

**ТРАНСФОРМАЦИЯ КОРПОРАТИВНОГО КОНТРОЛЯ
И УПРАВЛЕНИЯ НА УРАЛЬСКИХ ПРЕДПРИЯТИЯХ***

Ружанская Л.С.

В статье анализируются трансформации механизмов корпоративного управления в акционерных обществах Уральского региона. Основу исследования составили материалы подробного интервью по проблемам корпоративного управления с топ-менеджерами компаний в 2002 и 2004 годах. Выявлены доминирующие модели контроля в уральских корпорациях и их влияние на использование механизмов корпоративного управления, показано, какие изменения претерпевает корпоративное управление в интегрированных структурах. Особое внимание уделено проблеме мониторинга деятельности менеджеров.

В XX веке проблемы корпоративного контроля рассматриваются в работе Берла и Минса [19], которые отмечали, что современные крупные корпорации требуют крупных инвестиций и характеризуются большим количеством инвесторов-собственников. Распыление собственности ведет к тому, что каждый собственник имеет низкую возможность контролировать управление менеджером финансовыми средствами, поэтому свобода действий (discretion) менеджера в распоряжении средствами, принадлежащими собственнику, оставляет остаточное право контроля (residual control rights) менеджеру. И чем больше распылена собственность, тем острее "проблема безбилетника" (free rider problem), тем больше контроля сосредоточено в руках менеджера. Менеджер не всегда будет действовать в интересах собственника, предпочитая не увеличивать рыночную стоимость компании (shareholder value), а преследовать собственные цели (извлекать частные выгоды).

Одна из первых теоретических моделей корпоративного управления появилась в работе Дженсена и Меклинга [23], рассматривающая отношения менеджера и собственника через призму теории "заказчик-агент". Агентская проблема традиционно связывается с неполнотой контрактов на фирме [22] и с асимметрией информации, затрудняющей мониторинг за действиями менеджеров [14]. Однако узкое понимание корпоративного конфликта, только в плоскости "собственник-менеджер", сегодня почти не используется. Расширенная трактовка корпоративного управления в теории заинтересованных лиц (stakeholders) позволяет включить в орбиту анализа мелких акционеров, конкурирующих с крупными акционерами за остаточный доход, работников предприятий, местные сообщества, государственные органы, финансовых посредников, потребителей, поставщиков и других контрагентов фирмы. В связи с этим изменилось определение корпоративного управления, наиболее распространенная его трактовка принадлежит Дж. Тиролу: "Я определяю корпоративное управление как дизайн институтов, которые побуждают или принуждают менеджеров учитывать благосостояние заинтересованных лиц корпорации" [29, с.23]. (Другие известные определения принадлежат Shleifer A., Vishny R. [28], Zingales L. [30], Berglof E., von Thadden E.-L. [18]).

* Автор благодарит за помощь в сборе данных и проведении опроса *Московский общественный научный фонд* (грант №083/1-02) и фонд "Социум", а также Крутикова Д.В. за участие в разработке сценариев интервью и плодотворные дискуссии и комментарии.

Рост концентрации собственности в странах, не выбравших англосаксонскую модель финансовых рынков, привел к появлению нового конфликта в корпоративном управлении: крупные акционеры – мелкие акционеры. Крупные акционеры, имеющие широкие возможности по контролю и управлению, направляют свои действия на "извлечение частных выгод контроля" [15], например, вывод активов и трансфертное ценообразование. Большинство существующих механизмов корпоративного управления представляют собой порождение концентрированной собственности [28]. В англосаксонской модели распыленная собственность ограничивает эффективность системы внутреннего контроля (представительство в совете директоров), поскольку улучшение корпоративного управления для мелких акционеров является общественным благом, порождая "проблему безбилетника". Поэтому мониторинг за действиями менеджеров в таких компаниях ослаблен, а оппортунизм с их стороны велик. Крупные собственники имеют большую мотивацию для мониторинга за менеджерами. В связи с этим вопросы концентрации собственности и корпоративного контроля имеют значение для анализа в странах с высококонцентрированной собственностью, таких как Россия.

Наличие доминирующего собственника в большинстве российских корпоративных структур определяется историей создания отечественных корпораций и, прежде всего, моделью массовой приватизации. *К моменту завершения массовой приватизации* сложилась *распыленная инсайдерская* акционерная собственность [4, 20] с ограничениями на реализацию прав собственности: неликвидный рынок ценных бумаг, отсутствие дивидендов, вывод активов и трансфертное ценообразование, несовершенная исполнительная и законодательная власти.

Трансформация корпоративного контроля в российских компаниях в *постприватизационный период* на фоне сильного спада экономики и инфляционных процессов пошла по ожидаемому сценарию формирования крупных пакетов акций, дававших право легитимно защищать интересы собственников и контролировать менеджмент. Основными направлениями перераспределения акционерного капитала стали переход акций от рядовых работников к менеджерам, от инсайдеров к аутсайдерам [3, 6, 12, 13]. Среди аутсайдеров выделилась группа российских нефинансовых юридических лиц, которые являлись в первую очередь коммерческими партнерами предприятия. В 1997-1998 гг. передел собственности оформился в вертикально и горизонтально интегрированные группы предприятий. Интеграционные процессы только усилили уровень концентрации собственности на российских предприятиях. Доля крупнейшего акционера в ряде эмпирических исследований оценена на конец 1990-х - начало 2000-х гг. примерно в 30 – 40%. Межстрановые сравнения разнообразия структур собственности и форм корпоративного контроля также показывают, что распыленная собственность встречается довольно редко [25].

После кризиса 1998 года тенденция к росту концентрации собственности только усилилась за счет роста интеграционных процессов в экономике [11], когда все большая доля акционерного капитала промышленных компаний принадлежит другим нефинансовым организациям. Причем это характерно не только для крупного, но и среднего и даже малого бизнеса [5]. Основными стимулами к интеграции стали снижение производственных и трансакционных издержек, усиление рыночных позиций и защита от оппортунизма контрагентов [1]. Независимые предприятия престают быть доминирующей формой бизнеса.

Особенностями сложившейся в России модели корпоративного управления стали, во-первых, *"инсайдерский" контроль доминирующего собственника* [7] и, во-

вторых, *отсутствие долгосрочных планов по использованию активов компаний* [1]. Состояние корпоративного управления в России в целом характеризуется следующими положениями:

- 1) концентрация собственности в компаниях высока;
- 2) доминирующий акционер непосредственно участвует в управлении или контролирует менеджера;
- 3) основной источник финансирования инвестиционных проектов – самофинансирование, либо финансы надежного коммерческого партнера, в целях страховки от недружественного захвата через механизм банкротства;
- 4) распространение практики вывода активов;
- 5) многозвенные цепочки номинальных собственников;
- 6) личные связи с представителями федеральной и муниципальной власти;
- 7) слабо развито делегирование полномочий из-за высоких издержек контроля над исполнителями.

В условиях высококонцентрированной собственности в переходных экономиках применение тех или иных механизмов корпоративного управления затруднено. Среди наиболее эффективных механизмов в условиях неразвитости рынков корпоративного контроля можно назвать следующие [17]:

- контроль доминирующего акционера (может быть важнейшим механизмом);
- деятельность совета директоров (имеет ограниченное влияние, если доминирующий собственник может нанимать и увольнять руководителей и выплачивать бонусы);
- банковский мониторинг;
- репутация и самоконтроль;
- конкуренция;
- контроль со стороны работников (в случае некрупных компаний с высококвалифицированными сотрудниками, способными уйти из компании);
- двусторонние частные механизмы соблюдения законов;
- арбитраж, аудит и другие многосторонние механизмы соблюдения законов.

Перспектива вступления России в ВТО становится катализатором процессов в области корпоративного управления и требует от российских компаний уже сегодня предпринимать действия по защите бизнеса от растущей конкуренции. Это, с одной стороны, может привести к росту качества управления в компаниях и повышению стоимости бизнеса, а, с другой, к большей закрытости компаний и рынков в целом, если у менеджмента или собственников есть доступ к защите своих интересов государством на разных уровнях. Концентрация контроля и интеграция становятся действенными механизмами в конкурентной борьбе. Для неторгуемых региональных компаний, которые составляют основу региональных экономик, проблема роста конкуренции имеет особое значение из-за меньших финансовых и рыночных возможностей. Особенности отраслевой и институциональной структуры региональной экономики накладывают отпечаток на механизмы и направления трансформации корпоративного контроля в регионе.

При отсутствии для большинства компаний рынка корпоративного контроля и фидуциарной ответственности, а также при высоком уровне концентрации собственности особая роль отводится внутренним формам корпоративного контроля – доминирующий собственник и совет директоров (выделяют пять способов защиты прав акционеров: концентрация собственности; рынок корпоративного контроля, совет директо-

ров, согласование стимулов менеджмента и акционеров, фидуциарная ответственность); концентрации собственности способствует плохая судебная защита прав акционеров и их собственности и недоверие предпринимателей к правоохранительным органам [16].

Насколько эффективно может решаться основная проблема корпоративного управления – защита прав акционеров? Данная статья представляет собой попытку ответить на этот вопрос в отношении двух внутренних механизмов корпоративного управления в уральских компаниях – структуры собственности и совета директоров – под воздействием интеграционных процессов.

Характеристика серии интервью

Основу базы данных для эмпирического исследования составили данные глубинного интервью 2002 года* "Реалии корпоративного управления на Урале" генеральных директоров и руководителей экономических служб 102 ОАО Свердловской, Челябинской и Тюменской областей. Предприятия, попавшие в выборку, расположены в 14 городах Уральского федерального округа. Подавляющая часть массива (63,7%) – в Екатеринбурге и Свердловской области (27,5%), что дает смещение выборки в сторону Свердловской области. В то же время Тюменская и Челябинская области наиболее близки по уровню валового внутреннего продукта и развитости промышленности.

Ценность выборки, отличающая ее от аналогичных исследований [3, 10], заключается в том, что в фокус попали не только "голубые фишки", а весь спектр акционерного сектора региональной экономики. Средний показатель среднесписочной численности работников по выборке составил 1530 человек. Самые небольшие предприятия, участвовавшие в исследовании, – численностью 15 человек (Уральское представительство "Лукойл-интеркард"), 35 человек (ОАО "Электроизделия"). Самые крупные предприятия (16421 чел.) – ОАО "Первоуральский новотрубный завод" и (13165 чел.) – ОАО "Уральский завод тяжелого машиностроения".

Отраслевая структура выборки отражает в целом генеральную совокупность, где преобладают предприятия машиностроения и металлообработки, а также черной и цветной металлургии. В совокупности с предприятиями энергетики, топливной и горнодобывающей отраслей они составили 43,75% выборки. В большей степени, нежели в генеральной совокупности, представлены данные по предприятиям пищевой промышленности.

В отношении истории возникновения акционерных обществ выборки, в среднем по массиву, дата акционирования приходится на 1992 г. (октябрь – ноябрь). Большая часть (38,1%) предприятий проводила эмиссию акций в 1992 г. В целом участников исследования можно разбить на три примерно равные по наполнению группы: акционированные в 1992 г. (38%), в 1993 (30%) и позже (25%). В выборке представлены также предприятия, возникшие инициативным способом. Из 102 опрошенных ОАО 12 выделяли дочерние общества, 4 присоединяли другие компании и 18 проводили реструктуризацию производства.

Таблица 1

Отраслевая структура выборки

* Опрос проведен нами методом глубокого интервью и анкетирования по принципу "одно предприятие – два респондента" в рамках исследования при финансовой поддержке МОНФ (грант № 083/1-02), автор выражает благодарность коллегам, принимавшим участие в работе над проектом, Дунаеву О.Н. и Крутикову Д.В.

Отраслевая принадлежность	Количество предприятий	% ответивших
Машиностроение и металлообработка	16	16,67
Чёрная и цветная металлургия	12	12,50
Электроэнергетика, топливная, горнодобывающая промышленность	11	11,46
Пищевая промышленность	10	10,42
Строительство и производство стройматериалов	7	7,29
Транспорт	7	7,29
Лёгкая промышленность	6	6,25
Торговля	5	5,21
Научные исследования	4	4,17
Химическая и нефтехимическая промышленность	3	3,13
Банки, страховые и финансовые компании	3	3,13
Связь	3	3,13
Лесная, деревообрабатывающая, целлюлозно-бумажная промышленность	2	2,08
Услуги	4	4,16
Медицинская и фармацевтическая промышленность	1	1,04
Полиграфическая промышленность	1	1,04
Ювелирное производство	1	1,04
Итого	96	100,00

Данные экспертного опроса 102 ОАО были дополнены материалами расширенного интервью собственников, CEO (chief executive officer) и директоров 12-ти (из 102 ранее опрошенных) ОАО Екатеринбурга по актуальным вопросам корпоративного и общего управления (2004 г.), проведенного в ходе подготовки круглого стола "Корпоративное управление в обществах", при финансовой поддержке МИОН и Российско-Американского института экономики и бизнеса УрГУ в октябре 2004 года.

Концентрация собственности в уральских корпорациях: кому принадлежит бизнес

Проведенное нами углубленное обследование 102 ОАО показало, что на уральских предприятиях повторяется общероссийская динамика структуры собственности. На момент акционирования в подавляющем большинстве случаев (91%) акции распространялись среди физических лиц, в 70% случаев акционером становилось государство. В среднем, на момент акционирования государство получило пакет величиной 43%, физические лица – 64%, юридические лица – 22,3%. Среди государственных наиболее крупными собственниками выступали власти федерального уровня (46%). Среди физических лиц максимальную долю акций имели трудовые коллективы (55,4%) и собственно работники предприятия (50,5%). Среди юридических лиц инвестиционные компании обладали, в среднем, минимальными пакетами, а наибольшими – коммерческие партнеры предприятий.

К 2002 году ситуация претерпела значительные изменения – *произошло перераспределение собственности от государства и физических лиц к юридическим лицам*. Наиболее стабильной является средняя доля акций государства (уменьшилась

на 3,4%), но в то же время в 2,4 раза сократилось количество предприятий, где государство является собственником. Сильно уменьшился "средний пакет" акций физических лиц (с 64 до 48%). "Внутренняя" структура пакета физических лиц также серьёзно изменилась: с одной стороны, с 50 до 16% упала доля акций, принадлежащих трудовому коллективу; с другой – возросла доля администрации предприятия, советов директоров и сторонних (не работающих на предприятии) физических лиц, причём возросло количество предприятий, где есть акционеры – сторонние физические лица (с 15 до 28%).

Прирост величины "среднего" пакета юридических лиц максимален и составляет 32 процентных пункта. Значительно упрочили свои позиции отечественные инвестиционные компании (рост доли акций на 29,7 пункта). Средняя доля акций коммерческих партнёров за время, прошедшее с момента акционирования, осталась практически неизменной. Однако значительно увеличилось число предприятий, где долю в собственности получили коммерческие партнёры предприятий: с 6 (9,1% от предприятий, предоставивших информацию о распределении акций) до 19 (28,8%).

Государство является **доминирующим собственником** (50% акций и более) на 11,3% предприятий. Среди физических лиц собственность сконцентрирована в руках сторонних физических лиц (обладают средней долей акций в 27% на 52,8% предприятиях, предоставивших информацию о распределении пакетов акций). Положение работников предприятия и администрации, совета директоров выровнялось ("охват" предприятий на уровне 34 – 40%, величина пакета акций от 16 до 20%) и имеет тенденцию к снижению концентрации собственности в руках рядовых работников.

Юридические лица являются **наиболее сильными доминирующими собственниками**: они имеют акции на 75% предприятий, средняя величина пакета превышает 51%. Среди них собственность перераспределена в сторону коммерческих партнёров, обладающих пакетами величиной 40% (35,8% предприятий, предоставивших информацию о распределении собственности). Эта тенденция отражает процессы интеграции бизнеса в целях укрепления конкурентных позиций компаний.

Описанная ситуация значительно видоизменяется, если рассматривать *распределение собственности в ОАО различных размеров по численности работников*.

На небольших предприятиях (до 300 работников) доминирующими собственниками выступают физические лица (но в наименьшей степени работники предприятия) и государство. Чем крупнее ОАО, тем больше собственность сконцентрирована в руках юридических лиц, в первую очередь это объединение по типу холдинговых структур. Вертикально интегрированная структура берет на себя роль своеобразного "гаранта" социальной ответственности руководства и собственников предприятия в отношении работников и местных сообществ, в то время как на предприятиях, не объединенных в вертикально интегрированные структуры, такую роль возлагают на государство.

Таблица 2

Распределение акционерного капитала между различными типами собственников на момент акционирования и на 2002 г.

Тип собственника	На момент акционирования	2002 г.	ра	мс	ре	так
------------------	--------------------------	---------	----	----	----	-----

	% предприятий, где данный тип собственника получил долю акций	Количество предприятий, давших ответ	Средняя доля** (в % от общего числа акций)	Количество предприятий, давших ответ***	Средняя доля (в % от общего числа акций)	
Государство	69,7	41	43,0	17	39,6	- 3,4
<i>В том числе:</i>						
Федеральный уровень		17	46,0	10	44,0	-2,0
Региональный уровень		15	29,7	4	27,3	-2,4
Муниципальный уровень		6	32,7	3	25	-7,7
Физические лица, всего	90,91	46	63,8	49	48,7	-15,1
<i>в том числе:</i>						
члены трудового коллектива		36	55,4	34	36,2	-19,2
администрация		14	9,5	11	15,4	+5,9
члены совета директоров		11	12,4	16	19,7	+7,3
работники предприятия		20	50,1	22	16,3	-33,8
сторонние физические лица		15	19,4	28	26,8	+7,4
Юридические лица, всего	34,85	12	22,3	40	54,3	+32
<i>в том числе:</i>						
банки		1	10	1	34	+24
отечественные инвест. компании		3	5,2	11	34,9	+29,7
иностранные инвесторы		0	0	5	30,2	+30,2
коммерческие партнёры		6	38,0	19	40,4	+2,4

Таблица 3

Распределение собственности акционерных обществ на 2002 г.

Собственники ОАО	Количество предприятий	% ответивших	Средний пакет акций
------------------	------------------------	--------------	---------------------

* Всего дали ответы 66 предприятий.

** При расчёте средней доли акции учитывались только "ненулевые" ответы, то есть данные о тех предприятиях, где рассматриваемый тип собственника имеет хоть какой-то пакет акций. Таким образом, "средний пакет" характеризует среднюю долю собственника не в целом по массиву предприятий, а только для "охваченных" конкретным типом собственника предприятий.

*** Всего дали ответы на вопрос о величине доли собственников 53 предприятия.

Государство	17	32,08	39,6
Администрация, совет директоров	18	33,96	19,7
Работники предприятия	21	39,62	16,3
Сторонние физические лица	28	52,83	26,8
Юридические лица	40	75,47	54,3

Таблица 4

**Распределение собственности предприятий разной величины
(по среднесписочной численности работников), 2002 г.**

Тип собственника	Мелкие (до 300 чел.)		Средние (от 300 до 1000 чел.)		Крупные (1000 и больше)	
	% предприятий, которые "охватывает" собственник	Средняя доля	% предприятий, которые "охватывает" собственник	Средняя доля	% предприятий, которые "охватывает" собственник	Средняя доля
Государство	50,00	60,0	57,14	45,5	83,33	37,0
Физические лица, в т.ч.:	92,86	78,8	92,86	48,2	100,00	31,4
члены трудового коллектива		44,0		36,9		46,7
совет директоров		27,9		21,5		-
работники предприятия		27,3		9,7		19,3
сторонние физ. лица		33,5		17,9		10,5
Юридические лица	35,71	42,4	35,71	51,0	16,67	65,8

В отношении отраслевой особенности корпоративный контроль выглядит следующим образом. Предприятия тяжелой промышленности и сферы строительства, транспорта и связи (наиболее капиталоемкие отрасли) в минимальной степени контролируют работники предприятий. Максимальной долей акций чаще обладают юридические лица (на уровне 60 – 80%), в противном случае наибольший пакет акций принадлежит государству. ОАО в легкой промышленности в наименьшей степени зависят от государства или юридических лиц. Максимальные пакеты акций приходятся на долю физических лиц (51,2%). Однако внутри этой группы собственность распределена неравномерно – сконцентрирована в руках совета директоров ("средняя доля" – 34,1%).

Таблица 5

Распределение собственности предприятий отраслевой принадлежности, 2002 г.

Тип собственника	Тяжелая промышленность		Лёгкая промышленность		Услуги, торговля, банки, наука		Строительство, транспорт, связь	
	% предприятий, которые "охватывает"	Средняя доля	% предприятий, которые "охватывает"	Средняя доля	% предприятий, которые "охватывает"	Средняя доля	% предприятий, которые "охватывает"	Средняя доля
Государство	71,43	47,9	68,75	36,5	80,00	31,8	55,56	43,4
Физические лица, в том числе:		42,3		51,2		69,8		39,7
члены трудового коллектива	100,00	29,9	81,25	43,5	80,00	39,2	100,00	36,1
члены совета директоров		5,0		34,1		24,4		38,0
работники предприятия		12,9		29,6		17,2		11,6
сторонние физ. лица		27,1		17,3		46,3		16,0
Юридические лица	39,29	63,5	18,75	47,7	60,00	22,2	33,33	77,0

Предприятия сферы услуг, торговли, банки, научно-исследовательские организации, также как и акционерные общества в лёгкой промышленности, в наименьшей степени зависят от государства или юридических лиц. Но в отличие от ОАО лёгкой промышленности трудовой коллектив значительно слабее участвует в распределении собственности, уступая место сторонним физическим лицам. Именно в их руках находятся максимальные пакеты акций (в среднем 46,3%).

Высокая концентрация собственности – распространённая практика на уральских предприятиях: 61% ОАО (от всех предоставивших информацию об акционерах компании) полностью контролируются крупными собственниками. Этот показатель выше среднероссийского. По данным, полученным С.М. Гуриевым и др. [13] (опрошено было более 600 АО), в среднем по выборке доля крупнейшего внешнего акционера составила 24%, а доля администрации – 19%; на предприятиях, где были представлены эти собственники, доля крупнейшего внешнего акционера составила 40%, а доля администрации – 28%; более 70% ответивших предприятий считали, что у них уже сложился контролирующий собственник.

По нашей выборке данные представлены в таблицах 6, 7, 8.

Таблица 6

Наличие контрольного пакета акций у собственников предприятия

Наличие контрольного пакета акций	Количество предприятий	% предприятий, предоставивших информацию о распределении собственности
Да	40	60,61
Нет	26	39,39
<i>Итого</i>	<i>66</i>	<i>100,00</i>

Рычаги управления предприятием в большинстве случаев (47,5%) сосредоточены в руках юридических лиц, причём величина "среднего контрольного пакета" значительно превышает отметку в 51% (66,5%). Среди юридических лиц наибольшее влияние на предприятия имеют представители интегрированных структур. Контроль предприятия со стороны коммерческих партнёров – реальная ситуация на 32,5% предприятий (от числа предоставивших информацию о контрольном пакете акций). К тому же, средняя величина контрольных пакетов коммерческих партнёров предприятия значительна и составляет 64,1%. В первую очередь это объясняется высоким уровнем интеграции в основных отраслях региона – черной и цветной металлургии, машиностроении и металлообработке, поскольку конкурентоспособность компаний в металлургии целиком и полностью зависит от наличия собственной сырьевой базы, а конкурентоспособность машиностроения – от возможности централизованно аккумулировать финансовые средства для инвестиции в депрессивную отрасль.

Акционеры – физические лица имеют контроль над 32,5% ОАО. Работники предприятия практически лишены власти, рычаги управления сконцентрированы либо у акционеров, входящих в совет директоров, либо у сторонних физических лиц. Причём средний контрольный пакет сторонних акционеров превышает по величине контрольные пакеты, находящиеся в руках членов советов директоров предприятий.

Государство в качестве доминирующего собственника выступает по отношению к достаточно узкому кругу ОАО (20%). По сравнению с другими доминирующими акционерами величина среднего контрольного пакета государства составляет 59%. Преимущественно, рычаги управления находятся у властей федерального уровня.

Таблица 7

Распределение и величина контрольных пакетов (КП) акций

Тип собственника	% предприятий (от ответивших на вопрос), где данный тип собственника имеет КП	Средняя величина КП	Мода величины КП	Медиана величины КП	Минимальное значение КП	Максимальное значение КП
Государство, всего В том числе:	20	59,5	60	60	51	75
федеральный уровень	15,00	59,5	60	60	51	75
региональный уровень	2,50	49	49	49	49	49
муниципальный уровень	2,50					
Физические лица, всего В том числе:	32,5	83,3	51	87	51	100
члены трудового коллектива, всего	22,50	36,3	11,8	11,8	11,8	60,8
администрация	1,25	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
члены совета директоров	10,00	57,2	30	51,7	30	80
работники предприятия	1,25	11,8	11,8	11,8	11,8	11,8
сторонние физические лица	10,00	67,3	41,2	53	41,2	88,1
Юридические лица, всего В том числе:	47,5	66,5	32,8	65,8	32,8	100
отечественные инвестиционные компании	12,50	56,5	38	47,1	38	75
иностранцы инвесторы	2,50	77	77	77	77	77
коммерческие партнёры	32,50	64,1	51	51	51	85

Таким образом, в большинстве случаев власть сосредоточена в руках "внешних" по отношению к предприятию акционеров, контролирующих деятельность предприятия, чаще всего сторонних физических или юридических лиц (главным образом, интегрированных структур). Это отражает общероссийскую ситуацию перехода контроля к аутсайдерам в результате многочисленных переделов собственности и повышения уровня интеграции бизнеса.

Описанная ситуация характерна для акционерных обществ, имеющих разную отраслевую принадлежность. Исключением выступают предприятия лёгкой промышленности. Это единственная отрасль, где контрольные пакеты чаще принадлежат государству или физическим лицам, чем юридическим лицам. Во всех остальных отраслях более 50% предприятий контролируется юридическими лицами.

Таблица 8

Владельцы контрольных пакетов акций на предприятиях разного типа

(в % от количества ответивших предприятий данного типа)

Тип предприятия		Государство	Члены трудового коллектива	Сторонние физ. лица	Юридические лица
Отрасль	Тяжелая промышленность	15,79	15,79	10,53	57,89
	Лёгкая промышленность	37,50	37,50	12,50	12,50
	Услуги, торговля, банки, наука	16,67	16,67	16,67	50,00
	Строительство, транспорт связь	20,00	20,00	0,00	60,00
Размер	Небольшой: до 300 чел.	11,11	33,33	22,22	33,33
	Средний: от 300 до 1000 чел.	18,18	18,18	9,09	54,55
	Крупный: от 1000 чел.	25,00	0,00	0,00	75,00
Год акционирования	До 1992 г.	16,67	50,00	16,67	16,67
	1992 г.	30,77	23,08	0,00	46,15
	1993 г.	30,00	20,00	10,00	40,00
	1994 г. и позже	0,00	0,00	22,22	77,78

Крупными предприятиями (среднесписочная численность работников 1000 человек и больше) управляют только два типа собственников: либо это государство (25% случаев), либо юридические лица (75%). Средние ОАО также находятся под влиянием акционеров, являющихся юридическими лицами, доли остальных держателей незначительны. Наиболее распыленная собственность и контроль характерны для небольших предприятий (до 300 работников). Рычаги управления в равной степени распределены между членами трудового коллектива и юридическими лицами (по 33,3% случаев).

Анализ корпоративного контроля в уральских корпорациях позволяет сделать следующие выводы. Распыленная собственность работников перестала быть доминирующей схемой, на смену ей пришла высоко-концентрированная собственность внешних акционеров или менеджеров, при этом внешний контролирующий собственник получает доступ к управлению и контролю за финансовыми потоками общества непосредственно или через контроль нанятых им менеджеров. По сути, доминирующие внешние акционеры становятся *инсайдерами*. Концентрация собственности стала для внешних инвесторов реальным способом сопротивления оппортунизму менеджмента и "шантажу" миноритарных акционеров, использующих законодательные права для приостановки управленческих решений. Исключением является доминирование государства. На крупных предприятиях роль государства как собственника сокращается, уступая место вертикально интегрированным структурам, на мелких предприятиях государство доминирует вместе с трудовым коллективом для поддержания баланса сил в условиях низкой рентабельности производства в депрессивных отраслях. Предприятия наиболее конкурентоспособных отраслей принадлежат, в первую очередь, сторонним юридическим, и во вторую очередь сторонним физическим лицам. В то же время доля государства до сих пор сильна в структуре собственности уральских компаний по причине использования лобби на федеральном уровне.

Еще одним стимулом к концентрации собственности явилась борьба за власть над отраслевыми рынками через различные формы реструктуризации предприятий (выделение, банкротство, слияния, поглощения и пр.) и объединения их в вертикально интегрированные структуры.

Такое распределение собственности среди различных групп инвесторов дает основание говорить о влиянии интересов доминирующих групп на конкурентные позиции компаний. Несомненно, что наиболее подверженные вертикальной интеграции металлургические компании видят своим главным инструментом в конкурентной борьбе объединение в холдинговые структуры по принципу построения технологических цепочек с включением предприятий сырьевой базы. В связи с этим все компании в холдингах подвержены влиянию интереса холдинга в целом, но иногда в ущерб показателям эффективности развития отдельных предприятий.

Полученные нами результаты согласуются с проводимыми ранее исследованиями по Российской Федерации в целом [8, 9]. Все эти обследования демонстрируют *уменьшение участия государства и трудового коллектива в капитале компаний, в то время как внешние собственники – нефинансовые предприятия, а также менеджеры компаний увеличивают свое участие, в том числе посредством интеграционных процессов.*

Дивидендная политика предприятия и источники финансирования инвестиций – характеристика инсайдерского контроля

Большинство компаний, принявших участие в исследовании, акционировались в 1992 – 1993 годах, после чего практически сразу стали выплачивать дивиденды, так как большинством акционеров являлись работники предприятий. Многие предприятия после регулярных выплат в 1992 – 1995 гг. дивиденды выплачивать перестали, объясняя это кризисным состоянием промышленности. Возможно, что кризис промышленности стал хорошим "прикрытием" для менеджмента, позволяющим управлять предприятием в ущерб рядовым акционерам.

Данные исследования позволяют предположить, что *важный фактор, влияющий на дивидендную политику, – структура собственности предприятия.* Прежде всего, существенным фактором выступает государственный контроль: дивиденды выплачиваются почти на всех предприятиях, где среди собственников есть государство, и абсолютно на всех, где у государства – контрольный пакет акций. На тех предприятиях, где контрольный пакет остается в руках трудового коллектива, дивиденды выплачиваются почти всегда: для трудового коллектива интерес чаще всего представляют именно дивиденды и социальные вопросы. Возможно, что выплата дивидендов на предприятиях с трудовой собственностью – это попытка компенсировать высокий оппортунизм менеджеров и превратить дивиденды в социальные выплаты.

Напротив, невыплаты дивидендов более свойственны предприятиям, где контрольный пакет акций сосредоточен в руках сторонних физических или юридических лиц. В последнем случае можно предположить реализацию типичной российской схемы трансфертного ценообразования, за счет которого и получают доходы от собственности, а выплата дивидендов становится необязательной процедурой.

Другая причина невыплаты дивидендов, которую озвучивают сами респонденты, – необходимость все вкладывать в производство. Поскольку инвестиции за счет собственных средств остаются одной из основных форм инвестиционной деятельности предприятия, эту проблему часто решают за счет отказа от выплат дивидендов. При-

чем, эта практика распространена даже среди тех предприятий, которые обычно дивиденды выплачивают. Так, в 2001 году дивиденды выплатили лишь 57,1% предприятий, где проводились инвестиционные проекты. Несмотря на то, что в целом выплата дивидендов не является на большинстве предприятий обязательной, абсолютно все предприятия, выплатившие дивиденды в 2001 году, делали это в денежной форме, что соответствует интересам миноритарных акционеров. Сумма выплат составила от 1 до 100 рублей на одну акцию.

Основные причины невыплаты или небольших выплат дивидендов в 2001 году две – недостаток оборотных средств и инвестиции в производство. Формы инвестиций, принятые на предприятии, – еще один фактор, влияющий на дивидендную политику. Так, среди предприятий, не выплачивающих дивиденды, 63% наиболее приемлемым для себя считают банковские кредиты (среди выплачивающих эта цифра на 10% меньше). Напротив, вторая группа предприятий более склонна прибегать к выпуску акций и облигаций (по 12,8%, что почти в 4 раза чаще, чем для не выплачивающих дивиденды).

Таблица 9

Формы финансирования инвестиционной деятельности, планируемые предприятиями с разным уровнем внедрения системы корпоративного управления (в % от числа ответивших)

Формы финансирования инвестиционной деятельности	Внедрена система КУ полностью или частично	Не внедрена система КУ
Банковский кредит	58,14	62,50
Коммерческий кредит	32,56	20,83
Кредит с государственной гарантией	2,33	8,33
Гос. поддержка в виде беспроцентного кредита	2,33	4,17
Выпуск облигаций	9,30	8,33
Выпуск акций по открытой подписке	11,63	4,17
Свои средства	16,28	12,50
Помощь других предприятий, инвесторов	4,65	0,00
Лизинг	6,98	8,33

Ориентация на собственные и заемные средства в финансировании инвестиционной деятельности характеризует закрытость компаний, в сущности *инсайдерский характер корпоративного контроля*, даже несмотря на доминирование формально внешнего собственника. Сама же степень внедрения практики корпоративного управления в незначительной степени влияет на инвестиционное поведение предприятия.

Оппортунизм менеджеров и механизмы мониторинга

Агентская теория рассматривает увольнение топ-менеджеров как результат выполнения советом директоров своей важнейшей функции – мониторинга за деятельностью менеджмента [21]. Эмпирические исследования смены менеджеров исследуют в первую очередь факторы контроля над менеджерами в компаниях. Так, межстрановые сравнения, проведенные в работе [24], выявили в качестве ориентира в оценке германских менеджеров положительную прибыль, а американских – курсовую стоимость ак-

ций. Методической основой изучения угрозы увольнения менеджеров, как формы мониторинга, является анализ связи между вероятностью увольнения менеджера и различными показателями эффективности за предшествовавший увольнению период с учетом среднеотраслевых показателей [26]. Защита прав мелких акционеров от оппортунизма менеджеров и контролирующих групп акционеров отслеживается по практике выплаты дивидендов: если на предприятии присутствует регулярная практика выплаты дивидендов, то интересы мелких акционеров реализованы. Крупные акционеры получают доход от участия в собственности в виде дивидендов, контроля за деятельностью предприятия, кроме того, они могут использовать трансфертное ценообразование, представляющее оппортунизм крупных собственников по отношению к мелким.

Общероссийские исследования показывают, что высокий контроль со стороны менеджеров приводит к тому, что падение любого из значимых финансовых показателей не приводит к увольнению менеджера, но совокупное ухудшение показателей повышает вероятность увольнения [2]. Подробный анализ факторов смены менеджеров [27] по выборке из 437 компаний подтверждает тезис о влиянии аутсайдеров в высококонкурентных компаниях на высокую вероятность увольнения топ-менеджера.

Анализ выборки из 102 ОАО Уральского региона показал, что большинство менеджеров компаний – это сотрудники, работающие по найму. Оплата труда менеджеров происходит преимущественно в денежной форме. Как правило, доля собственности предприятия в руках высшего менеджмента не превышает в среднем 10 – 15%*, однако есть и такие предприятия, где контролирующий акционер сам является генеральным директором.

Контроль за работой высших менеджеров – наемных работников большую часть года осуществляется советом директоров. Можно констатировать, что возможности для контроля в акционерных обществах с разной концентрацией собственности неодинаковы. Есть случаи смещения высшего менеджмента предприятия по причине неудовлетворенности акционеров результатами работы**. Можно, однако, утверждать, что угроза увольнения высшего менеджмента реальна только при концентрации собственности в одних руках. В таком случае инициатором смены менеджмента является доминирующий собственник. Большая часть замен высших руководителей по инициативе акционеров компании происходила в 1999-2002 годах, когда предприятия стали постепенно выходить из кризиса и начали получать прибыль.

Таблица 10

Причины смены высшего руководства компании

Причина смены высшего руководства	Число случаев	Из них – по инициативе акционеров компании
-----------------------------------	---------------	--

* Следует отметить, что информация об оплате труда топ-менеджеров является на всех предприятиях коммерческой тайной и не разглашается официально во всех случаях, кроме предоставления информации ФСФР при подготовке эмиссии ценных бумаг.

** Из текстов интервью: "Прошрое руководство было нелояльным, непорядочным по отношению к акционерам. Предприятие находилось на грани кризиса, и нужно было искусственно принимать меры. В результате многие из руководящих работников были сменены, и в том числе, и генеральный директор".

Уход на пенсию	18	5
Переход в вышестоящие структуры	13	2
Смена стратегического собственника	10	6
Смерть руководителя	6	0
Инициатива главного акционера	5	3
Личные причины	4	0
Другие причины	3	3
ВСЕГО	59	19

В акционерных обществах, где контроль распылен, взаимодействие совета директоров и высшего менеджмента предприятия строится на иных отношениях. Высший менеджмент в таких случаях обычно находит механизмы нейтрализации угрозы смещения. В ряде компаний роль совета директоров сведена до роли совещательного органа при генеральном директоре. В других компаниях совет директоров фактически отдает контроль за деятельностью предприятий менеджерам, в силу своей пассивности. Можно выделить *стратегии поведения высшего менеджмента с целью устранения собственников от контроля над предприятием*:

1) принцип "разделяй и властвуй". Менеджеры договариваются с группами акционеров в совете директоров, изолируя других, чем фактически гарантируют принятие только удобных для себя решений. Важно подчеркнуть, что такая модель поведения возможна при попустительстве крупного акционера – государства;

2) стремление предоставлять отчетность как можно реже;

3) решение максимального числа вопросов "в рабочем порядке". Как правило, на совет директоров выносятся вопросы реструктуризации, утверждения финансовых документов и прочей отчетности, утверждение стратегии развития компании.

На большинстве предприятий (64%) нет формализованной процедуры оценки работы топ-менеджеров. И хотя в интервью в качестве основного критерия оценки работы высшего менеджмента называлась прибыльность, этот критерий весьма непрозрачен и не является приоритетным для контролирующего собственника. Можно констатировать, что высший менеджмент большинства предприятий в настоящее время пользуется большой автономностью от акционеров.

Особенно значима *автономия менеджеров от акционеров* в случае, если последние – *работники предприятия*. Оценка выборки на предмет влияния различных параметров предприятия на факт смены менеджера показала, что чем выше доля трудового коллектива в собственности компании, тем ниже вероятность смены руководителя при отрицательной динамике показателей эффективности. Во-первых, это связано с тем, что сами менеджеры являются частью трудового коллектива, а во-вторых, сильна зависимость работников от менеджмента в области оперативной деятельности. В то же время именно производительность труда, скорректированная на среднеотраслевой показатель, является основным показателем, ухудшение которого является сигналом для доминирующего собственника к смене менеджера. В то же время для уральских компаний смена менеджмента из-за отрицательной динамики финансово-экономических показателей работы компаний встречается реже, чем смена менеджмента из-за смены до-

минирующего или одного из мажоритарных собственников. В связи с этим можно сделать вывод о *высокой степени оппортунизма менеджмента в компаниях с распыленной собственностью* и в компаниях с *доминированием государства и работников*. В компаниях с доминирующим внешним собственником смены менеджеров происходили уже неоднократно, с момента приватизации команды менеджеров для отдельных предприятий сменялись до 4 раз, что было связано с переделом собственности и в редком случае с неэффективностью.

Действенность совета директоров как механизма мониторинга за менеджментом можно оценить по его *составу и функциям*.

Исследование показало, что обычно в состав совета директоров предприятия входит 7 человек. Для небольших предприятий членов совета директоров может быть от 3 человек (минимум), а на больших предприятиях – обычно до 9, реже больше (максимально – 15). На большинстве предприятий состав совета директоров за последние 3 года менялся неоднократно, причины были преимущественно неэкономическими:

- введение акционерами своих представителей в совет директоров (без изменения состава акционеров);
- смена представителей государства в силу политических изменений;
- уход из бизнеса по возрасту, состоянию здоровья отдельных членов совета директоров.

Довольно часто функцию мониторинга через совет директоров берут на себя кредитные организации, представитель банка является председателем совета директоров. В теории, кредиторы не пользуются советом директоров, им достаточно официальной прозрачности компаний. Большинство российских компаний по уровню прозрачности не удовлетворяют требованиям иностранных и отечественных инвесторов.

На крупных предприятиях (таких как авиакомпания, крупные производства) интересы государства представляют крупные региональные чиновники, особенно для предприятий стратегического значения. Необходимо отметить, что смена председателя совета директоров на таких предприятиях увязана с особенностями политической жизни региона. В частности, после смены губернатора Тюменской области в 2001 г. были заменены и составы советов директоров в связи с приходом новой политической команды. Это свидетельствует об использовании совета директоров скорее не как механизма мониторинга, а как механизма лоббирования интересов предприятия.

Должность председателя совета директоров более чем в половине случаев занимает внешний директор, которого нельзя назвать в полном смысле независимым, это может быть, например, доприватизационный директор предприятия, или представитель министерства. Достаточно распространена ситуация, когда должность председателя занимает представитель головной организации, как в случае с Екатеринбургским Виншампанкомбинатом, где этот пост занимает представитель Росспиртпрома.

Заседания совета проходят, как правило, ежеквартально, при этом косвенные свидетельства говорят о том, что высший менеджмент не стремится к частому проведению таких заседаний. В целом обнаруживается тенденция увеличения временного диапазона между заседаниями советов директоров. Относительно часто совет директоров собирается в холдинговых структурах – ежемесячно, совет в этом случае используется как дополнительный инструмент координации системы управления холдингом.

Неформальный аспект деятельности этого института заключается в системе согласований позиций по важным вопросам, которые происходят между всеми влияю-

щими сторонами. Иными словами, режим предварительных договоренностей позволяет протекать заседаниям совета на большинстве предприятий неконфликтно.

Глубинное интервью 12 компаний, проведенное в 2004 году, показывает, что картина в отношении совета директоров меняется, не только крупный, но и средний бизнес стремится использовать совет как орган, способный повысить управляемость компаний, но нет уверенности в том, что независимые директора способны решить вопросы контроля над менеджерами. Сами директора отмечают свое тесное взаимодействие в руководстве компании как показатель успеха, поскольку это позволяет повысить эффективность работы фирмы. Тенденция в холдингах к усилению координирующей силы совета директоров продолжается. Кроме того, именно в холдингах наблюдается тенденция к большему разделению собственности и управления, частое использование профессиональных команд наемных менеджеров для управления компаниями. Усложняется также структура совета директоров, корпорации стали использовать комитеты, в первую очередь, комитет по аудиту.

В целом ситуация с корпоративным контролем и управлением на уральских предприятиях повторяет общероссийские тенденции, но имеет и свои особенности. Общие выводы можно сгруппировать по трем направлениям.

1. Трансформация корпоративного контроля на уральских предприятиях.

Основной тенденцией в трансформации структуры собственности на уральских предприятиях является рост концентрации собственности у внешних акционеров, в первую очередь у юридических лиц для капиталоемких отраслей и физических лиц для трудоемких. Региональной спецификой является высокая доля государства на федеральном уровне в собственности крупных, стратегически значимых предприятий, что подчеркивает их социально-экономическое значение и широкое использование правительственного лобби. Последний тезис подтверждает и факт значимой корреляции между сменой поста губернатора области и поста председателя совета директоров.

Рост интеграции компаний базовых отраслей региональной экономики усиливает концентрацию собственности и служит одновременно фактором повышения конкурентоспособности предприятий.

Уровень концентрации собственности на Урале превышает средний по России как по показателю среднего размера контрольного пакета, так и по присутствию доминирующего собственника в предприятиях выборки, что объясняется отраслевой структурой экономики региона, где склонность к интеграции очень высока.

Высокая концентрация внешней собственности на предприятиях поддерживает рыночные перспективы развития бизнеса и его активность в инвестиционной сфере и сфере внешнеэкономической деятельности.

Внешний доминирующий собственник активно участвует в стратегическом управлении компанией, определяет политику совета директоров и в большинстве случаев назначает команды профессиональных менеджеров, ему подотчетных. Вследствие этого доминирующий внешний собственник по своей сути становится инсайдером.

2. Инвестиционная и дивидендная политика – черты инсайдерского контроля на предприятиях.

Подавляющее большинство компаний используют собственные и заемные средства для финансирования инвестиционной деятельности, что приводит к еще большей закрытости компаний для внешних собственников и усиливает характеристики инсайдерского контроля. Члены бизнес-групп, использующие участие в собственности как дополнительный координирующий инструмент, перераспределяют ин-

вестиционные средства внутри группы. Государственной финансовой поддержкой пользуются предприятия в депрессивных отраслях и районах.

Дивидендная политика не зависит от концентрации собственности, но учитывает интересы миноритарных акционеров, в первую очередь трудового коллектива. Выявлена тесная связь дивидендной политики и структуры собственности: государство и трудовой коллектив поддерживают регулярную выплату дивидендов миноритариям, в то время как на предприятиях с доминирующим внешним собственником интересы миноритариев ущемляются.

3. Качество корпоративного управления и корпоративный контроль. Рост концентрации внешней собственности стимулирует спрос на квалифицированных директоров и современные методы управления бизнесом. Несмотря на сильный оппортунизм менеджеров вследствие низкого качества использования совета директоров, интерес к этому инструменту корпоративного управления растет, особенно в холдингах. Холдинги в целом более активны в разделении собственности и управления, в использовании комитетов в совете директоров, в управлении на основе рыночной стоимости капитала, в использовании независимых директоров. При инсайдерском контроле совет директоров ставится в зависимость от собственника. При наличии доминирующего собственника совет директоров рассматривается как специфический орган управления. В бизнес-группах чаще используется смена менеджмента как инструмент корпоративного контроля. Можно сказать, что одновременная интеграция и концентрация собственности позволяют использовать более эффективно как корпоративный контроль, так и корпоративное управление в целом.

ЛИТЕРАТУРА

1. Авдашева С.Б. Интеграционные процессы в промышленности // Российская промышленность: институциональное развитие/ Под ред. Т.Г. Долгопятовой. М.: ГУ-ВШЭ, 2002. С. 91 – 111.
2. Гольцман М.М. Эмпирический анализ смены менеджеров в российских фирмах / Препринт #BPS/00/0355. М.: Российская экономическая школа, 2000. 42 с.
3. Гуриев С., Лазарева О., Рачинский А., Цухло С. Корпоративное управление в российской промышленности. Серия "Научные доклады: независимый экономический анализ", № 149 М.: МОНФ, Российская экономическая школа, 2003.
4. Долгопятова Т. Г. Российские предприятия в переходной экономике: экономические проблемы и поведение. М.: Дело, 1995. 234 с.
5. Долгопятова Т. Отношения собственности и модели корпоративного управления в российской промышленности// Тезисы Научно-исследовательского семинара по институциональным проблемам российской экономики. М.: ВШЭ, 2000.
6. Долгопятова Т.Г. Становление корпоративного контроля и эволюция акционерной собственности. Препринт WP1/2003/03.: ГУ-ВШЭ. 32 с.
7. Долгопятова Т.Г. Собственность и корпоративный контроль в российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов// Российский журнал менеджмента. 2004. № 2. С. 3 – 26.
8. Итоги обследования деловой активности промышленных предприятий России за I квартал 2000 года. М.: ЦЭК при Правительстве РФ. 2000, Вып. 29. 136 с.
9. Итоги обследования деловой активности промышленных предприятий России за I квартал 2002 года. М.: ЦЭК при Правительстве РФ. 2002. Вып. 37. 145 с.

10. Кузнецов П.В., Муравьев А.А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России: анализ "голубых фишек" фондового рынка. М.: РПЭИ, 2002. 64 с.
11. Паппэ Я.Ш. Российский крупный бизнес как экономический феномен: особенности становления и современного этапа развития // Проблемы прогнозирования. №1. С. 29 – 46.
12. Радыгин А.Д. Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе // Вопросы экономики. 2001. №5. С. 26 – 45.
13. Симачев Ю. Направления и факторы реструктуризации бизнеса в обрабатывающих отраслях промышленности. Бюро экономического анализа, mimeo, 2001. 16 с.
14. Aghion P., Tirole J. (1997) Formal and real authorities in organizations. *Journal of Political Economy* 105 (1): 1 – 29.
15. Barclay M., Holderness C. (1989) Private Benefits from Control of Public Corporations, *Journal of Financial Economics*, 25. 62 – 79.
16. Berglöf E., Pajuste A. (2002) Corporate Governance in Central and Eastern Europe. Paper presented at the Conference "Russia 2015: New Sources of Growth", Moscow.
17. Bergloff E., Claessence S. Самое главное – обеспечить исполнение норм корпоративного управления // *Transition – Экономический вестник о вопросах переходной экономики*. М., 2004. № 4. С. 23 – 34.
18. Berglof E., von Thadden E.-L. (2000) The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. *Journal of Political Economy* 94 (4):691 – 719.
19. Berle A., Means G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property* (Macmillan, New York), 367.
20. Blasi J., Kroumova M., Kruse D. 1997. *Kremlin Capitalism: the privatization of the Russian Economy*. Cornell University Press, 1997.
21. Fama E., Jensen M. (1983) Separation of Ownership and Control. *Journal of Law and Economics*, 1:26, 301 – 325.
22. Grossman S., Hart O. 1986. The costs and benefits of ownership: A theory of vertical and lateral integration. *Journal of Political Economy* 94 (4):691 – 719.
23. Jensen M., Meckling W. (1976) Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics* 3, 305 – 360.
24. Kaplan S. (1994) Top-executives, Turnover, and Firm Performance in Germany. *Journal of Law Economics and Organization*, Vol. 10., 301 – 345.
25. La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A. (1999) Corporate Ownership Around the World. *Journal of Finance*, Vol.LIV, No.2. 67 – 89.
26. Morck R., Shleifer A., Vishny R. (1989) Management Ownership and Market Valuation: An Empirical Analysis. *Journal of Financial Economics*, 20, 293 – 315.
27. Muravyov A. (2001) Top Executive Turnover in Russian Companies: Determinants, Management Succession, and Outcomes. Moscow: RECEP. Mimeo. 27 p.
28. Shleifer A., Vishny R. (1997) A Survey of Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. LII, No. 2., 4 – 54.
29. Tirole J. (2001) Corporate Governance, *Econometrica*, Vol. 69. No. 1. 3 – 78.
30. Zingales L. (1997) Corporate Governance, (for *The New Palgrave Dictionary of Economics and the Law*). 456 p.