \alpha_M \Pi$	
	Проводит мониторинг (стратегия 2)	Выигрыш В: $U_B(2, I) = \alpha_B \Pi - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c$ Выигрыш М: $U_M(2, I) = \alpha_M \Pi$	
		При доминировании на перегов	
		Стратегия	
		Инвестирует в проект (стратегия I)	
Стратегия В	Не проводит мониторинг (стратегия 1)	Выигрыш В: $U_B(1, I) = \alpha_B \Pi - k \alpha_B^2 \sigma^2$ Выигрыш М: $U_M(1, I) = \alpha_M \Pi$	
	Проводит мониторинг (стратегия 2)	Выигрыш В: $U_B(2, I) = \alpha_B \Pi - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c$ Выигрыш М: $U_M(2, I) = \alpha_M \Pi$	

Невозможность решения игры в чистых стратегиях демонстрируют Теоремы 1–3, доказательства которых вынесены в Приложение.

Теорема 1. В случае, когда на переговорах доминирует В, выбор им чистой стратегии 2 (проводить мониторинг) невозможен.

Теорема 2. В случае, когда на переговорах доминирует М, а инвестиции в проект осуществлены, выбор В чистой стратегии 2 (проводить мониторинг) невозможен.

Теорема 3. Если инвестиции в проект осуществлены, то и в случае, когда на переговорах доминирует В, и в случае, когда доминирует М, выбор В чистой стратегии 1 (отказаться от мониторинга) невозможен.

Решение игры в смешанных стратегиях и оптимальный выбор доли собственности α_M , сохраняемой менеджером

В предыдущем подразделе было показано, что приведенные матричные игры, если они и могут иметь решения в чистых стратегиях, то эти решения неприемлемы для менеджера: они осуществимы только в тех случаях, когда «внешние» инвесторы В и Д не будут заинтересованы в инвестировании в проект. Следовательно, инвестиции в проект возможны тогда и только тогда, когда контролирующий собственник В и менеджер М выберут смешанные стратегии. Этот вывод наиболее существенным образом отличает результаты данной работы от выводов

статьи [Stepanov, 2002], где доказыва­ется, что при определенном соотношении параметров модели возможно «содержательное» решение игры в чистых стратегиях. Как представляется, решение в смешанных стратегиях лучше согласуется с эмпирическими результатами, в частности, [Himmelberg, Hubbard, Love, 2002; Shleifer, Wolfenzon, 2002].

Теорема 4. *В случае, когда на перего­ворах доминирует В, существует реше­ние игры в смешанных стратегиях, при котором ожидаемый выигрыш менедже­ра М изменяется пропорционально его доле собственности:*

$$EU_M = \alpha_M \Pi.$$

При этом необходимым и достаточ­ным условием привлечения инвестиций с помощью контролирующего собственни­ка будет неравенство

$$(I - c)\Pi \geq I^2. \quad (15)$$

Если это условие выполняется, то до­ля собственности менеджера может ко­лебаться в пределах

$$0 \leq \alpha_M < \frac{\Pi - c - \sqrt{(\Pi + c - 2I)^2 + 4cI}}{2\Pi}. \quad (16)$$

Доказательство теоремы также выне­сено в Приложение.

В заключение отметим, что если на переговорах доминирует М, то решение в смешанных стратегиях также существу­ет, но его выражение более сложно и громоздко.

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Данная работа фактически посвящена анализу игры между контролирующим собственником В и менеджером М, борю­щимися друг с другом за перерасделе­ние частных выгод менеджмента в пользу

контролирующего собственника — в об­мен на возможное сокрытие последним факта оппортунистического поведения первого. Автор поставил перед собой задачу выяснить, возможно ли гаран­тировать инвестиции сторонних миноритариев путем мониторинга действий склонного к оппортунизму менеджера со стороны крупного контролирующего соб­ственника или же всегда оптимальным для последних будет сговор. Данный во­прос важен, так как вступление собствен­ника в сговор с менеджментом приведет к экспроприации инвестиций минорита­риев, а следовательно, к их незаинтере­сованности в осуществлении капиталов­ложений в проекты.

Для ответа на поставленный вопрос автор рассмотрел, при каких параметрах модели (прежде всего внимание обра­щалось на соотношение объема перераспре­деляемых частных выгод В и затрат на мониторинг с, на величину затрат на принуждение менеджера к возврату ак­тивов т, а также на факт доминирова­ния В и М на кооперативных перегово­рах) оптимальной для контролирующего собственника В будет являться стратегия проведения мониторинга. В самом деле, если при некоторых условиях эта страте­гия оказывается для В неоптимальной и он с вероятностью 1 отказывается от про­ведения мониторинга, то менеджер лиша­ется препятствий к выводу активов из проекта, а для миноритарных инвесторов оптимальной стратегией становится от­каз от капиталовложений. Таким обра­зом, возможность привлечения капитала через IPO (понимаемого, как уже упоми­налось ранее, в «расширительном» смы­сле просто как распространение акций компании среди широкого круга инве­сторов) в рамках представленной модели означает оптимальность для В стратегии мониторинга (либо в чистой, либо в со­ставе смешанной).

В работе показано, что выбор чистой стратегии проведения мониторинга ока­

зывается невозможным ни при каких естественных соотношениях параметров модели, но при довольно широком наборе параметров может возникать смешанная стратегия. Это означает, что привлечение инвестиций путем IPO при мониторинге со стороны крупного стороннего инвестора в принципе возможно, однако такой подход к гарантированию инвестиций не может считаться идеальным: контролирующий собственник не будет иметь стимулов проводить мониторинг, ибо его ожидаемый выигрыш от проведения мониторинга или отказа от него будут равны. Таким образом, по крайней мере потенциально, вероятность вывода активов менеджером будет сохраняться, и миноритарные инвесторы не получают максимально возможной рентабельности своих инвестиций.

Тем не менее в случае, если выполнено простое неравенство (15), то привлечение инвестиций менеджером оказывается возможным. Важно заметить, что это неравенство эквивалентно соотношению $(\Pi - I)/\Pi \geq c/I$, которое означает, что с помощью IPO оказывается возможным финансирование лишь тех проектов, ожидаемая рентабельность которых будет не ниже доли затрат контролирующего собственника на осуществление мониторинга в общих инвестициях на осуществление проекта. Таким образом, удачный выбор проекта, а также целенаправленная рекламная кампания в отношении как самого проекта, так и степени прозрачности фирмы, проводящей IPO, позволяют существенно облегчить привлечение средств.

С ростом затрат c контролирующего собственника на мониторинг верхняя граница доли менеджера в проекте убывает (выражение (16) отрицательно зависит от c). Этот результат, безусловно, не является удивительным, поскольку для сохранения заинтересованности контролирующего собственника в участии в проекте при росте его затрат c менед-

жер вынужден выделять для последнего все большую долю собственности. Также можно показать, что с ростом как рентабельности проекта, так и, напротив, относительной величины инвестиционных затрат I в прибыли Π , предельная доля менеджера будет убывать, в этом случае возрастают опасения инвесторов-аутсайдеров относительно возможности вывода им активов, и для их устранения ему также потребуется предоставлять контролирующему собственнику большую долю активов.

Более интересным является вывод, что при доминировании B на переговорах доля менеджера и его ожидаемый выигрыш не будут зависеть ни от потенциальной величины его частных выгод от вывода активов, ни от величины затрат на его принуждение к их возврату. Этот результат проистекает из того, что в условиях смешанной стратегии средний ожидаемый выигрыш менеджера оказывается равным его выигрышу в условиях невывода активов и, следовательно, отсутствия принуждения к их возврату. Этот факт означает, что в условиях данной модели менеджеры не будут заинтересованы в выводе активов: они в среднем не смогут получить от этого никакой выгоды. Таким образом, оказывается, что уже сам факт присутствия контролирующего собственника будет стимулировать менеджеров действовать в интересах акционеров, а значит, такую модель гарантирования инвестиций миноритариев все-таки можно — и успешно! — использовать на практике.

Наконец, в заключение отметим, что, к сожалению, эмпирическая проверка выводов и оценок, сделанных в работе, представляется весьма проблематичной, прежде всего в силу того, что оценить частные выгоды, получаемые тем или иным агентом, обычно очень трудно. Однако один результат может все же оказаться более-менее пригодным для эконометрического анализа: это неравенство (15),

из которого следует, что привлечение средств через IPO будет тем вероятнее, чем меньшую долю в общих инвестиционных расходах инвесторов составят затраты контролирующего собственника на мониторинг действий менеджмента и чем

выше будет общая рентабельность их инвестиций. Хотя интуитивно такой вывод кажется вполне правдоподобным, его эмпирическая проверка может стать интересной задачей для будущих исследований.

ПРИЛОЖЕНИЕ

ДОКАЗАТЕЛЬСТВА ПРЕДЛОЖЕНИЙ И ТЕОРЕМ

Доказательство Предложения 1 непосредственно следует из сравнения выигрышей **B** при условии вывода **M** активов в случае отказа **B** от мониторинга (6) и в случае выявления вывода активов и сокрытия этого факта (8). ■

Доказательство Предложения 2. Альтернативой для **M** вступлению в коалицию в *периоде 5* является только добровольный возврат им активов. В случае добровольного возврата активов выигрыш **M**, согласно (10), составит $U_M = B + \alpha_M \Pi - I$. Следовательно, вступление в коалицию для **M** оптимально тогда и только тогда, когда его индивидуальный выигрыш в случае кооперирования будет не менее этой величины, что доказывает левую часть неравенства (11).

Поскольку в силу Предложения 1 сокрытие **B** выявленного вывода активов не может быть оптимально, единственной альтернативой вступлению в коалицию для **B** в *периоде 5* является принуждение **M** к возврату активов, в результате чего индивидуальный выигрыш **B**, согласно (9), составит

$$U_B = \alpha_B (\Pi - m) + k \alpha_B^2 \sigma^2 - c.$$

Следовательно, вступление в коалицию для **B** оптимально в *периоде 5* тогда и только тогда, когда его индивидуальный выигрыш будет не менее этой величины, что совместно с условием на общий выигрыш коалиции $U_M + U_B = B - c$, доказывает правую часть (11).

Неравенства (12) доказываются аналогично. ■

Следующее тривиальное утверждение мы оставим без доказательства:

Предложение 3. В обозначениях, принятых в таблице, справедливы следующие утверждения:

1. Выбор **B** чистой стратегии 1 (не проводить мониторинг) будет иметь место тогда и только тогда, когда вероятность q выбора **M** стратегии I (не выводить активы) удовлетворяет неравенству

$$q(U_B(1, I) - U_B(2, I)) + (1 - q)(U_B(1, II) - U_B(2, II)) \geq 0.$$

Выбор чистой стратегии 2 (проводить мониторинг) будет иметь место тогда и только тогда, когда имеет место противоположное неравенство; выбор **B** смешанной стратегии возможен тогда и только тогда, когда приведенное выражение равно 0.

2. Выбор **M** чистой стратегии I (не выводить активы) будет иметь место тогда и только тогда, когда вероятность p выбора **B** стратегии 1 (не проводить мониторинг) удовлетворяет неравенству

$$p(U_M(1, I) - U_M(1, II)) + (1 - p)(U_M(2, I) - U_M(2, II)) \geq 0.$$

Выбор чистой стратегии II (выводить активы) будет иметь место тогда и только тогда, когда имеет место противоположное неравенство; выбор **M** смешанной стратегии возможен тогда и только тогда, когда приведенное выражение равно 0.

Доказательство Теоремы 1. Согласно Предложению 3, выбор **В** чистой стратегии 2 (вероятность $p = 0$) в условиях Теоремы 1 возможен тогда и только тогда, когда выполнено неравенство

$$qc + (1 - q)(\alpha_M \Pi + c - I) \leq 0. \quad (17)$$

В то же время, проанализировав условие выбора **М** чистой стратегии I, имеющее, согласно Предложению 3, вид

$$p(\alpha_M \Pi - B) + (1 - p)(I - B) \geq 0, \quad (18)$$

замечаем, что оно выполнено: при $p = 0$ (18) обращается в верное неравенство $I - B > 0$. Таким образом, в условиях Теоремы 1 выбор **В** чистой стратегии 2 влечет, согласно Предложению 3, выбор **М** чистой стратегии I: $q = 1$.

Наконец, подставляя полученное равенство $q = 1$ в (17), приходим к ложному неравенству $c \leq 0$. Полученное противоречие и доказывает невозможность выбора чистой стратегии **В**. ■

Доказательству Теоремы 2 предположим два вспомогательных предложения.

Предложение 4. В случае, когда на переговорах доминирует **М**, в условиях Теоремы 2 выбор **В** чистой стратегии 2 (проводить мониторинг) возможен тогда и только тогда, когда одновременно выполняются следующие условия:

$$U_B(2, \Pi) = \alpha_B(\Pi - m) - k\alpha_B^2\sigma^2 - c \geq U_B(1, \Pi) = 0, \quad (19)$$

$$U_M(2, \Pi) = B - \alpha_B(\Pi - m) + k\alpha_B^2\sigma^2 \geq U_M(2, I) = \alpha_M \Pi. \quad (20)$$

Доказательство Предложения 4. Согласно Предложению 3, выбор **В** чистой стратегии 2 (вероятность $p = 0$) в условиях Теоремы 2 возможен тогда и только тогда, когда выполнено неравенство

$$qc + (1 - q)(c - \alpha_B(\Pi - m) + k\alpha_B^2\sigma^2) \leq 0. \quad (21)$$

Проанализировав условие выбора **М** чистой стратегии I (не выводить активы), имеющее вид

$$p(\alpha_M \Pi - B) + (1 - p) \times (\alpha_M \Pi - B + \alpha_B(\Pi - m) - k\alpha_B^2\sigma^2) \geq 0, \quad (22)$$

видим, что при $p = 0$ оно обращается в неравенство

$$\alpha_M \Pi - B + \alpha_B(\Pi - m) - k\alpha_B^2\sigma^2 \geq 0.$$

Заметим, что последнее неравенство не может быть выполнено. В самом деле, если оно выполнено, то при $p = 0$ неравенство (22) окажется верным, а это, согласно Предложению 3, равносильно тому, что **М** выбирает чистую стратегию I ($q = 1$). Однако при $q = 1$ (21), в свою очередь, превращается в ложное неравенство $c \leq 0$, что противоречит тому, что $p = 0$ возможно только при выполнении (21). Полученное противоречие доказывает, что

$$\alpha_M \Pi - B + \alpha_B(\Pi - m) - k\alpha_B^2\sigma^2 < 0$$

и соответствует неравенству (20).

Наконец, мы видим, что в силу (20) при $p = 0$ неравенство (22) не выполнено, что, как уже отмечалось, равносильно тому, что **М** выбирает чистую стратегию II (выводит активы), т. е. имеет место равенство $q = 0$. Доказательство Предложения 4 завершает замечание, что при $q = 0$ неравенство (21) выполнено (а это, как отмечалось, есть необходимое и достаточное условие $p = 0$) тогда и только тогда, когда

$$\alpha_B(\Pi - m) - k\alpha_B^2\sigma^2 - c \geq 0,$$

т. е. при выполнении неравенства (19). ■

Предложение 5. В условиях Теоремы 2 выбор **В** чистой стратегии 2 (проводить мониторинг) возможен, только если выполняется неравенство

$$U_B(2, \Pi) = \alpha_B(\Pi - m) - k\alpha_B^2\sigma^2 - c \geq I.$$

Доказательство Предложения 5. Заметим, что, согласно доказанному Предложению 4 — см. неравенство (20), — в условиях Теоремы 2 стратегия II (*выводить активы*) является доминантной стратегией для М, а для В в силу этого оптимальной стратегией будет являться стратегия 2 (*проводить мониторинг*) — см. (19).

Следовательно, в условиях Теоремы 2 реализуется система выигрышей (14), ибо необходимым и достаточным условием ее реализации, согласно Предложению 2, является неравенство

$$B + \alpha_M \Pi - I \leq U_M \leq B - \alpha_B (\Pi - m) + k \alpha_B^2 \sigma^2,$$

которое, в свою очередь, следует из (20) и того факта, что $B - I < 0$.

Из того, что реализуется система выигрышей (14), вытекает, что выигрыш «миноритарного дополнения» равен нулю: $U_D = 0$. Следовательно, если инвестиции в проект осуществлены, а это так по условию Теоремы 2, они осуществлены исключительно за счет контролирующего инвестора В. Иначе говоря, в обозначениях (4):

$$I_B = I, \quad I_D = 0.$$

Но в этом случае В будет заинтересован в инвестировании тогда и только тогда, когда его выигрыш окажется не менее инвестированной суммы:

$$U_B(2, \Pi) = \alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c \geq I_B = I.$$

Предложение 5 доказано. ■

Наконец, перейдем к **доказательству Теоремы 2**. Если инвестиции в проект были осуществлены, а В выбрал чистую стратегию 2 (*проводить мониторинг*), то в силу Предложения 5 имеет место неравенство

$$U_B(2, \Pi) = \alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c \geq I, \quad (23)$$

а в силу Предложения 4 — неравенство

$$U_M(2, \Pi) = B - \alpha_B (\Pi - m) + k \alpha_B^2 \sigma^2 \geq U_M(2, I) = \alpha_M \Pi. \quad (24)$$

Из (24) следует

$$\begin{aligned} B - (\alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2) &= \\ = B - (\alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c) - c &\geq \alpha_M \Pi > 0. \end{aligned}$$

В то же время из (23) следует

$$\begin{aligned} B - (\alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2 - c) - c &\leq \\ \leq B - I - c &< 0, \end{aligned}$$

т. к. $B < I$. Полученное противоречие и доказывает Теорему 2. ■

Доказательство Теоремы 3. Заметим, что при подстановке $p = 1$ в условия выбора М чистой стратегии I (*не выводить активы*), имеющие вид, соответственно,

$$p(\alpha_M \Pi - B) + (1 - p)(I - B) \geq 0$$

для случая, когда на переговорах доминирует В — см. (18), и

$$\begin{aligned} p(\alpha_M \Pi - B) + (1 - p) \times \\ \times (\alpha_M \Pi - B + \alpha_B (\Pi - m) - k \alpha_B^2 \sigma^2) &\geq 0, \end{aligned}$$

для случая, когда доминирует М — см. (22), оба эти условия обращаются в ложное неравенство $\alpha_M \Pi - B \geq 0$.

Этот факт означает, что при выборе В чистой стратегии I (*отказаться от мониторинга*) М в обоих случаях выберет чистую стратегию II (*выводить активы*), и выигрыши игроков, согласно (6), будут таковы:

$$U_M = B, \quad U_B = U_D = 0.$$

Последний вывод противоречит предположению о том, что В и Д осуществили инвестиции в проект, что и доказывает Теорему 3. ■

Доказательство Теоремы 4. Согласно Предложению 3, в случае, когда на переговорах доминирует В, выбор смешанной стратегии В и М возможен тогда и только тогда, когда имеют место равенства:

$$qc + (1 - q)(\alpha_M \Pi + c - I) = 0$$

и

$$p(\alpha_M \Pi - B) + (1-p)(I - B) = 0,$$

т. е. при

$$q = \frac{I - \alpha_M \Pi - c}{I - \alpha_M \Pi}, \quad p = \frac{I - B}{I - \alpha_M \Pi}.$$

Заметим, что для $q \geq 0$ необходимо и достаточно, чтобы

$$0 < \alpha_M \leq (I - c)/\Pi. \quad (25)$$

Используя данные о выигрышах, приведенные в табл. 1, получаем, что ожидаемые выигрыши игроков в данном случае будут таковы:

$$EU_M = \alpha_M \Pi, \quad (26)$$

$$EU_B = \frac{I - \alpha_M \Pi - c}{I - \alpha_M \Pi} (\alpha_B \Pi - k \alpha_B^2 \sigma^2). \quad (27)$$

Проверим, при каких условиях найдется $\alpha_B > 0$ такое, что выигрыш (27) будет удовлетворять условию привлечения инвестиций от контролирующего собственника (доля инвестиций B — см. (4)):

$$\begin{aligned} EU_B &= \frac{I - \alpha_M \Pi - c}{I - \alpha_M \Pi} (\alpha_B \Pi - k \alpha_B^2 \sigma^2) \geq \\ &\geq \frac{\alpha_B}{\alpha_B + \alpha_D} I = \frac{\alpha_B}{1 - \alpha_M} I. \end{aligned} \quad (28)$$

Для проверки последнего неравенства сократим (28) на $\alpha_B > 0$ и, не умаляя общности, положим $\alpha_B \ll \Pi/k\sigma^2$. В результате мы получим следующее необходимое и достаточное условие возможности привлечения средств B :

ЛИТЕРАТУРА

- 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.
- Муравьев А. А. 2003. Обновление директорского корпуса на российских привати-

$$\begin{aligned} \frac{I - \alpha_M \Pi - c}{I - \alpha_M \Pi} \Pi \geq \frac{1}{1 - \alpha_M} I &\Leftrightarrow \\ \Leftrightarrow \alpha_M^2 \Pi^2 - \alpha_M \Pi (\Pi - c) + (I - c) \Pi - I^2 &\geq 0. \end{aligned} \quad (29)$$

Введем обозначение квадратного трехчлена

$$Q(\alpha_M) = \alpha_M^2 \Pi^2 - \alpha_M \Pi (\Pi - c) + (I - c) \Pi - I^2.$$

При прямой подстановке легко убедиться, что

$$Q\left(\frac{I - c}{\Pi}\right) < 0, \quad \text{а } Q(0) \geq 0 \Leftrightarrow (I - c) \Pi \geq I^2. \quad (30)$$

Заметим, что в силу (29) для возможности привлечения инвестиций с помощью контролирующего собственника необходимо и достаточно, чтобы на интервале (25) нашлось такое значение α_M , что $Q(\alpha_M) \geq 0$. В силу (30) и положительности старшего коэффициента трехчлена $Q(\alpha_M)$ это возможно тогда и только тогда, когда $(I - c) \Pi \geq I^2$. Таким образом, (15) доказано.

Также очевидно, что

$$\bar{\alpha}_M = \frac{\Pi - c - \sqrt{(\Pi - c)^2 - 4((I - c) \Pi - I^2)}}{2\Pi}$$

меньший из двух вещественных корней трехчлена $Q(\alpha_M)$. При условии $(I - c) \Pi \geq I^2$ он в силу (30) лежит на интервале

$$0 \leq \bar{\alpha}_M < \frac{I - c}{\Pi}.$$

Следовательно, для квадратного трехчлена $Q(\alpha_M)$ на этом интервале выполняется $Q(\alpha_M) \geq 0 \Leftrightarrow 0 \leq \alpha_M \leq \bar{\alpha}_M$, откуда получаем (16).

Теорема 4 доказана полностью. ■

- зированных предприятиях. *Российский журнал менеджмента* 1 (1): 77–90.
- Радыгин А. Д., Энтов Р. М. 1999. *Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг*. Научные труды ИЭПП № 12. М.: ИЭПП. <http://www.iet.ru/archiv/zip/wp12.zip>

- Agrawal A., Mandelker G. N. 1990. Large shareholders and the monitoring of managers: The case of antitakeover charter amendments. *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 25 (2): 143–161.
- Bebchuk L. 1999. *A Rent Protection Theory of Corporate Ownership and Control*. NBER Working Paper W7203.
- Becht M. 1999. European corporate governance: Trading off liquidity against control, *European Economic Review* 43 (4–6): 1071–1083.
- DeMarzo P. M. 1993. Majority voting and corporate control: The rule of the dominant shareholder. *Review of Economic Studies* 60 (3): 713–734.
- Himmelberg C. P., Hubbard G., Love I. 2002. *Investor Protection, Ownership, and the Cost of Capital*. Columbia University, mimeo.
- Maug E. 1998. Large shareholders as monitors: Is there a trade-off between liquidity and control? *Journal of Finance* 53 (1): 65–98.
- Myers S. C. 2000. Outside equity. *Journal of Finance* 55 (3): 1005–1037.
- Shleifer A., Vishny R. 1986. Large shareholders and corporate control. *Journal of Political Economy* 94 (3): 461–488.
- Shleifer A., Vishny R. 1997. A survey of corporate governance. *Journal of Finance* 52 (2): 737–783.
- Shleifer A., Wolfenzon D. 2003. *Investor Protection and Equity Markets*. NBER Working Paper W7974.
- Stepanov S. 2002. Investor protection, going public, and separating control from cash flow rights. *Proceedings of the NES 10 Years Conference*. New Economic School: Moscow.

Статья поступила в редакцию 14 января
2004 г.