

ПРАКТИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ**Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников¹⁾****Яковлев А.А.**

В статье рассматриваются особенности формирования и эволюции российской модели корпоративного управления. Особое внимание уделяется той системе стимулов и мотиваций, которые возникают для предприятий в рамках существующей нормативно-правовой среды. Аргументируется тезис о том, что одной из причин систематического нарушения корпоративного законодательства в 1990-е гг. было принудительное преобразование государственных предприятий в открытые акционерные общества в рамках массовой приватизации. В результате на рынке появилось несколько десятков тысяч «квазиоткрытых» АО, совершенно не нуждавшихся во внешних акционерах и потому заведомо провоцировавших корпоративные конфликты. Поэтому решение проблем корпоративного управления в России в настоящее время оказывается связано не только с усилением давления на «инсайдеров» посредством ужесточения бюджетных ограничений, защиты прав акционеров и развитием правоприменения. Не меньшую роль может сыграть формирование «правильной мотивации», создание системы косвенных позитивных стимулов для «инсайдеров» как главных участников процессов корпоративного управления, а также меры, направленные на снижение издержек, порождаемых законодательством.

Трудный опыт российских реформ в 1990-е гг. является наглядным свидетельством того, что успешные экономические преобразования и экономический рост невозможны, если правительство не учитывает интересы хозяйствующих субъектов и у собственников предприятий нет достаточных стимулов к реструк-

¹⁾ Данный доклад подготовлен на основе исследований в рамках проекта GLOSOS, реализованного DIW и ГУ ВШЭ при финансовой поддержке программы TRANSFORM, и продолжает исследования проблем корпоративного управления, проводившиеся в ГУ ВШЭ в 2000–2001 гг. Автор признателен А.Абрамову, Т.Долгопятовой, Б.Кузнецову, Е.Кулькову, Т.Медведевой, А.Радыгину, И.Редькину, И.Розинскому, Ю.Симачеву, А.Тимофееву, Ф.Хурберту, Ц.Церенову за их участие в формальных и неформальных дискуссиях о моделях корпоративного управления в России. В январе – апреле 2002 г. доклад в разных версиях был представлен на конференциях в Московской высшей школе экономических и социальных наук, в ГУ ВШЭ, ЦЭМИ РАН и ИМЭМО РАН. Автор признателен участникам этих конференций за высказанные ими замечания и комментарии.

Яковлев А.А. – к.э.н., директор Института анализа предприятий и рынков ГУ ВШЭ.

Статья поступила в Редакцию в марте 2003 г.

туризации и развитию своего бизнеса. Возникающий в этих условиях систематический отток капитала из страны предопределяет нехватку инвестиций и высокую зависимость темпов экономического роста от конъюнктуры на сырьевых рынках.

Российское правительство в последнее время отчетливо осознает данную проблему. Улучшение инвестиционного климата и обеспечение эффективной защиты прав собственников выделены в качестве одного из ключевых приоритетов Стратегии развития России до 2010 года, утвержденной правительством в 2000 г. В рамках реализации долгосрочной Стратегии наряду со снижением налогового бремени и устранением административных барьеров для развития бизнеса правительство уделяет большое внимание *развитию механизмов корпоративного управления*.

Слабость и неэффективность механизмов корпоративного управления в России являются, пожалуй, общепризнанным фактом. Формы и методы нарушения прав акционеров и инвесторов подробно описаны во многих работах [см. 5, 11 и др.]. Однако при этом, по мнению большинства экспертов, неблагоприятные условия для привлечения инвесторов в России обусловлены отнюдь не качеством самого законодательства.

С формальной точки зрения российское корпоративное законодательство достаточно развито, но оно не применяется на практике или применяется плохо [1, 9]. В соответствии с этим одной из традиционных рекомендаций, адресованных российскому правительству в сфере корпоративного управления, является укрепление механизмов правоприменения (*enforcement*), ужесточение требований по соблюдению прав акционеров, раскрытию информации о деятельности акционерных обществ и т.д.

Такие рекомендации предполагают развитие той модели регулирования фондового рынка и корпоративного управления, которая сложилась в России ко второй половине 1990-х гг. и которая идеологически формировалась на основе опыта США и Великобритании. И именно в этом направлении в последнее время проявляла наибольшую активность Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг (ФКЦБ). В 2000–2001 гг. ФКЦБ были подготовлены поправки к закону об акционерных обществах и закону о рынке ценных бумаг. Новая редакция закона об АО уже вступила в силу с 1 января 2002 г. Поправки к закону о рынке ценных бумаг внесены правительством в Государственную Думу и в начале 2002 г. прошли первое чтение. Правительством также одобрен Кодекс корпоративного поведения, разработанный по инициативе ФКЦБ.

Вместе с тем, согласно последним эмпирическим исследованиям, независимо от практики правоприменения существующие в России «правила игры» во многих случаях не стимулируют собственников к реструктуризации принадлежащих им предприятий [см., например, 2]. Более общие теоретические работы зарубежных авторов также стали менее однозначны в трактовке проблем корпоративного управления в переходных экономиках [9, 16, 17]. Больше внимания стало уделяться объективной специфике развивающихся и переходных экономик, которая ограничивает возможности применения здесь традиционных механизмов корпоративного управления, сложившихся в странах с развитым рынком.

В этих условиях для выработки и обоснования политических рекомендаций необходимо более подробно рассмотреть логику развития и возможные причины неэффективности российской модели корпоративного управления.

1. Российская модель корпоративного управления в 1990-е гг.: теория и практика

Логика формирования российского корпоративного законодательства в 1990-е гг. основывалась на массивном *импорте институтов* с ориентацией на англосаксонскую модель фондового рынка и корпоративного управления²⁾. Для реализации этой модели в российских условиях правительством были предприняты следующие практические шаги:

- «ваучерная» приватизация с принудительным преобразованием бывших государственных предприятий в открытые акционерные общества и распределением их акций среди большого числа мелких акционеров;
- форсированное развитие фондового рынка и его инфраструктуры (биржи, брокеры, депозитарии и регистраторы);
- формирование института коллективных инвестиций (чековые и паевые инвестиционные фонды, негосударственные пенсионные фонды).

Предполагалось, что распыление акций среди большого числа мелких держателей станет предпосылкой высокой ликвидности фондового рынка, а также обеспечит доступ внешних инвесторов к акциям приватизированных предприятий (через операции на вторичном рынке). Развитая инфраструктура фондового рынка, в свою очередь, снизит издержки трансакций и даст возможность мелким акционерам «проголосовать ногами» в случае их несогласия с политикой руководства компании. Возможность свободной продажи и покупки акций должна была также способствовать формированию рынка корпоративного контроля, когда крупные акционеры, увеличив свой пакет в период «сброса» акций мелкими акционерами, могут сместить действующий менеджмент и получить контроль над компанией. Наконец, инвестиционные институты, аккумулируя акции мелких держателей, смогут более эффективно защищать их интересы, контролируя менеджмент соответствующих предприятий.

Однако на практике эти предположения реализовались лишь отчасти. Интенсивный импорт институтов в сфере корпоративного законодательства и «распыление» собственности в рамках массовой приватизации не смогли нейтрализовать явный спрос на «инсайдерскую» модель приватизации, исходящий со стороны менеджеров бывших государственных предприятий. Этот факт был зафиксирован уже в первых работах, посвященных анализу результатов приватизации [см., например, 12, 15].

Последующие исследования выявили еще две существенные тенденции, которые отчетливо стали наблюдаться в российском корпоративном секторе со второй половины 1990-х гг:

- а) *тенденция к концентрации собственности и контроля* – вплоть до приобретения 75-процентного пакета акций [10, 4];
- б) *тенденция к максимальной закрытости и непрозрачности деятельности акционерных обществ* – в рамках формирования сложных систем корпоративного контроля над крупными предприятиями через многочисленные аффилированные фирмы и оффшорные компании [8].

²⁾ Обоснование этой логики было дано в ряде работ. В качестве одной из наиболее известных можно выделить книгу [13].

В качестве наиболее важной специфической характеристики российской модели корпоративного управления, сложившейся на основе этих двух тенденций, можно выделить извлечение доходов от акционерной собственности не через прибыль (что характерно для англосаксонской модели), а через контроль доминирующего собственника над финансовыми потоками предприятия. С помощью механизмов трансфертного ценообразования прибыль головного предприятия систематически выводится на компании, аффилированные с доминирующим акционером или с высшими менеджерами головного предприятия [6]. При этом, очевидным образом, игнорируются интересы не участвующих в управлении предприятием «младших» акционеров, к которым также относятся работники³⁾. Следует подчеркнуть, что подобные схемы извлечения доходов использовались отнюдь не только старыми «красными» директорами, но и новыми крупными частными акционерами.

Закономерным следствием такой системы формирования доходов от собственности было практически полное отсутствие выплат дивидендов в 1990-е гг. В сочетании с общей незаинтересованностью доминирующих собственников и менеджеров в наличии рынка акций подконтрольных им предприятий это приводило к низкой капитализации и очень низкой ликвидности фондового рынка. Даже в момент расцвета российского фондового рынка в 1996–1997 гг. из 60 тыс. зарегистрированных ОАО менее тысячи могли удовлетворить не слишком жестким требованиям, предъявлявшимся для включения в листинг российских фондовых бирж; с акциями лишь 200–300 компаний совершались сделки и лишь по нескольким десяткам «голубых фишек» велась активная торговля.

Собственно говоря, само бурное развитие фондового рынка в середине 1990-х и его последующий спад в значительной степени объяснялись спросом на фондовый рынок как механизм консолидации пакетов акций. Когда такие пакеты были сформированы, спрос естественным образом пропал.

Таким образом, можно констатировать систематические расхождения между нормами, декларированными в законодательстве, и практикой бизнеса. В известном смысле можно утверждать, что российская модель корпоративного управления в 1990-е гг. сложилась фактически вопреки политике правительства и функционировала на основе *систематического нарушения формальных правил*.

Причины этого, на наш взгляд, связаны с характером формирования институтов корпоративного управления и более подробно будут рассмотрены в следующем разделе.

2. Специфика развития акционерных обществ в России и особенности мотивации собственников и менеджеров предприятий

Критически анализируя подходы к рассматриваемой теме в экономической литературе, Berglof & von Thadden [9] предлагают классификацию моделей корпоративного управления, которые характерны для экономически развитых и развивающихся стран, а также для стран с переходной экономикой. В рамках этой классификации они также выделяют ключевые проблемы корпоративного управления.

Применительно к переходным экономикам и, особенно, к России существенные различия связаны с разделением на «новые» и «старые» (бывшие госу-

³⁾ Более подробно о систематических нарушениях прав акционеров в России см. [5, 11].

дарственные) предприятия. В секторе *de novo*, по мнению Berglof & von Thadden, проблема практически отсутствует, поскольку предприятия этого сектора в своем развитии в основном еще не достигли той стадии, когда возникает необходимость разделения собственности и управления. Напротив, бывший госсектор является серьезным источником проблем.

Приватизированные предприятия нуждаются в серьезной реструктуризации и, теоретически, должны предъявлять спрос на внешние источники финансирования. Однако по факту они его не предъявляют – что, по мнению Berglof & von Thadden, связано с мягкими бюджетными ограничениями, которые снижают потребность в реструктуризации. В тех же случаях, когда сторонние инвесторы сами стремятся прийти в российский крупный бизнес, унаследованная от советского периода слабая и несовершенная судебная система оказывается не способна обеспечить должную защиту прав внешних собственников.

Основные рекомендации, вытекающие из этого анализа, сводятся к развитию механизмов правоприменения (*enforcement*) и ужесточению бюджетных ограничений. Тем самым будет обеспечиваться необходимое давление на «инсайдеров» и будут возникать предпосылки для прихода на предприятия новых внешних (в том числе иностранных) собственников, способных привлечь финансовые ресурсы и инициировать реструктуризацию.

На наш взгляд, данные рекомендации в целом справедливы, но они несколько односторонни и сформулированы скорее с позиции потенциальных внешних инвесторов. Между тем на анализируемые явления и процессы можно также взглянуть с позиции «инсайдеров». Такое рассмотрение весьма полезно, поскольку оно позволяет лучше понять реальные издержки и выгоды акционирования предприятия.

В рамках естественного развития бизнеса его преобразование в открытое акционерное общество возможно при выполнении, как минимум, следующих двух условий:

- *Бизнес достаточно эффективен.* Это делает его привлекательным для инвесторов, укрепляет на начальном этапе акционирования позиции старых менеджеров/собственников фирмы, а также формирует благоприятные для них пропорции обмена собственностью на инвестиции.
- Старые менеджеры/собственники фирмы заинтересованы в привлечении дополнительных финансовых ресурсов в развитие бизнеса в обмен на часть своей собственности в фирме. На практике это означает *готовность сотрудничать с инвесторами*, включая адекватное раскрытие информации, выплату дивидендов по акциям и т.д.

В качестве примера компаний, развивавшихся по этой схеме, можно привести АО «Вымпелком», которое было создано начале 1990-х гг. как кооператив, потом преобразовалось в ЗАО и в 1996 г. первым среди российских фирм выпустило свои акции на Нью-Йоркскую фондовую биржу. Другой пример – АО «Вимм-Билль-Данн продукты питания», в феврале 2002 г. успешно разместившее 25% своих акций и сумевшее благодаря этому привлечь свыше 130 млн. долл. инвестиций.

Однако для абсолютного большинства крупных российских предприятий процесс акционирования не был естественным. В ходе приватизации они в принудительном порядке были преобразованы в открытые акционерные общества. Эти предприятия создавались в советский период с ориентацией на совершенно иные, нерыночные критерии эффективности. Поэтому в большинстве случаев в новых экономических условиях они были неэффективны и нуждались в радикальной реструктуризации. Из этого вытекало несколько важных логических следствий.

1) До консолидации собственности и контроля в руках менеджеров предприятия их позиции оставались весьма неустойчивыми. Это, с одной стороны, порождало враждебность старого менеджмента по отношению к потенциальным внешним инвесторам, а с другой стороны, стимулировало вывод ликвидных активов базового предприятия на аффилированные структуры, подконтрольные менеджерам.

2) Консолидация собственности и контроля в руках менеджеров происходила за счет отвлечения на эти цели оборотных средств самого предприятия, что лишь дополнительно ослабляло предприятие, делало его менее привлекательным для инвесторов и затрудняло процесс реструктуризации.

3) После консолидации собственности и контроля и до осуществления реструктуризации возможности выхода предприятия на внешние источники финансирования по-прежнему оставались весьма ограниченными. Низкая эффективность бизнеса делала невыгодными для менеджеров пропорции обмена акций на инвестиции, а отсутствие ликвидных активов не позволяло привлекать кредитные ресурсы. В результате приватизированные предприятия объективно были вынуждены развиваться за счет собственных средств.

Для полноты картины к сказанному можно добавить, что в рамках акционирования и приватизации по «ваучерным» схемам сами предприятия вообще не получали никаких инвестиций. Поэтому неудивительно, что с позиции менеджеров и солидарных с ними в данном вопросе рядовых работников все внешние акционеры выглядели как нахлебники, без оснований претендующие на часть прибыли предприятия.

Таким образом, принудительное акционирование, не учитывавшее объективные стадии жизненного цикла предприятий, привело к деформации института ОАО и возникновению массы «квазиоткрытых» АО, совершенно не нуждавшихся во внешних акционерах и потому заведомо провоцировавших корпоративные конфликты. В более широком теоретическом контексте данный процесс мутации институтов в переходной экономике проанализирован в статье [3]. Вместе с тем следует отметить, что интересы и мотивация «инсайдеров» объективно менялись по мере концентрации в их руках собственности и контроля.

На начальном этапе не обладающие полным контролем над предприятием и вовлеченные в борьбу с внешними акционерами «инсайдеры» совершенно не были заинтересованы в реструктуризации и, как правило, интенсивно выводили активы. После превращения в доминирующих собственников и обретения юридического контроля над предприятием «инсайдеры» по-прежнему не нуждались в миноритарных акционерах и продолжали нарушать их права. Однако в отношении реструктуризации и вывода активов их взгляды становились качественно иными. Контролируя бизнес, они оказывались заинтересованы в повышении его эффективности и, соответственно, в ограничении масштабов воровства (в том числе на уровне менеджеров среднего звена), в снижении непроизводительных издержек, внедрении новых технологий и т.д.

Очевидно, что подобная эволюция интересов зависела от многих факторов (например от квалификации менеджеров). И в настоящее время крупные российские предприятия находятся на весьма различных стадиях своего корпоративного развития. Тем не менее все они, включая немногочисленные вновь созданные эффективные частные компании, подобные АО "Вымпелком", имеют одну и ту же организационно-правовую форму открытого акционерного общества и должны соблюдать требования корпоративного законодательства.

По сути, для большинства крупных российских предприятий можно говорить о явном несоответствии между правовой формой и экономическим содержанием их деятельности. Долгое время издержки этого несоответствия сглаживались необязательностью исполнения законов. Однако теперь крупные предприятия, функционирующие в форме открытых АО, все чаще будут сталкиваться с реальными дополнительными издержками без получения компенсирующих их выгод – так как большинство из них по-прежнему не готово к открытию своего бизнеса для сторонних инвесторов.

3. Варианты развития и выводы для политики

Схематически тенденции эволюции корпоративного законодательства и корпоративных структур в России в 1990-е гг. можно отобразить с помощью рис. 1. Как показано на рисунке, двум доминирующим в мире моделям регулирования корпоративных отношений – англосаксонской и континентальной (к которой объективно также близки Япония и страны Юго-Восточной Азии) – соответствует разная структура собственности. Причем распыленная структура собственности является предпосылкой эффективного функционирования англосаксонской модели регулирования.



Рис. 1. Политика в сфере корпоративного управления и реакция бизнеса: траектория 1990-х

Россия же, изначально ориентированная на англосаксонскую модель регулирования и выстраивавшая под нее национальное корпоративное законодательство, в настоящее время имеет сильно концентрированную структуру собственности. В результате отечественные крупные и средние предприятия, существующие преимущественно в организационно-правовой форме ОАО, сегодня несут издержки, характерные для англосаксонской модели регулирования, и не могут извлечь выгоды, характерные для концентрированной структуры контроля и собственности.

Очевидно, что такая ситуация в конечном счете невыгодна самим предприятиям, однако анализ показывает, что мы сталкиваемся здесь со своего рода «институциональной ловушкой» (в терминологии В.М. Полтеровича), когда сами участники рынка не готовы решать эту проблему, а для регулирующих органов было отчасти выгодно ее сохранение.

В этой связи можно рассмотреть два варианта выхода из «корпоративного тупика» 1990-х гг. Первый основывается на естественном развитии событий при сохранении давления на «инсайдеров» посредством ужесточения бюджетных ограничений, защиты прав акционеров и развития правоприменения. В этих условиях предприятия будут вынуждены приспосабливаться к англосаксонской модели регулирования, чему помимо прочего будет способствовать фактор старения сегодняшних доминирующих собственников российских АО. Сегодня большинство из них находится в возрастном интервале от 40 до 50 лет, и они стремятся сами управлять своими предприятиями, совмещая функции собственника и менеджера. Однако это не может продолжаться вечно. Их постепенный «отход от дел» будет стимулировать изменение и *формализацию* взаимоотношений собственников с расширяющимся кругом наемных менеджеров – с неизбежным обеспечением большей открытости и прозрачности бизнеса. Схожее влияние на мотивацию доминирующих собственников будет оказывать интеграция крупных российских компаний в глобальный рынок, которая потребует «перенимания» общепринятых стандартов и правил корпоративного поведения. Этот процесс, однако, может оказаться весьма длительным и занять 15–20 лет.

Иной, «ускоренный», вариант решения проблем корпоративного управления в России, ориентированный на уменьшение издержек экономических агентов, на наш взгляд, должен исходить из признания двух фактов:

- «инсайдеры» сегодня выступают ключевой фигурой корпоративных процессов в России, и поэтому политика государства в данной сфере *не может игнорировать их интересы* (как это, по существу, происходило до сих пор);
- интересы самих «инсайдеров» могут различаться в зависимости от уровня реструктуризации и эффективности их бизнеса, и поэтому в политике *необходим учет интересов разных групп «инсайдеров»*.

Сказанное означает, что правительству не следует ориентироваться на ту или иную заданную модель корпоративного управления. Правовое регулирование должно стать более гибким. Оно должно создавать условия для развития *разнообразных механизмов корпоративного управления* и учитывать интересы участников рынка, их эволюцию и дифференциацию. Необходим переход от модели «политической модернизации» институциональной среды, предполагающей активное предложение институтов со стороны правительства, к модели «рыночной модернизации», ориентирующейся *на спрос на институты* со стороны самих участников рынка [14].

При этом конкретные меры по совершенствованию законодательства и развитию экономической политики в сфере корпоративного управления, по нашему мнению, должны основываться на следующих общих принципах:

1. *Комплексный подход к проблемам корпоративного управления.*

В экономической литературе в последние годы все более популярным становится расширительная трактовка корпоративного управления как комплекса взаимоотношений между stakeholders – «заинтересованными лицами», к которым относятся не только менеджеры и акционеры, но и кредиторы, работники, специфические поставщики и потребители, а также государство⁴). Последние тенденции в развитии российской корпоративной практики вполне согласуются с этим методическим подходом.

В 1990-е гг. основным инструментом «захвата» предприятия и установления контроля над его финансовыми потоками являлись различные операции с акциями – от их скупки у мелких держателей до многократного укрупнения номинала (консолидации) акций, позволявшего вытеснить миноритарных акционеров. В последние два-три года для этих целей очень активно используется законодательство о банкротстве⁵). При этом процедуры банкротства возбуждаются в основном против развивающихся, относительно эффективных предприятий.

Для противодействия подобному оппортунистическому использованию законодательства целесообразна более тесная координация в выработке согласованной политики в сфере корпоративного управления между всеми экономическими ведомствами, включая ФКЦБ, Минэкономразвития, МАП, Минимущества, ФСФО. Эта координация предполагает согласованное внесение изменений в различные законы, затрагивающие отношения собственности, взаимоотношения собственников и менеджеров и т.д.

2. *Создание условий для изменения мотивации «инсайдеров».*

Как мы уже видели, негативное отношение инсайдеров к внешним акционерам часто является экономически рациональным. И ужесточение санкций за подобное поведение без создания условий для изменения мотивации инсайдеров приведет лишь к повышению для предприятий издержек, связанных с имитацией соблюдения законодательства.

В этой связи целесообразно косвенное стимулирующее воздействие на поведение инсайдеров со стороны государства. Это воздействие может осуществляться посредством введения явных различий между требованиями, законодательно предъявляемыми к открытым и закрытым обществам. В частности, имеет смысл ужесточение режима функционирования открытых АО и заметное упрощение режима функционирования закрытых АО и обществ с ограниченной ответственностью – при создании условий для трансформации сегодняшних «квазиоткрытых» АО в нормальные публичные компании либо в нормальные закрытые общества. Естественно, при этом необходимы жесткие санкции за несоблюдение новых требований, предъявляемых как к открытым, так и к закрытым компаниям.

Одновременно должны применяться меры, направленные на стимулирование развития фондового рынка и снижение рисков операций с ценными бумагами, с особым акцентом на переходные, промежуточные финансовые инструменты,

⁴) Обоснование этого подхода см. в уже неоднократно упоминавшейся работе [9].

⁵) Более подробно см. [7].

обеспечивающие предприятиям возможность естественного движения от закрытых форм организации бизнеса к открытым или публичным (одним из таких инструментов сегодня являются корпоративные облигации).

* * *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. *Васильев Д.* Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшений? / Доклад на конференции "Инвестиционный климат и перспективы экономического роста". Москва, апрель 2000.
2. *Долгопятова Т.* Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики. 2001, № 5.
3. *Капелюшников Р.* Где начало того конца?.. // Вопросы экономики. 2001, № 1.
4. *Кузнецов Б.* Преобразование отношений собственности // Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред. Т. Долгопятовой. М.: ГУ ВШЭ, 2002.
5. *Радыгин А., Сидоров И.* Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества // Вопросы экономики. 2000, № 5.
6. *Розинский И.* Механизмы получения доходов и корпоративное управление в российской экономике // Предприятия России: корпоративное управление и рыночные сделки. М.: ГУ ВШЭ, 2002.
7. *Симачев Ю., Кузнецов Б.* Практика и результаты банкротства // Российская промышленность: институциональное развитие / Под ред. Т. Долгопятовой. М.: ГУ ВШЭ, 2002.
8. *Яковлев А., Кузнецов П., Фоминых А.* Идентификация неформальных бизнес-групп для целей налогового администрирования / Доклад на второй ежегодной конференции Ассоциации исследователей экономики общественного сектора (ASPE). СПб., май 2001.
9. *Berglof E., von Thadden E.L.* The Changing Corporate Governance Paradigm // Pleskovic B., Stern N. (eds.) Annual World Bank Conference on Development Economics 2000. The World Bank, 2001.
10. *Bevan A.A., Estrin S., Kuznetsov B., Schaffer M.E., Angelucci M., Fennema J., Mangiarotti G.* The Determinants of Privatised Enterprise Performance in Russia // William Davidson Institute Working Paper № 452. June 2001.
11. *Black B., Kraakman R., Tarassova A.* Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong? // Stanford Law Review. 2000. V. 52. P. 1731–1808.
12. *Blasi J., Kroumova M., Kruse D.* Kremlin Capitalism: the Privatization of the Russian Economy. Cornell University Press-Ithaca, 1997.
13. *Boycko M., Shleifer A., Vishny R.W.* Privatizing Russia. Cambridge, MA: MIT Press, 1995.
14. *Cadwell C., Polishchuk L.* Evolving Demand for Institutions in Russian Economy: Implications for Economic Reform / Paper presented at the conference «Modernization of Russian Economy». Moscow, April 2001.
15. *Earle J., Estrin S., Leschenko L.* Ownership Structures, Patterns of Control and Enterprise Behavior in Russia // Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia / Ed. by S. Commander, Q. Fan, M. Schaffer. Washington: The World Bank. 1996.
16. *Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* Corporate Ownership Around the World // NBER Working paper. 1998. № 6625.
17. *Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.W.* Law and Finance // Journal of Political Economy. Dec. 1998. Vol. 106. № 6. P. 1113–1155.