

Д. М. Кнатько, Г. В. Широкова

ВЛИЯНИЕ ИНСТИТУЦИОНАЛЬНОЙ СРЕДЫ БИЗНЕСА НА ПРИНЯТИЕ СОБСТВЕННИКОМ РЕШЕНИЯ О ПЕРЕДАЧЕ УПРАВЛЕНИЯ НАЕМНОМУ МЕНЕДЖЕРУ: ОПЫТ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

В статье* представлены результаты исследования, посвященного выявлению факторов, которые влияют на решение собственника о передаче управления наемному менеджеру в российских компаниях. На основе анализа литературы авторами были сформулированы гипотезы о влиянии на передачу управления таких факторов, как негативное восприятие институциональной среды собственником бизнеса и соответствие деятельности фирмы формальным ведомственным и налоговым нормам. Данные гипотезы были протестированы на базе 354 российских компаний малого и среднего бизнеса из трех отраслей — HoReCa (гостиницы, рестораны, кафе), IT-индустрии, оптовой и розничной торговли. В результате анализа было выявлено, что на решение собственника о передаче управления наемному менеджеру влияют такие факторы, как защищенность прав собственности, защищенность контрактных прав, соответствие ведомственным нормам. На основе сравнительного анализа результатов деятельности фирм было выявлено, что компании, управляемые собственниками, менее результативны и характеризуются более высокой концентрацией собственности, нежели компании, управляемые наемными менеджерами.

Ключевые слова: передача управления, развивающиеся рынки, собственник компании, наемный менеджер, институциональная среда.

ВВЕДЕНИЕ

Сегодня среди российских малых и средних предприятий наиболее распространена модель бизнеса, при которой у предприятия есть один доминирующий владелец или группа владельцев, имеющих непосредственный

Работа выполнена в ходе реализации научно-исследовательского проекта «Предпринимательство в России: факторы создания, развития и роста предприятий малого бизнеса» (шифр заявки: «2010-1.2.2-301-015-036»), в рамках федеральной целевой программы «Научные и научно-педагогические кадры инновационной России» на 2009–2013 гг. при финансовой поддержке Министерства образования и науки Российской Федерации.

© Д. М. Кнатько, Г. В. Широкова, 2011

контроль над бизнесом. Негативные внешние институциональные условия (коррупция, зависимость успеха бизнеса от неформальных связей ключевых лиц с чиновниками и нелегальных операций) затрудняют разделение собственности и управления и профессионализацию управления фирмой по западной модели. Анализ факторов, которые усложняют передачу управления, становится наиболее значимым в современных условиях как на микро- (с точки зрения лиц, принимающих решения), так и на макроуровне (с точки зрения законодателей, формирующих условия для развития предпринимательского бизнеса).

Цель данной работы — выявление факторов и барьеров, влияющих на принятие решения собственником о передаче управления наемному менеджеру в предпринимательских фирмах, функционирующих в российских условиях, а также сравнение результативности деятельности компаний, управляемых собственниками и наемными менеджерами. В качестве объекта исследования выступают российские фирмы малого и среднего бизнеса из Москвы и Санкт-Петербурга.

Работа состоит из четырех частей. В первой части представлены гипотезы исследования, во второй — методы исследования и эконометрические модели для тестирования гипотез. В третьей части анализируются полученные результаты и в четвертой — приведены выводы и ограничения исследования, предлагаются возможные направления будущих исследований.

ФОРМУЛИРОВАНИЕ ГИПОТЕЗ ИССЛЕДОВАНИЯ

В процессе развития ряда фирм возникает момент, когда необходим отказ от предпринимательского подхода к управлению фирмой. Происходит «взросление» методов управления компанией, которое соответствует установлению формализованных методов контроля. По мере увеличения численности сотрудников, роста продаж, роста компании возникает потребность в переходе к профессиональному управлению [Greiner, 1972; Hofer, Charan, 1984]. Наступление «порогового момента», определяемого потребностью в изменениях, как правило, связано с ситуациями, когда предприниматель-менеджер не способен управлять увеличившейся в размерах фирмой [Greiner, 1972]. В этот момент возрастает сложность решений, необходимых для достижения успеха в условиях быстрого роста. При этом фирма активно растет и нуждается в источниках дальнейшего роста, однако в самой компании наблюдается нехватка внутренних ресурсов, необходимых для этого. При принятии решения о передаче управления ожидается, что показатели результатов деятельности компании, которая управляется профессиональным менеджером, будут намного выше, чем у фирмы, во главе которой стоит основатель компании [Flamholtz, 1986; Daily, Dalton, 1992; Gedajlovic, Lubatkin, Schulze, 2004]. Если нет возможности удовлетворить текущие по-

требности в знаниях и навыках компании, возникает риск негативной ресурсной зависимости, что может повлечь за собой потерю результативности и создать проблемы для дальнейшего роста [Pfeffer, Salancik, 1978].

Результаты эмпирических исследований фирм из стран с переходной экономикой (постсоциалистические страны), развивающихся стран (за исключением новых индустриальных стран), в том числе стран с формирующейся рыночной экономикой (emerging economies, далее — развивающиеся рынки), свидетельствуют о необходимости расширения подходов к теории и исследованиям проблемы разделения собственности и управления. Многие исследования отмечают влияние характеристик институциональной среды, в которой находится изучаемая фирма, на решения собственника фирмы [Oliver, 1991; Powell, 1996; Peng, 2003; March, Simon, 1958; Cyert, March, 1963; Thornton, Ocasio, 1999; Young et al., 2008; Peng, Lee, Wang, 2005]. Особенности исследований фирм из данных стран объясняются тем, что отмечаются изменение институциональной среды стран, зачастую высокая коррупция, положительный экономический рост, высокая степень концентрации собственности и управления в фирмах. Многие фирмы в странах с развивающимися институтами рынка руководствуются в большей степени неформальными институтами [North, 1990; Peng, Heath, 1996]. Растущая роль развивающихся рынков в глобальной экономике подчеркивает особое значение подобных исследований. Анализ проблемы разделения собственности и управления также актуален для России как для страны, экономика которой относится к развивающимся рынкам [Peng, 2003; Kets de Vries, Shleifer, 2008; Young et al., 2008].

Вопросы принятия собственником решения о передаче управления наемному менеджеру, отделении собственности от управления тесно связаны с уровнем законности в стране и с качеством исполнения законов, защищающих права частной собственности. Права собственности лежат в основе бизнеса: предприниматели не будут вкладывать деньги в бизнес, если они не смогут сохранить плоды своих инвестиций [Долгопятова, 2007; Ben-Amar, Andre, 2006; Commander, Svejnar, Tinn, 2008]. Исследователи отмечают, что в условиях развивающихся рынков наблюдается слабая институциональная защита интересов миноритариев, большинство фирм характеризуется высокой концентрацией собственности и контроля и низкой оценкой стоимости бизнеса [Lins, 2003; La Porta, Lopez-de-Silanes, Shleifer, 1999; Claessens et al., 2002]. Подчеркивается, что во многих случаях наблюдаются экспроприация мажоритариями доли собственности миноритариев [Claessens et al., 2000] и высокие коррупционные платежи [Luo, 2004].

В условиях развивающихся рынков риск экспроприации считается высоким, так как правовые системы слабы для защиты прав собственности [Burkart, Panunzi, Shleifer, 2003]. Несмотря на то что наемный менеджер

может быть более компетентным, чем собственник-управляющий, его интересы, как правило, не совпадают с интересами собственников [Jensen, Meckling, 1976; Fan, Jian, Yeh, 2008]. Исследователи агентской проблемы указывают на то, что в странах, принадлежащих к развивающимся рынкам, имеются значительные проблемы, вызванные нарушениями контрактных обязательств наемными менеджерами, вплоть до «окапывания» (entrenchment) и возможной экспроприации активов собственника менеджерами [Dharwadkar, George, Brandes, 2000].

Восприятие собственниками бизнес-среды влияет на выбор стратегий, реализуемых в рамках предпринимательского бизнеса. Среди возможных явных угроз — слабая защита прав собственности и контрактного права, а также общие угрозы со стороны регулирующих органов, которые создают риски общим правам собственника. Существующая практика нарушений формальных институтов и незащищенность прав собственников приводят к тому, что даже те собственники, которые признают необходимость передачи управления, в большинстве случаев предпочитают оставлять за собой полный контроль. Иными словами, чем более негативно собственник воспринимает институциональную среду, тем выше вероятность того, что собственник-предприниматель будет сам управлять компанией. При этом менеджер не несет таких же серьезных рисков с точки зрения потери собственности, как управляющий-собственник. По этой причине более негативные оценки институциональной среды руководством компании будут свойственны скорее собственникам-менеджерам, чем наемным менеджерам.

Таким образом, можно выдвинуть ряд гипотез.

Гипотеза Н1. Чем более враждебно воспринимаются собственником компании регулирующие органы и чиновники, тем выше вероятность того, что собственник-предприниматель будет управлять компанией.

Гипотеза Н2. Чем менее защищенным воспринимается собственником компании институт права собственности, тем выше вероятность того, что собственник-предприниматель будет управлять компанией.

Гипотеза Н3. Чем менее защищенным воспринимается собственником компании институт контрактного права, тем выше вероятность того, что собственник-предприниматель будет управлять компанией.

В связи с риском нарушения контрактов наемным управляющим собственники сталкиваются с проблемами контроля над деятельностью наемного менеджера. Кроме того, в развивающихся странах отмечается за-

висимость управления компаний от ряда нелегальных операций (уход от налогов, взятки), от личных связей собственников с клиентами, чиновниками и прочими заинтересованными лицами [Peng, Shekshnia, 2001], а также особая роль специфических активов [Fan, Jian, Yeh, 2008]. Можно предположить, что наличие различных специфических активов в виде личных контактов собственников с «лицами, берущими взятки» и «лицами, обеспечивающими серые схемы» уменьшает вероятность передачи управления наемному менеджеру, как это было показано на примере азиатских компаний (см., напр.: [Fan, Jian, Yeh, 2008]).

Если в деятельности компании важную роль играют такие факторы, как нелегальные и серые схемы ухода от налогов, а также операции, связанные с взятками и коррупцией, то фирма в своей деятельности нарушает существующие институциональные нормы. Несмотря на распространенность коррупции в странах развивающихся рынков, каждый факт подобного поведения создает угрозы для бизнеса и собственника и повышает вероятность коррупционных нападков со стороны регулирующих органов. Более того, в случае возникновения конфликта между собственником и наемным менеджером владение подобной информацией будет создавать значительные риски шантажа и угроз. Вместе с тем если наемный менеджер станет вести нелегальную деятельность, то собственнику будет сложно его контролировать. Собственники, чей бизнес в наибольшей степени подвержен рискам нелегального поведения (высокая доля наличных взаиморасчетов с заказчиками и поставщиками), избегают зависимости от менеджеров и стараются управлять бизнесом сами, и наоборот. Основным индикатором рисков собственника будет факт «соответствия бизнеса легальным нормам»: чем меньше соответствует предпринимательская фирма существующим институциональным нормам, тем выше вероятность того, что собственник-предприниматель будет управлять компанией. Таким образом, мы выдвигаем следующие гипотезы.

Гипотеза Н4. Чем меньше предпринимательская фирма соответствует существующим ведомственным нормам, тем выше вероятность того, что собственник-предприниматель будет управлять компанией.

Гипотеза Н5. Чем меньше предпринимательская фирма соответствует существующим налоговым нормам, тем выше вероятность того, что не будет происходить передача управления наемному менеджеру.

Гипотеза Н6. Чем в большей степени собственник компании уверен в том, что взятки являются нормальной бизнес-практикой, тем выше вероятность того, что не будет происходить передача управления наемному менеджеру.

Гипотеза Н7. Чем более значимыми для успеха компании воспринимаются руководителем компании коррупционные связи, тем выше

вероятность того, что собственник-предприниматель будет управлять данной компанией самостоятельно.

В случае выявления и подтверждения распространения институциональных барьеров, препятствующих передаче управления в условиях развивающихся рынков, это будет означать, что значительная часть предпринимательских компаний не имеет доступа к более широкому стратегическому арсеналу, которым пользуются западные предприниматели. В связи с этим возникает необходимость оценки потенциального влияния подобных барьеров на результативность предпринимательских компаний. Один из вопросов, связанных с проблемой передачи управления от собственника наемному менеджеру, касается результативности фирм, управляемых собственниками и наемными менеджерами. Следует отметить, что не существует однозначных выводов о том, как связаны между собой результаты деятельности фирм и структура их собственности, в том числе в российских условиях, несмотря на общее признание того, что результативность компаний, управляемых менеджерами и собственниками, различна [Кузнецов, Муравьев, 2000; Яковлев, Данилов, 2007; Shirokova, Knatko, 2008].

Растущая потребность в администрировании вызывает необходимость смены собственником компании управленческого стиля с преимущественно предпринимательского (который был свойственен на ранних этапах развития бизнеса) на административный [Adizes, 1999]. Неспособность адаптироваться вынуждает собственника, начиная с определенного момента в развитии фирмы (в зависимости от размера компании), делегировать полномочия наемному менеджеру как более эффективному управленцу [Flamholtz, 1986; Boeker, Karichalil, 2002; Daily, Dalton, 1992; Gedajlovic et al., 2004; He, 2008]. Результаты исследований показывают, что малые и средние предприятия могут добиваться успеха и использовать доступные стратегические возможности за счет применения хорошо структурированного управления, в том числе с помощью наемных директоров (см., напр.: [Coulson-Thomas, 2007]). При передаче управления наемному менеджеру как более эффективному управляющему результативность фирмы должна возрасти. Таким образом, можно сформулировать следующую гипотезу.

Гипотеза Н8. Результативность российских фирм, управляемых собственниками-предпринимателями, ниже результативности российских фирм, управляемых наемными менеджерами.

Сравнительные исследования результативности фирм в условиях развивающихся рынков продемонстрировали, что передача управления — это, как правило, процесс, разрушающий ценность фирмы, по сравнению с аналогичным процессом в развитых странах [Fan, Jian, Yeh, 2008]. В ходе анализа передачи управления, наряду с изучением результативности компа-

нии, встает вопрос о влиянии концентрации собственности на пребывание собственника в качестве управляющего [Rubenson, Gupta, 1996]. По мнению некоторых авторов, дисперсная структура собственности и наличие внешних интересов диктуют необходимость предъявления более высоких требований к результатам деятельности фирмы [Pfeffer, Salancik, 1978]. Иными словами, чем шире круг собственников, тем больше требований будет возникать у них к текущему управляющему. Например, в работах [McEachern, 1976; 1977] показано, что срок пребывания на посту руководителя компаний собственников в три раза дольше срока пребывания наемных менеджеров. Таким образом, можно выдвинуть предположение о том, что существует негативная корреляция между дисперсией собственности и сроком пребывания основателя на посту генерального директора. Исследователь особо подчеркивает, что факт передачи связан с концентрацией собственности [Peng, 2003; 2004]. Таким образом, вероятность того, что основатель покинет пост руководителя, значительно ниже в том случае, если фирма полностью принадлежит одному собственнику. В этой связи можно сформулировать следующую гипотезу.

Гипотеза Н9. Концентрация собственности фирм, управляемых собственником-предпринимателем, выше концентрации собственности фирм, управляемых наемным менеджером.

МЕТОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Данные. В исследовании использовалась выборка по 500 российским фирмам из Москвы и Санкт-Петербурга с численностью сотрудников от 3 до 500 человек. Данные компании представляли три наиболее динамично развивающиеся отрасли экономики России в докризисный период: оптовую и розничную торговлю, сферу общественного питания и гостиничного хозяйства (HoReCa), IT-индустрию (информационные технологии и телекоммуникации, цифровое телевидение, программное обеспечение и т. п.). Дополнительно финансовые показатели компаний были взяты из официальной финансовой статистики системы профессионального анализа рынков и компаний (СПАРК). Ответы респондентов относятся к периоду развития компании в 2005–2007 гг. В выборку на долю фирм с численностью менее 50 сотрудников попали 27,8% компаний, 31,2% компаний составляют фирмы с численностью от 50 до 100 сотрудников, 24,2% — фирмы с численностью 100–200 сотрудников, 16,6% составляют фирмы с численностью от 200 до 500 сотрудников. Относительно распределения выборки по организационно-правовым формам: 78,2% составляют общества с ограниченной ответственностью, 17,4% — фирмы в форме закрытых акционерных обществ, 3,2% — открытые акционерные общества и 1,2% — фирмы

с прочими организационно-правовыми формами. Распределение компаний по отраслям в выборке выглядит следующим образом: оптовая и розничная торговля — 71,8%, HoReCa (гостиницы, рестораны и кафе) — 15, связь и ИТ — 13,2%. Согласно ответам, полученным от респондентов, управление в 315 компаниях осуществляет непосредственно собственник, в то время как в 185 организациях — наемный менеджер. Для приведения выборки в соответствие с определением пороговых фирм из выборки исключаются 94 компании с возрастом операций менее 5 лет. Данный подход частично соответствует некоторым практическим определениям того, «что такое пороговая фирма» [Ивашковская, Константинов, Филонович, 2004; Quinn, Cameron, 1983]. Кроме того, из выборки исключаются еще 52 компании, чьи собственники-представители отметили, что они удовлетворены текущим стилем управления руководства и не нуждаются в новых управленческих ресурсах. Итак, в итоговую выборку попало 354 компании.

Переменные. *Зависимая переменная* — «участие собственника в управлении» — принимает два значения: «1» — собственник не делегировал полномочия и сам активно участвует в управлении компанией, и «0» — собственник передал управление наемному менеджеру. Предполагается, что собственник, создавая фирму, либо сам ею управляет, либо передает управление на каком-то этапе наемному менеджеру. В силу этого мы можем интерпретировать проведенный анализ таким образом, что включенные впоследствии в модель факторы объясняют вероятность появления во главе компании наемного менеджера, а следовательно, передачи ему управления собственником.

Независимые переменные. Переменная «враждебность регулирующих органов и чиновников» (далее — «негативное влияние чиновников») отражает оценку респондентом степени негативного или враждебного влияния регулирующих органов и ведомств на деятельность бизнеса. Данная переменная является порядковой, закодирована от «1» до «5», где «1» (совсем не агрессивное поведение), «2» (слабоагрессивное поведение), «3» (умеренно агрессивное поведение), «4» (агрессивное поведение), «5» (очень агрессивное поведение).

Переменная «защищенность права собственности качеством исполнения законов» (далее — «защищенность собственности») является порядковой, закодирована от «1» до «5», где каждое значение дает степень защищенности прав собственности от «1» (права совсем не защищены) до «5» (права сильно защищены).

Переменная «защищенность контрактных прав качеством исполнения законов» (далее — «защищенность контрактных прав») является порядковой, закодирована от «1» до «5», где каждое значение дает степень защищенности контрактных прав от «1» (права совсем не защищены) до «5» (права сильно защищены).

Переменная «соответствие бизнеса налоговым нормам» (далее — «соответствие налоговым нормам») является порядковой, закодирована от «1» до «5», где каждое значение дает степень соответствия деятельности компаний действующим налоговым нормам от «1» (деятельность фирмы слабо соответствует существующим налоговым нормам) до «5» (деятельность фирмы полностью соответствует существующим налоговым нормам).

Переменная «соответствие бизнеса ведомственным нормам» (далее — «соответствие ведомственным нормам») является порядковой, закодирована от «1» до «5», где каждое значение дает степень соответствия деятельности компаний действующим ведомственным нормам (противопожарные, санитарно-гигиенические нормы) от «1» (деятельность фирмы слабо соответствует существующим ведомственным нормам) до «5» (деятельность фирмы полностью соответствует существующим ведомственным нормам).

Переменная «взятки чиновникам как нормальная практика бизнеса» (далее — «взятки») представляет собой бинарную переменную, которая принимает следующие значения: «0» — взятки не являются нормальной практикой, «1» — взятки являются нормальной практикой.

Переменная «зависимость бизнеса от коррупции» (далее — «коррупция») является порядковой, закодирована от «1» до «5», где каждое значение дает оценку зависимости бизнеса от «связей» с чиновниками, регулирующими органами от «1» (низкая зависимость бизнеса от коррупции) до «5» (высокая зависимость бизнеса от коррупции).

Контрольные переменные. В качестве контрольных переменных были выбраны «размер компании» и «отрасль».

Переменная «размер компании» измерялась с помощью логарифма средней численности занятых за три года (далее — «логарифм численности»).

Переменная «отрасль» вводится как две отдельные бинарные переменные, где закодированы отрасли: гостиницы, кафе и рестораны (далее — «отрасль»: HoReCa), IT и связь. Третья отрасль — «торговля» — как наиболее крупная выступает в качестве базовой и фиксируется в константе [Wooldrige, 2003].

Кроме того, для сравнения компаний, управляемых собственниками либо наемными менеджерами, в качестве независимой переменной, использовалась переменная «участие собственника в управлении», а в качестве зависимых переменных — «концентрация собственности» и переменные, измеряющие результативность компании.

Переменная «концентрация собственности» измеряется процентом акций, которым владеет крупнейший собственник в фирме, принимает значения от 1 до 100%. В табл. 1 представлены данные дескриптивной статистики переменных.

Дескриптивная статистика

Переменная	Среднее значение	Стандартное отклонение	Min	Max
Участие собственника в управлении	0,58	0,49	0	1
Негативное влияние чиновников	2,89	1,17	1	5
Защищенность собственности	3,64	1,02	1	5
Защищенность контрактных прав	3,66	1,00	1	5
Соответствие ведомственным нормам	4,26	0,85	1	5
Соответствие налоговым нормам	4,22	0,91	1	5
Взятки	0,14	0,35	0	1
Коррупция	2,86	1,26	1	5
Логарифм численности	3,65	1,43	0	6,41
Отрасль: HoReCa	0,17	0,38	0	1
Отрасль: ИТ и связь	0,14	0,35	0	1
Место регистрации	31,01	17,68	0	1
Отрасль (HoReCa) · Логарифм численности	0,74	1,64	0	1
Отрасль (ИТ и связь) · Логарифм численности	0,46	1,23	0	1

Результативность компании. Результативность компании измерялась фактическим значением прибыли компании в рублях в 2006 и 2007 гг.

Методы анализа данных. С учетом необходимости оценки влияния внешних факторов на вероятность разделения собственности и управления, первые два набора гипотез $H1-H7$ будут проанализированы с помощью трех вероятностных моделей: логистической регрессии, пробит-регрессии и линейной вероятностной модели [Greene, 1993; Wooldrige, 2003]. Модели разрешаются по методу максимального правдоподобия. Полученные результаты по трем моделям сравниваются между собой для подтверждения соответствия выбранных моделей. Также для логистической и пробит-регрессий вычисляются маржинальные эффекты. В общем виде V_{ij} (вероятность положительного решения собственника о разделении) представляется в качестве линейной функции набора независимых объясняющих переменных X_i и случайной ошибки ε_{ij} . Так как фактически в модели измеряется влияние воспринимаемых факторов, то для контроля над проблемой эндогенности полученных оценок вводится дополнительная контрольная переменная «место регистрации», которая фиксирует общее влияние институтов на фирму, исходя из ее расположения относительно налоговых органов (категориальная переменная). Для контроля над проблемой межотраслевой гетерогенности вводятся две бинарные отраслевые «дамми» переменные «отрасль: HoReCa» и «отрасль: ИТ и связь», при этом «отрасль: торговля» считается базовой

группой и учитывается в константе. Кроме того, используются мультипликаторы размера компании (логарифм численности) и отрасли. Таким образом, полученную модель можно представить себе следующим образом:

$$\begin{aligned} Y = & \beta_0 + \beta_1 \text{ «негативное влияние чиновников»} + \\ & + \beta_2 \text{ «защищенность собственности»} + \beta_3 \text{ «защищенность контрактов»} + \\ & + \beta_4 \text{ «соответствие налоговым нормам»} + \\ & + \beta_5 \text{ «соответствие ведомственным нормам»} + \beta_6 \text{ «взятки»} + \\ & + \beta_7 \text{ «коррупция»} + \beta_7 \text{ «место регистрации»} + \\ & + \beta_8 \text{ «логарифм численности»} + \beta_9 \text{ HoReCa} + \beta_{10} \text{ IT} + \\ & + \beta_{11} \text{ HoReCa} \cdot \text{Логарифм численности} + \\ & + \beta_{12} \text{ IT} \cdot \text{Логарифм численности} + \varepsilon, \end{aligned}$$

где β_i — неизвестные параметры модели, а ε — случайная ошибка, характеризующая влияние случайных факторов на зависимую переменную Y .

Для проверки гипотез $H3$ и $H4$ проводилась проверка гипотез о равенстве средних значений прибыли и концентрации собственности компаний, управляемых собственниками либо наемными менеджерами, с использованием одностороннего t -теста.

АНАЛИЗ РЕЗУЛЬТАТОВ

Результаты проверки гипотез $H1$ – $H9$ приведены в табл. 2–4. Таблица 2 представляет оценку коэффициентов, полученных в ходе анализа, стандартное отклонение и значимость результатов. Таблица 3 суммирует полученные маргинальные эффекты для логит- и пробит-моделей. Минимальные различия между результатами трех моделей (нет значимых оценок коэффициентов переменной «отрасль: HoReCa» в линейной вероятностной, логит- и пробит-моделях) могут свидетельствовать о том, что эмпирический метод анализа был выбран корректно.

Первые три модели были предназначены для проверки гипотез $H1$ – $H7$. Статистическая значимость всех трех моделей — на уровне 0,001. Была получена значимая оценка коэффициента константы только в линейной вероятностной модели. Не было получено статистически значимых оценок коэффициента переменной «место регистрации». Результат также показал значительные отрицательные коэффициенты мультипликатора оценки «отрасль: HoReCa» · Логарифм численности, что позволяет предположить, что существуют определенные незначительные структурные различия между отраслевыми подвыборками. Данная особенность может требовать дополнительных исследований в области отраслевой специфики принятия решения собственником о разделении собственности и управления, расширения концепции разделения собственности и управления с учетом влияния внутриотраслевых особенностей на решения собственников.

Таблица 2

Результаты статистического анализа

Переменные	Линейная вероятностная модель		Логит-регрессия		Пробит-регрессия	
	Оценка	Стандартное отклонение	Оценка	Стандартное отклонение	Оценка	Стандартное отклонение
Негативное влияние чиновников	0,01	0,04	0,05	0,19	0,03	0,11
Защищенность собственности	-0,12**	0,05	-0,72**	0,32	-0,44**	0,19
Защищенность контрактных прав	0,15***	0,05	0,86***	0,33	0,52***	0,20
Соответствие налоговым нормам	0,16**	0,08	0,91**	0,43	0,56**	0,26
Соответствие ведомственным нормам	-0,13*	0,07	-0,73*	0,39	-0,44*	0,23
Взятки	0,04	0,11	0,06	0,60	0,05	0,36
Коррупция	-0,02	0,03	-0,10	0,17	-0,06	0,10
Логарифм численности	-0,08***	0,03	-0,41***	0,16	-0,24***	0,09
Отрасль: HoReCa	0,41	0,28	3,70*	2,13	2,19*	1,20
Отрасль: IT и связь	0,17	0,40	1,73	2,68	1,11	1,58
Место регистрации	0,00	0,00	-0,01	0,01	0,00	0,01
Отрасль (HoReCa) · Логарифм численности	-0,15**	0,07	-1,24**	0,57	-0,74**	0,32
Отрасль (IT и связь) · Логарифм численности	-0,04	0,10	-0,39	0,65	-0,25	0,38
Константа	0,77**	0,35	1,15	1,85	0,64	1,10
Итоговое количество наблюдений	166					

Примечание:

* — значимость на 10%-м уровне;

** — значимость на 5%-м уровне;

*** — значимость на 1%-м уровне.

Таблица 3

**Маржинальные эффекты оценок, полученных
от логит-, пробит-регрессий**

Переменные	Логит-регрессия		Пробит-регрессия	
	Оценка	Стандартное отклонение	Оценка	Стандартное отклонение
Негативное влияние чиновников	0,01	0,05	0,01	0,04
Защищенность собственности	-0,17**	0,08	-0,17**	0,07
Защищенность контрактных прав	0,21***	0,08	0,21***	0,08
Соответствие налоговым нормам	0,22**	0,10	0,22**	0,10
Соответствие ведомственным нормам	-0,18*	0,10	-0,17*	0,09
Взятки	0,02	0,14	0,02	0,14
Коррупция	-0,02	0,04	-0,02	0,04
Логарифм численности	-0,10***	0,04	-0,09***	0,04
Отрасль: НоРеСа	0,58***	0,19	0,59***	0,18
Отрасль: ИТ и связь	0,33	0,34	0,35	0,34
Место регистрации	0,00	0,00	0,00	0,00
Отрасль (НоРеСа) · Логарифм численности	-0,30**	0,14	-0,29**	0,13
Отрасль (ИТ и связь) · Логарифм численности	-0,10	0,16	-0,10	0,15

Примечание:

- * — значимость на 10%-м уровне;
- ** — значимость на 5%-м уровне;
- *** — значимость на 1%-м уровне.

Следует отметить, что также не было получено статистически значимых оценок коэффициента переменной «негативное влияние чиновников» ни в одной модели, что не позволяет провести проверку гипотезы *H1*.

В результате анализа были получены отрицательные оценки коэффициента переменной «защищенность собственности» на уровне 5%-й значимости. Это можно представить следующим образом: чем более высокую оценку защищенности прав собственности дает респондент, тем ниже вероятность того, что компанией управляет собственник. Иными словами, при более высоком значении независимой переменной снижается вероятность, при которой переменная «участие собственника в управлении» принимает значение «1». Это подтверждает гипотезу *H2*. В тех случаях, когда собствен-

ник уверен в защищенности прав собственности, он будет стремиться передать управление наемному менеджеру.

Были получены положительные оценки коэффициента переменной «защищенность контрактных прав» в трех моделях на уровне 1%-й значимости. Данный результат противоречит гипотезе *H3*. Таким образом, чем более высокая оценка защищенности контрактных прав отмечена респондентом, тем выше вероятность того, что собственник сохранил за собой управление. Также были получены положительные оценки коэффициентов переменной «соответствие налоговым нормам» в трех моделях на уровне 5%-й значимости. Это противоречит сформулированной ранее гипотезе *H5*. Значит, чем более высокая оценка соответствия налоговым нормам отмечена респондентом, тем выше вероятность того, что собственник сохранил за собой управление. Вместе с тем данный результат подтверждает, что этот институциональный фактор влияет на решение собственника.

Полученные значимые ($p < 0,1$) отрицательные оценки коэффициентов переменной «соответствие ведомственным нормам» поддерживают гипотезу *H4*. Это означает, что в тех случаях, где организация в меньшей степени соответствует пожарным, трудовым, санитарным нормам, вероятность того, что собственник передает управление наемному менеджеру, снижается.

Остальные полученные оценки коэффициентов переменных статистически не значимы, что не позволяет проверить гипотезы *H6* и *H7*. Тем не менее, несмотря на отсутствие значимости, в случае с гипотезой *H7* были получены знаки коэффициентов, соответствующие предположениям гипотезы.

В табл. 4 приведены результаты одностороннего *t*-теста средних независимых подвыборок компаний, управляемых собственником и наемным менеджером.

Таблица 4

Результаты одностороннего *t*-теста средних независимых выборок

Наименование	Концентрация собственности	Прибыль в 2007 г., руб.	Прибыль в 2006 г., руб.
Наемный менеджер, среднее	66,70	3 832 858	3 433 934
Собственник, среднее	72,80	2 052 727	1 696 757
$t_{\text{эмп}}$	0,045*	0,0361*	0,0235*
N	335	82	75

Примечание:

* — значимость на 5%-м уровне.

Проведенный t -тест позволил выявить, что по переменным «прибыль в 2007 г.», «прибыль в 2006 г.» среднее значение прибыли существенно выше в подвыборке компаний, управляемых наемными менеджерами ($p < 0,05$). Все полученные результаты подтверждают гипотезу $H8$. Это может свидетельствовать о том, что даже в условиях развивающейся российской экономики компании, управляемые наемными менеджерами, могут иметь более высокие результаты деятельности, чем компании, управляемые собственниками. Собственники и наемные управляющие имеют различные установки в отношении подходов к управлению. Однако это может быть связано с большим количеством ненаблюдаемых факторов.

Как видно из табл. 4, в результате одностороннего t -теста на равенство средних независимых подвыборок компаний, управляемых менеджерами и собственниками, оказалось, что в компаниях, управляемых собственниками, доля основного собственника выше ($t_{эмп} < 0,05$). Это подтверждает гипотезу $H9$ о том, что в тех случаях, когда концентрация собственности выше, собственник-предприниматель предпочитает сам управлять компанией.

ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ ИССЛЕДОВАНИЯ

Первые три регрессионные модели предназначены для того, чтобы проверить сформулированные гипотезы и выявить факторы, которые влияют на вероятность того, что собственник компании передаст управление наемному менеджеру. Полученные модели сравнительно качественные — наблюдается статистическая значимость на уровне 0,001.

В результате проведенного анализа выяснилось, что гипотеза $H1$ о негативном влиянии враждебной среды на вероятность передачи управления не может быть отвергнута или принята. Объясняется это тем, что фактически враждебное действие среды одинаково ощущают на себе обе стороны дилеммы разделения собственности и управления — как собственник, так и наемный менеджер. Таким образом, нельзя сказать, что именно враждебное влияние чиновников будет вынуждать собственника сохранять за собой контроль. Гипотеза $H2$ получила статистически значимое подтверждение. Незащищенность интересов собственности — важное препятствие на пути решения собственника о передаче управления. Собственник прежде всего заботится о своих личных интересах и, если он не уверен в том, что в результате разделения собственности и управления его интересы будут защищены, не станет передавать управление наемному менеджеру. Гипотеза $H3$ опровергнута, и причиной этому может быть фактическое применение собственниками прочих «нерыночных» инструментов для защиты собственных контрактных прав. Активное участие в управлении и непосредственная роль собственника в исполнении контрактов будут повышать его уверенность в исполнении контрактов.

Гипотеза *H4* о влиянии соответствия деятельности фирмы ведомственным нормам на передачу управления наемному менеджеру подтвердилась. Это может свидетельствовать о том, что существующие нарушения формальных ведомственных требований являются нормальной практикой для собственников-управляющих и препятствуют решению собственника о передаче управления менеджерам, которые могли бы посчитать такие отклонения недопустимыми, что привело бы к повышению расходов и снижению доходов собственника. Это может быть связано с неуверенностью предпринимателей-собственников в долгосрочных перспективах их бизнеса.

Также следует отметить ряд сложностей, возникших при проверке гипотез *H5*, *H6*, *H7*. К примеру, в рамках проверки гипотезы *H6* мы столкнулись с нежеланием респондента раскрывать информацию о правонарушениях, которые могут быть губительными для лица, принимающего решения. По мнению руководителя Федеральной службы государственной статистики А. Суринова, около 16% российской экономики является ненаблюдаемой, или «теневой» [Смолякова, 2011]. Это означает, что по меньшей мере каждый пятый предприниматель работает в теневом секторе и уходит от уплаты налогов. Это не вполне соответствует полученным результатам данного исследования, где 80% респондентов отметили, что их бизнес полностью или преимущественно соответствует налоговому законодательству. Такие результаты могут свидетельствовать о том, что респонденты весьма неохотно делятся истинным мнением по этому поводу и уходят от ответа на данный вопрос. Это также касается проверки гипотез *H6* и *H7*. По информации замминистра МВД РФ Е. Школова, малый и средний бизнес является основным «взятодателем», и взятки бизнеса чиновникам продолжают расти в объемах от года к году (объем взяток в 2009 г. вырос в три раза по сравнению с 2008 г.) [Арсюхин, 2010].

Использование *t*-теста позволило выявить различия между компаниями, управляемыми собственниками и наемными менеджерами. Так, гипотеза *H8* подтвердилась, что означает: несмотря на возможные риски собственника и расходы на контроль над менеджером, компании, управляемые наемными менеджерами, демонстрируют более высокие результаты. Кроме того, была подтверждена гипотеза *H9* о том, что в компаниях с высокой степенью концентрации собственник выступает также менеджером компании. Практически все известные эмпирические исследования, посвященные проблемам российского корпоративного управления, показывают, что высокая концентрация собственности характерна для многих российских компаний и ее степень год от года возрастает [Долгопятова, 2007; 2010]. Несмотря на то что в последние годы в крупных российских компаниях наблюдается смена тенденции к распылению собственности, степень концентрации собственности фирм остается высокой [Долгопятова, 2009].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Основная цель данной работы — выявление институциональных факторов, которые влияют на решение собственника-предпринимателя о передаче управления наемному менеджеру в условиях российской экономики. Помимо этого, ставилась задача проведения сравнительного анализа результативности деятельности, а также степени концентрации собственности компаний, которые уже осуществили передачу управления наемному менеджеру, с компаниями, управляемыми собственниками. Предыдущие исследования данного вопроса обозначили потребность изучения влияния институциональных факторов на проблему участия собственника в управлении в странах развивающихся рынков. Однако подобный анализ не проводился на базе российских данных. Кроме того, отсутствуют однозначные выводы о том, какие именно факторы и как влияют на проблему передачи — препятствуя или способствуя профессионализации бизнеса. Аналогичная ситуация связана с вопросом о влиянии передачи управления на результативность — существует ряд эмпирических исследований, которые имеют прямо противоположные результаты.

С целью эмпирической проверки сформулированных гипотез авторами были применены три регрессионные модели и *t*-тест. В качестве выборки использовались данные по 354 компаниям из Москвы и Санкт-Петербурга.

В результате исследования было определено, что слабая защищенность прав собственности и несоответствие ведомственным нормам препятствуют передаче управления наемным менеджерам в предпринимательской фирме. Было выявлено, что более высокие оценки защищенности контрактных прав свойственны руководителям-собственникам, что обозначило необходимость дальнейшего изучения данного вопроса. Было доказано, что компании, управляемые собственниками, имеют более высокую концентрацию собственности и меньшую результативность, чем компании, управляемые наемными менеджерами.

Данное исследование имеет ряд ограничений. Например, в связи с тем, что использовались кросс-секционные данные, не представлялось возможным выявить причинно-следственные связи между результативностью и решением о передаче управления. Полученные результаты подчеркнули сложность задачи измерения таких факторов, как «коррупция», «взятки» и т. п. Высокие персональные риски, которые несут респонденты при искренних ответах, снижают целесообразность дальнейших подобных опросов и требуют использования прочих, косвенных методов анализа либо применения кейсовых исследований.

Для преодоления обозначенных ограничений возможны проведение лонгитюдных исследований и создание панели изучаемых компаний. Также потенциальным направлением развития данного исследования выступает

проведение глубинных интервью с собственниками компаний по тем вопросам, которые не были подтверждены (взятки, коррупция и т. п.). Еще одним направлением может стать проведение нового исследования, связанного с выявлением факторов, которые влияют на возникновение высокой концентрации собственности в российских предпринимательских фирмах.

Литература

- Арсюхин Е.* Мзда неубиенная // Российская Бизнес-газета. 2010. № 719 (35) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rg.ru/2009/09/15/vzyatki.html>
- Долгопятова Т. Г.* Концентрация акционерной собственности и развитие российских компаний // Вопросы экономики. 2007. № 1. С. 84–97.
- Долгопятова Т. Г.* Капитал начинает расплываться // Независимая газета. 2009. 24 апреля [Электронный ресурс]. — Режим доступа: http://www.ng.ru/scenario/2009-11-24/13_capital.html
- Долгопятова Т. Г.* Развитие российской модели корпоративного управления: есть ли движение «снизу»? 2010 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.hse.ru/news/14592123.html>
- Ивашковская И., Константинов Г., Филонович С.* Становление корпорации в контексте жизненного цикла организации // Российский журнал менеджмента. 2004. Т. 2. № 4. С. 19–34.
- Кузнецов П. В., Муравьев А. А.* Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России (Анализ «голубых фишек» фондового рынка) // Экономический журнал ВШЭ. 2000. Т. 4. № 4. С. 475–504.
- Смолякова Т.* Обратный отсчет. // Российская газета. 2011. № 5445 (69) [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://www.rg.ru/2011/03/31/surinov-site.html>
- Яковлев А. А., Данилов Ю. А.* Российская корпорация на 20-летнем горизонте // Российский журнал менеджмента. 2007. Т. 5. № 1. С. 3–34.
- Adizes I.* Managing Corporate Life Cycles. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1999.
- Boeker W., Karichalil R.* Entrepreneurial Transitions: Factors Influencing Founder Departure // Academy of Management Journal. 2002. Vol. 45. N 4. P. 818–826.
- Ben-Amar W., André P.* Separation of Ownership from Control and Acquiring Firm Performance: The Case of Family Ownership in Canada // Journal of Business Finance & Accounting. 2006. Vol. 33. N 3–4. P. 517–543.
- Burkart M., Panunzi F., Shleifer A.* Family Firms // Journal of Finance. 2003. Vol. 58. N 2. P. 2167–2201.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L. H. P.* The Separation of Ownership and Control in East Asian Corporations // Journal of Financial Economics. 2000. Vol. 58. N 2. P. 81–112.
- Claessens S., Djankov S., Fan J., Lang L. H. P.* Disentangling the Incentive and Entrenchment Effects of Large Shareholders // Journal of Finance. 2002. Vol. 57. N 6. P. 2741–2771.
- Commander S., Svejnar J., Tinn K.* Explaining the Performance of Firms and Countries: What Does the Business Environment Play? // Discussion Paper N 1(E)–2008. SPb.: Institute of Management, Graduate School of Management SPbSU, 2008.

- Coulson-Thomas C.* SME Directors and Boards: The Contribution of Directors and Boards to the Growth and Development of Small and Medium-sized Enterprises (SMEs) // *International Journal of Business Governance and Ethics*. 2007. Vol. 3. N 3. P. 250–261.
- Cyert R., March J.* A Behavioral Theory of the Firm. Englewood Cliffs, NJ: Prentice-Hall, 1963.
- Daily C., Dalton D.* Financial Performance of Founder-Managed versus Professionally-managed Corporations // *Journal of Small Business Management*. 1992. Vol. 30. N 2. P. 25–34.
- Dharwadkar R., George G., Brandes P.* Privatization in Emerging Economies: An Agency Theory Perspective // *The Academy of Management Review*. 2000. Vol. 25. N 3. P. 650–669.
- Fan J., Jian M., Yeh Y.* Succession: The Roles of Specialized Assets and Transfer Costs. Working paper. 2008 [Электронный ресурс]. — Режим доступа: <http://ssrn.com/abstract=1101405>
- Flamholtz E.* Managing the Transition from an Entrepreneurship to a Professionally Managed Firm. San Francisco, CA: Jossey-Bass, 1986.
- Gedajlovic E., Lubatkin M., Schulze W.* Crossing the Threshold from Founder Management to Professional Management: A Governance Perspective // *Journal of Management Studies*. 2004. Vol. 41. N 5. P. 899–912.
- Greene W.* Econometric Analysis. 2nd ed. N. Y.: Macmillan Publishing Company, 1993.
- Greiner L. E.* Evolution and Revolution as Organization Grow // *Harvard Business Review*. 1972. Vol. 50. N 4. P. 37–46. (Рус. пер.: Грейнер Л. Эволюция и революция в процессе роста организации // *Вестн. С.-Петербур. ун-та. Сер. Менеджмент*. 2002. Вып. 4. С. 76–94.)
- He L.* Do Founders Matter? A Study of Executive Compensation, Governance Structure and Firm Performance // *Journal of Business Venturing*. 2008. Vol. 23. N 3. P. 257–279.
- Hofer C., Charan R.* The Transition to Professional Management: Mission Impossible? // *American Journal of Small Business*. 1984. Vol. 9. N 1. P. 1–11.
- Jensen W., Meckling J.* Theory of the Firm: Managerial Behavior: Agency Costs and Ownership Structure // *Journal of Financial Economics*. 1976. Vol. 3. N 4. P. 305–360. (Рус. пер.: Джэнсен М. К., Меклинг У. Х. Теория фирмы: поведение менеджеров, агентские издержки и структура собственности // *Вестн. С.-Петербур. ун-та. Сер. Менеджмент*. 2004. Вып. 4. С. 118–191.)
- Kets de Vries M., Shekshnya S.* Russia's Succession Paradox // *Organizational Dynamics*. 2008. Vol. 37. N 3. P. 266–276.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A.* Corporate Ownership around the World // *Journal of Finance*. 1999. Vol. 54. N 2. P. 471–517.
- Lins K.* Equity Ownership and Firm Value in Emerging Markets // *Journal of Financial and Quantitative Analysis*. 2003. Vol. 38. N 1. P. 159–184.
- Luo J.* An Organizational Perspective of Corruption // *Management and Organization Review*. 2004. Vol. 1. N 1. P. 119–154.
- March J., Simon H.* Organizations. N. Y.: John Wiley & Sons, 1958.
- McEachern W.* The Managerial Revolution and Corporate Performance // *Challenge*. 1976. Vol. 19. N 2. P. 36–41.

Влияние институциональной среды бизнеса на принятие собственником решения...

- McEachern W.* Managerial Control and Performance. Lexington, MA: D. C. Heath, 1977.
- North D. C.* Institutions, Institutional Change and Economic Performance. N.Y.: Norton, 1990.
- Oliver C.* Strategic Responses to Institutional Processes // *Academy of Management Review*. 1991. Vol. 16. N 1. P. 145–179.
- Peng M. W.* Institutional Transitions and Strategic Choices // *Academy of Management Review*. 2003. Vol. 28. N 1. P. 275–296.
- Peng M. W.* Outside Directors and Firm Performance During Institutional Transitions // *Strategic Management Journal*. 2004. Vol. 25. N 5. P. 453–471.
- Peng M. W., Heath P.* The Growth of the Firm in Planned Economies in Transition: Institutions, Organizations, and Strategic Choice // *Academy of Management Review*. 1996. Vol. 21. N 2. P. 492–528.
- Peng M. W., Lee S.-H., Wang D.* What Determines the Scope of the Firm over Time? A Focus on Institutional Relatedness // *Academy of Management Review*. 2005. Vol. 30. N 3. P. 622–633.
- Peng M. W., Shekshnia S. V.* How Entrepreneurs Create Wealth in Transition Economies // *Academy of Management Executive*. 2001. Vol. 15. N 1. P. 95–110.
- Pfeffer J., Salancik G. R.* The External Control of Organizations. N.Y.: Harper & Row, 1978.
- Powell W.* Commentary on the Nature of Institutional Embeddedness // *Advances in Strategic Management*. 1996. Vol. 13. P. 293–300.
- Quinn R., Cameron K.* Organizational Life Cycles and Shifting Criteria of Effectiveness: Some Preliminary Evidence // *Management Science*. 1983. Vol. 29. N 1. P. 33–51.
- Rubenson G., Gupta A.* The Initial Succession: A Contingency Model of Founder Tenure // *Entrepreneurship Theory and Practice*. 1996. Vol. 21. N 2. P. 21–35.
- Shirokova G., Knatko D.* Founder Influences on the Development of Organizations: A Comparison between Founder and Non-founder Managed Russian Firms // *Journal of Business Economics and Management*. 2008. Vol. 9. N 2. P. 91–95.
- Thornton P. H., Ocasio W.* Institutional Logics and the Historical Contingency of Power in Organizations: Executive Succession in the Higher Education Publishing Industry, 1958–1990 // *American Journal of Sociology*. 1999. Vol. 105. N 3. P. 801–843.
- Wooldrige J.* Introductory Econometrics: A Modern Approach. South-Western College Pub., 2003.
- Young M. N., Peng M. W., Ahlstrom D., Bruton G. D., Jiang, Yi.* Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective // *Journal of Management Studies*. 2008. Vol. 45. N 1. P. 196–220.

Латинская транслитерация литературы, набранной на кириллице
The List of References in Cyrillic Transliterated into Latin Alphabet

- Arsyukhin E.* Mzda neubiennaya // *Rossijskaya Biznes-gazeta*. 2010. № 719 (35) [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.rg.ru/2009/09/15/vzyatki.html>
- Dolgopyatova T. G.* Kontsentratsiya aktsionernoj sobstvennosti i razvitie rossijskikh kompanij // *Voprosy ekonomiki*. 2007. № 1. S. 84–97.

- Dolgopyatova T. G.* Kapital nachinaet raspylyat'sya // *Nezavisimaya gazeta*. 2009. 24 aprelya [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: http://www.ng.ru/scenario/2009-11-24/13_capiital.html
- Dolgopyatova T. G.* Razvitie rossijskoj modeli korporativnogo upravleniya: est' li dvizhenie «snizu»? 2010 [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.hse.ru/news/14592123.html>
- Ivashkovskaya I., Konstantinov G., Filonovich S.* Stanovlenie korporatsii v kontekste zhiznennogo tsikla organizatsii // *Rossijskij zhurnal menedzhmenta*. 2004. T. 2. № 4. S. 19–34.
- Kuznetsov P. V., Murav'ev A. A.* Struktura aktsionernogo kapitala i rezul'taty deyatel'nosti firm v Rossii (Analiz «golubykh fishek» fondovogo rynka) // *Ekonomicheskij zhurnal VSHE*. 2000. T. 4. № 4. S. 475—504.
- Smol'yakova T.* Obratnyj otschet. // *Rossijskaya gazeta*. 2011. № 5445 (69) [Elektronnyj resurs]. — Rezhim dostupa: <http://www.rg.ru/2011/03/31/surinov-site.html>
- Yakovlev A. A., Danilov Yu. A.* Rossijskaya korporatsiya na 20-letnem gorizonte // *Rossijskij zhurnal menedzhmenta*. 2007. T. 5. № 1. S. 3–34.

Статья поступила в редакцию 16 марта 2011 г.