

И. В. Березинец¹, Ю. Б. Ильина¹, Д. Н. Фахритдинова²

КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ И ФИНАНСОВАЯ РЕЗУЛЬТАТИВНОСТЬ КОМПАНИЙ

¹ Санкт-Петербургский государственный университет, Российская Федерация, 199034, Санкт-Петербург, Университетская наб., д. 7/9

² ОАО «Международный Банк Санкт-Петербурга», Российская Федерация, 194044, Санкт-Петербург, Крапивный пер., д. 5

Тематика корпоративных конфликтов привлекает все большее внимание со стороны научного сообщества, рейтинговых агентств и средств массовой информации. В деловой прессе достаточно часто появляются статьи, посвященные очередному витку корпоративного конфликта в той или иной компании, а на телевизионных каналах, таких как РБК и Эксперт-ТВ, стали показывать программы, посвященные корпоративным конфликтам и корпоративному управлению с участием представителей бизнеса и экспертов из научного сообщества. Всплеск корпоративных конфликтов, произошедших за последние годы в крупнейших российских компаниях, таких как ГК «Норильский никель», ОАО «ТНК-ВР Холдинг», ОАО «Сильвинит», ОАО «Банк Москвы» и других, заставляет исследователей и практиков все чаще искать ответы на следующие вопросы: что происходит с компанией в период конфликта между различными группами стейкхолдеров; как такие конфликты отражаются на деятельности и репутации компании? Поиску ответов на сформулированные вопросы посвящено и проведенное авторами данной статьи исследование, основная цель которого заключалась в выявлении взаимосвязи корпоративных конфликтов и финансовой результативности компаний, в которых происходили такие конфликты.

Ключевые слова: агентская проблема, проблема «принципал — агент», проблема «принципал — принципал», корпоративный конфликт, индекс корпоративного конфликта.

CORPORATE CONFLICTS AND FINANCIAL PERFORMANCE

I. V. Berezinets¹, Yu. B. Ilina¹, D. N. Fakhritdinova²

¹ St. Petersburg State University, 7/9, Universitetskaya nab., St. Petersburg, 199034, Russian Federation

² “International Bank of St. Petersburg” public limited company, 5, Krapiynyi per., St. Petersburg, 194044, Russian Federation

Авторы выражают большую благодарность канд. экон. наук М. В. Смирнову за ценные замечания и обсуждение полученных результатов исследования.

Researchers, rating agencies, mass media demonstrate growing interest to corporate conflicts. Professional editions publish articles on conflicts taking place in different companies, while TV channels such as RBC, Expert-TV etc. show programs with participation of state officials and experts, where corporate governance and conflicts issues are discussed. Increasing number of corporate conflicts that have occurred in recent years in largest Russian companies such as GMK Norilsky Nickel, TNK-BP Holding, Silvinit, Bank Moskvya etc., force researchers and practitioners to increasingly look for answers to the following questions: what happens with the company in the period of conflicts between various groups of stakeholders? How these conflicts are reflected in company's performance and reputation? This study was devoted to finding answers to those questions. The goal of the research was to identify the relationship between corporate conflicts and financial performance of companies, where those conflicts have occurred.

Keywords: agency problem, principal-agent problem, principal-principal problem, corporate conflict, corporate conflict index.

КОРПОРАТИВНЫЙ КОНФЛИКТ: ОСНОВНЫЕ ПОНЯТИЯ

В начале статьи остановимся на основных подходах к определению понятия «корпоративный конфликт» (КК), представленных в современной литературе. Дж. Фон Нейман и О. Моргенштерн определяют конфликт как взаимодействие двух объектов, обладающих несовместимыми целями и способами достижения этих целей [Нейман, Моргенштерн, 1970]. Американский социолог Л. Козер дает следующее определение конфликта: конфликт — это борьба за ценности и притязания из-за дефицита статуса, власти и средств, в которой цели противников нейтрализуются, ущемляются или элиминируются их соперниками [Coser, 1968]. Термин «корпоративный конфликт» не имеет однозначного определения и толкования. Одно из определений корпоративного конфликта представлено в Кодексе корпоративного поведения: «Любое разногласие или спор между органом общества и его акционером, которые возникли в связи с участием акционера в обществе, либо разногласие или спор между акционерами, если это затрагивает интересы общества, по своей сути представляет собой корпоративный конфликт, так как затрагивает или может затронуть отношения внутри общества» [Кодекс корпоративного поведения, 2002].

Ю. Сизов и А. Семенов определяют корпоративный конфликт как «разногласия и споры, возникающие между акционерами общества, акционером и менеджментом общества, инвестором (потенциальным акционером) и обществом, которые приводят или могут привести к одному из следующих последствий: нарушение норм действующего законодательства, устава или внутренних документов общества, прав акционера или группы акционеров; иски к обществу, его органам управления или по существу принимаемых ими решений; досрочное прекращение полномочий действующих органов

управления; существенные изменения в составе акционеров» [Семенов, Сизов, 2002, с. 11].

В то же время в исследовании, проведенном Центром экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР РЭШ) по заказу Национального совета по корпоративному управлению «Корпоративные конфликты в современной России и за рубежом», корпоративный конфликт определяется как «*открытое противостояние* (курсив наш. — И. Б., Ю. И., Д. Ф.), в которое вовлечены две или более сторон из числа акционеров, менеджеров, членов совета директоров и, в случае поглощения, потенциальный поглотитель» [Корпоративные конфликты..., 2011, с. 5].

Отметим, что во всех вышеупомянутых источниках корпоративный конфликт рассматривается только для случая акционерных обществ, несмотря на тот факт, что по российскому законодательству к организациям корпоративного типа могут быть отнесены и другие юридические лица. Кроме того, в качестве возможных сторон конфликта рассматриваются лишь менеджмент, совет директоров, акционеры и потенциальный поглотитель, другие стейкхолдеры не принимаются во внимание. Авторы данного исследования склонны опираться на понятие корпоративного конфликта, представленное выше. Следует отметить, что в данном определении делается акцент на то, что корпоративный конфликт признается *открытым* противостоянием, т. е. информация о нем является *общедоступной*: опубликована в СМИ, на сайте компании, в социальных сетях и других информационных источниках.

КОРПОРАТИВНЫЙ КОНФЛИКТ И АГЕНТСКАЯ ПРОБЛЕМА

Корпоративный конфликт может быть вызван двумя причинами: расхождением во мнениях и расхождением в интересах сторон [Корпоративные конфликты..., 2011]. Конфликты, связанные с расхождением во мнениях, редко освещаются в СМИ и обычно разрешаются путем голосования или договоренностей.

В основе конфликтов, вызванных расхождением в интересах, лежит агентская проблема и связанные с ней агентские издержки. Как известно, существуют различные типы агентской проблемы в зависимости от того, какие стороны корпоративных отношений вовлечены в потенциальный конфликт.

В течение длительного времени проблема «принципал — агент» занимала центральное место в исследованиях, посвященных корпоративному управлению. В рамках таких исследований предполагалось, что расплывчатая структура собственности способствует возникновению конфликта между акционерами и менеджментом ввиду возможности проявления ме-

неджерами управленческого оппортунизма [Jensen, 1986; Eisenhardt, 1989; Shleifer, Vishny, 1997; Ang, Cole, Lin, 2000; McKnight, Charlie, 2009; Utami, 2011].

В 1999 г. исследователи Р.Ла Порта, Ф.Лопес де Силанес и А.Шлейфер установили, что распыленная структура собственности превалирует в США и Великобритании и является скорее исключением, чем правилом для остального мира. Ученые пришли к выводу, что большинство корпораций контролируется семьями или государством и характеризуются концентрированной структурой собственности [La Porta et al., 1999]. В таких компаниях проблема «принципал — агент» уступает место модели взаимоотношений между ключевыми стейкхолдерами «принципал — принципал», которая и становится основной проблемой корпоративного управления.

Под проблемой «принципал — принципал» зарубежные исследователи понимают такую систему взаимоотношений, в основе которой лежит разнонаправленность целей миноритарных и мажоритарных акционеров [Young et al., 2003; Chen, Young, 2010; Ward, Filatotchev, 2010; Jiang, Peng, 2011; Sauerwald, Peng, 2013]. В качестве основных причин существования проблемы авторы исследований выделяют следующие: концентрированную структуру собственности, слабую правовую защиту миноритарных акционеров, владение и управление компанией членами одной семьи, пирамидальные структуры собственности и бизнес-группы (в России ранее имели распространение финансово-промышленные группы, или ФПГ) и государственное участие в капитале [Young et al., 2003; Chen, Young, 2010]. Но, как показывает практика, такую разнонаправленность целей можно наблюдать и в ситуации наличия двух и более крупных акционеров. В этом случае основными причинами существования проблемы являются высокая ценность единоличного контроля и расхождения в видении стратегического управления компанией [Корпоративные конфликты..., 2011].

Проявлением проблемы «принципал — принципал» могут стать корпоративные конфликты между крупными акционерами (яркими примерами таких конфликтов являются конфликт между крупными акционерами в ГК «Норильский никель» и ТНК-ВР) или конфликты между миноритарными и мажоритарными акционерами.

В соответствии с упомянутыми типами агентской проблемы, корпоративные конфликты в литературе также подразделяются на конфликт «принципал — агент» (*principal-agent conflict*) и конфликт «принципал — принципал» (*principal-principal conflict*) [Su, Xu, Phan, 2007; Young et al., 2008; Jiang, Peng, 2011].

Рассмотрим специфику вышеупомянутых типов корпоративных конфликтов на примере ряда конфликтов, произошедших в российских компаниях.

КОРПОРАТИВНЫЕ КОНФЛИКТЫ В РОССИИ

Для России, как известно, характерны высокая концентрация собственности и слабая правовая защита миноритарных акционеров. Проведенный нами анализ корпоративных конфликтов, произошедших за последнее десятилетие, показал, что наиболее распространенными типами конфликтов в российских компаниях являются конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами и конфликт между крупными неконтролирующими акционерами (конфликты типа «принципал — принципал»). Как отмечается в работе [Корпоративные конфликты..., 2011], конфликты между миноритарными акционерами и менеджментом носят редкий характер и в основном происходят в компаниях с высокой долей государственного участия.

Остановимся более подробно на рассмотрении кейсов корпоративных конфликтов в российских компаниях.

Конфликт между миноритарными и мажоритарными акционерами: слияние компаний ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит». В российских компаниях мажоритарный акционер имеет в своем арсенале множество способов «притеснения» и экспроприации миноритариев: сделки с заинтересованностью, неисполнение обязательного предложения (оферты)¹, несправедливая оценка активов при реорганизации, размывающая долю миноритарных акционеров, дополнительная эмиссия акций, фактически вытесняющая акционеров из компании, обратный сплит акций (консолидация), трансфертное ценообразование², вывод активов из компании³ и вытеснение представителей миноритариев из совета директоров.

¹ Согласно Федеральному закону «Об акционерных обществах» (п. 2, ст. 84), лицо, которое приобрело более 30% общего количества акций открытого общества с учетом акций, принадлежащих этому лицу и его аффилированным лицам, в течение 35 дней с момента внесения соответствующей приходной записи по лицевому счету или с момента, когда это лицо узнало или должно было узнать о том, что оно самостоятельно или совместно с его аффилированными лицами владеет указанным количеством таких акций, обязано направить акционерам — владельцам остальных акций соответствующих категорий (типов) и владельцам эмиссионных ценных бумаг, конвертируемых в такие акции, публичную оферту о приобретении у них таких ценных бумаг [Об акционерных обществах, 2007].

² В данном исследовании под «трансфертным ценообразованием» понимается реализация товаров или услуг взаимозависимыми лицами по внутрифирменным, отличным от рыночных, ценам.

³ Под «выводом активов» обычно понимается проводимая компанией реструктуризация активов, когда по тем или иным причинам одни активы должны быть сгруппированы в одной бизнес-единице, а другие активы — в других бизнес-единицах. Однако в большинстве случаев «вывод активов» — это сделка или несколько сделок, направленных либо на освобождение имущества от каких-либо

Корпоративный конфликт произошел в процессе слияния компаний ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит» (2010–2011 гг.), крупнейших в России производителей хлористого калия. Это был конфликт между мажоритарными акционерами компании «Сильвинит» в лице З. Муцоева и А. Скурова, в совокупности владевших на момент конфликта 35% акционерного капитала компании, и миноритарными акционерами — ОАО «Акрон», Licona International Ltd., Medvezhonok Holdings Ltd. и ROF Ltd.

Причина конфликта заключалась в произведенной в целях слияния оценке стоимости акций «Сильвинита», которая, по мнению миноритариев, была очень занижена.

Слияние планировалось в два этапа: на первом этапе предполагался выкуп «Уралкалием» около 20% обыкновенных акций за 1,4 млрд долл. (894,5 долл. за акцию), а на втором — конвертация остальных акций «Сильвинита» в дополнительные акции «Уралкалия» в следующем соотношении: 133,4 обыкновенных акций «Уралкалия» за 1 обыкновенную акцию «Сильвинита» и 51,8 обыкновенных акций «Уралкалия» за одну привилегированную акцию «Сильвинита» [Латкина, 2011]. Предложенные коэффициенты конвертации, по мнению миноритарных акционеров и вставшей на их защиту Ассоциации по защите прав инвесторов, были несправедливыми.

Оценку компании «Сильвинит» провели ООО «Бюро оценки бизнеса» и ООО «Группа финансового консультирования» — компании, которые не входят в топ-50 оценочных компаний [Ханферян, 2011]. «Сильвинит» был оценен с 35%-м дисконтом к «Уралкалию», несмотря на то что операционные и финансовые показатели «Сильвинита» превышали аналогичные показатели «Уралкалия» (рис. 1). Привилегированные акции «Сильвинита» были оценены с 61%-м дисконтом к обыкновенным акциям: 27 133,54 руб. за обыкновенную акцию и 10 538,83 руб. — за привилегированную [Латкина, 2011].

На момент начала конфликта компании «Уралкалий» и «Сильвинит» имели достаточно сложные структуры собственности: множество номинальных держателей, включая офшоры. На рис. 2 и 3 представлены структуры собственности обеих компаний с конечными бенефициарами.

Как известно, З. Муцоев и А. Скуров — партнеры С. Керимова, владевшего на момент конфликта 37% акций «Уралкалия», и в «Сильвините» их действия были направлены на скорейшее проведение слияния на наиболее выгодных для «Уралкалия» условиях [Мордюшенко, 2010].

претензий со стороны государственных органов, либо попросту на хищение имущества. Самые распространенные способы «вывода активов» в российской практике: продажа активов, внесение активов в капитал хозяйствующего общества, разделение активов при реорганизации.



Рис. 1. Оценка компаний ОАО «Уралкалий» и ОАО «Сильвинит» для целей слияния

Составлено по: [Объединение Уралкалия и Сильвинита..., 2011].

В итоге слияние произошло на предложенных изначально условиях, т. е. переоценка не была произведена. Компания ОАО «Акрон» получила 84 589 726 акций «Уралкалия», или 3% от всего пакета объединенной компании, хотя изначально владела 6% (рис. 2).



Рис. 2. Структура собственности ОАО «Сильвинит» после объявления о смене состава акционеров 14 августа 2010 г.

Составлено по: [Объединение Уралкалия и Сильвинита..., 2011].

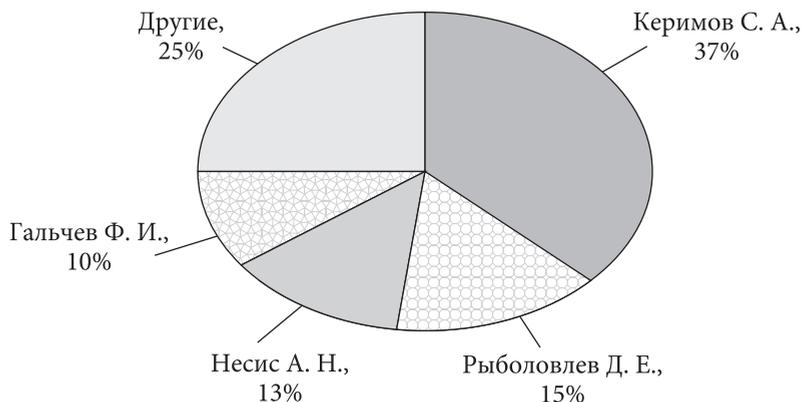


Рис. 3. Структура собственности ОАО «Уралкалий» после объявления о смене состава акционеров 14 июня 2010 г.

Составлено по: [Объединение Уралкалия и Сильвинита..., 2011].

Особый интерес для нашего исследования представляет поведение цены обыкновенной акции компании «Сильвинит» во время конфликта. На рис. 4 приведен график изменения цены обыкновенной акции компании «Сильвинит» в период с 28 ноября 2010 г. по 16 июня 2011 г.

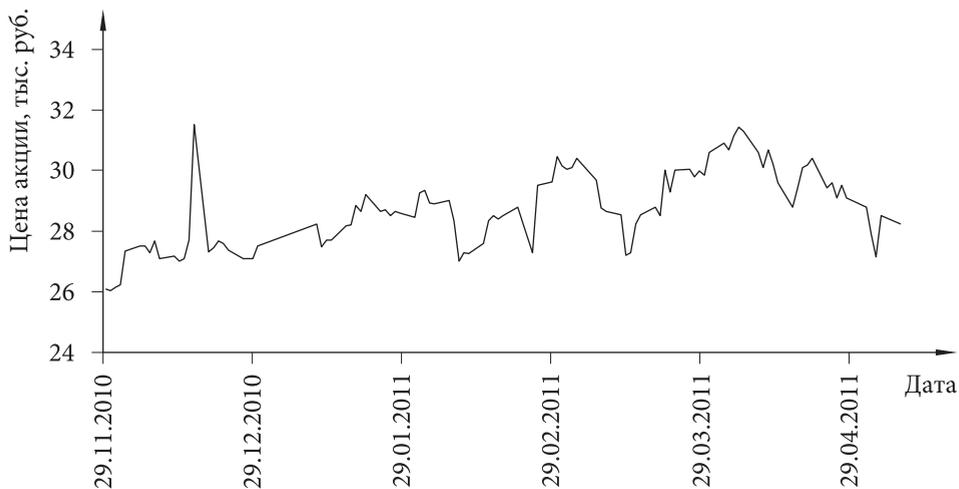


Рис. 4. Динамика цены акции ОАО «Сильвинит» с 29 ноября 2010 г. по 16 июня 2011 г. в период конфликта между акционерами

Составлено по: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/408/>

Из графика изменения цены на рис. 4 следует, что цена акции «реагировала» на происходящие в компании события, но в то же время имела

место тенденция повышения цены на указанном промежутке (за время конфликта цена акции *выросла* приблизительно на 9%), несмотря на судебные разбирательства и широкое освещение конфликта в прессе.

Рассмотренный кейс дает возможность сформулировать следующие вопросы: является ли корпоративный конфликт негативным событием для компании или это новая ступень в ее развитии; имеет ли место взаимосвязь между КК и финансовой результативностью компаний, в которых он происходит, и, если да, то каков характер этой взаимосвязи?

Конфликт между миноритарными акционерами и менеджментом: ОАО «Связьинвест» внедряет Oracle и Amdocs. Как показывает статистика корпоративных конфликтов, наиболее часто конфликты между миноритарными акционерами и менеджментом происходят в госкомпаниях [Корпоративные конфликты..., 2011]. Ярким примером является конфликт, имевший место в компании ОАО «Связьинвест» в 2003–2004 гг.

Корпоративный конфликт произошел между миноритарным акционером компании «Связьинвест» — консорциумом Mustcom Ltd.⁴, владеющим блокирующим пакетом акций холдинга «Связьинвест» (25% плюс 1 акция), и топ-менеджментом компании в лице генерального директора ОАО «Связьинвест» В. Яшина. На момент конфликта основным акционером ОАО «Связьинвест» являлось государство — Российская Федерация в лице Министерства имущественных отношений — с долей 75% минус 1 акция⁵.

Начало конфликту положило подписание в 2003 г. крупного контракта стоимостью 153 млн долл. на закупку и внедрение ERP-системы Oracle E-Business. По условиям данного контракта предполагались закупка 700 тыс. лицензий на программное обеспечение и установка системы у 25% сотрудников. Сумма данного контракта составляла 80% совокупной чистой прибыли холдинга, полученной за 2002 г.; кроме того, он заключался без тендера и подразумевал полную оплату в течение полугода. Вполне логично, что это вызвало протест со стороны миноритарных акционеров межрегиональных компаний связи (далее — МРК), контролируемых ОАО «Связьинвест» [Часть акционеров «Связьинвеста» против сделки с Oracle, 2003].

⁴ На момент начала конфликта в состав кипрского консорциума Mustcom Ltd. входили: «ОНЭКСИМ Банк», инвестиционная компания «Ренессанс Капитал», инвестиционный банк «Deutsche Morgan Grenfell», «Morgan Stanley Asset Management» и фонд Джорджа Сороса «Quantum Fund». В начале 2004 г. «Mustcom» был приобретен за 625 млн долл. совладельцем «Access Industries» Л. Блаватником.

⁵ По состоянию на 31 июля 2013 г. основным собственником ОАО «Связьинвест» по-прежнему являлось государство (75% минус 1 акция). Остальная часть акционерного капитала (25% плюс 1 акция) находится в собственности ОАО «Ростелеком».

Первые публикации, посвященные конфликту, стали появляться в прессе в июне 2003 г., когда представители Mustcom Ltd. обратились к топ-менеджерам холдинга с открытым письмом, предложив раскрыть детали сделки по приобретению программного обеспечения от Oracle [Коляда, 2003].

22 июля 2003 г. компания Oracle официально сообщила о заключении сделки. В тот же день Ассоциация по защите прав инвесторов (АПИ) разослала в СМИ очередное письмо, в котором критиковались и сама сделка, и условия ее заключения. Тем не менее 31 июля сделка была одобрена на заседании Совета директоров компании «Связьинвест»⁶ [Науменко, Коляда, 2003].

Кроме того, спустя год, 15 марта 2004 г., были обнародованы итоги тендера на закупку биллинговых систем для дочерних компаний «Связьинвеста» — холдинг заключил соглашение на 480 млн долл. с американской компанией Amdocs на внедрение в дочерних компаниях «Связьинвеста» биллинговой системы [Сальманов, 2009]. За этим событием последовала незамедлительная реакция АПИ как представителя интересов миноритарных акционеров дочерних компаний «Связьинвеста»: «Внедрение новой системы биллинга сейчас на фоне текущих серьезных расходов и с учетом сложного финансового положения ряда МРК может весьма негативно сказаться на финансовой стабильности компаний связи. Финансирование данного проекта в некоторых МРК возможно только за счет привлечения заемных средств или продажи активов, так как собственных средств у них недостаточно. И то и другое негативно скажется на финансовом положении МРК и их капитализации» [Кодачигов, Чеберко, 2004].

В июле 2003 г. была инициирована проверка «Связьинвеста» счетной палатой, завершившаяся в июле 2004 г. По результатам проверки аудиторы счетной палаты рекомендовали руководству холдинга «оценить эффективность инвестиций» и повысить прозрачность ряда процедур. Результаты внедрения вышеописанных ИТ-систем отразились на компании

⁶ По состоянию на 26 июня 2003 г. в состав Совета директоров ОАО «Связьинвест» входили: Л. Д. Рейман — министр Российской Федерации по связи и информатизации (председатель Совета директоров), Б. Д. Антонюк — первый заместитель министра РФ по связи и информатизации, А. В. Аношкин — помощник руководителя Администрации президента РФ, С. Ю. Вязалов — первый заместитель министра финансов РФ, Д. Джеованис — представитель компании Mustcom Ltd., Н. А. Гусев — заместитель министра имущественных отношений РФ, С. В. Митрофанов — заместитель генерального директора Федерального агентства правительственной связи и информации, С. Дж. Паперин — исполнительный вице-президент Фонда Сороса и В. П. Фатиков — заместитель председателя Российского фонда федерального имущества [«Связьинвест»... 2003].

только в 2008 г., когда было списано более 1,08 млрд руб. активов, связанных со стоимостью техподдержки Amdocs, и 0,94 млрд руб. стоимости ERP-системы Oracle. За 2007 и 2008 гг. было списано более 3 млрд руб. стоимости программного обеспечения. Более того, биллинговая система Amdocs так и осталась невнедренной, а ERP-система Oracle была внедрена не полностью.

Несмотря на то что акции самого ОАО «Связьинвест» не торгуются на фондовом рынке, о реакции инвесторов на происходящие в компании события можно судить по изменениям цен акций семи МРК, контролируемых на тот момент ОАО «Связьинвест»: ОАО «ВолгаТелеком», ОАО «ЦентрТелеком», ОАО «Дальсвязь», ОАО «Северо-Западный Телеком» (СЗТ), ОАО «Южная телекоммуникационная компания», ОАО «Уралсвязьинформ» и ОАО «Сибирьтелеком» (рис. 5, 6).

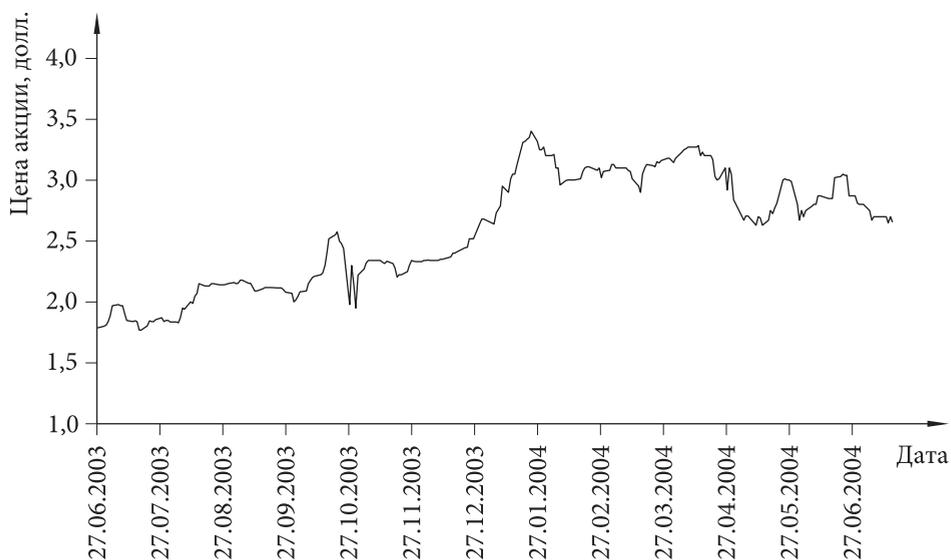


Рис. 5. Динамика цены акции ОАО «ВолгаТелеком» с 27 июня 2003 г. по 16 июля 2004 г. в период конфликта между акционерами и менеджментом компании ОАО «Связьинвест»

Составлено по: <http://www.rts.ru/ru/archive/securityresults.html>

Как и в случае с компанией «Сильвинит», цена акций МРК «реагировала» на упомянутые события. Во всех случаях имела место тенденция повышения цены на указанном промежутке времени (рис. 5, 6). Этот факт вновь заставляет задуматься над вопросом: имеет ли место взаимосвязь между корпоративными конфликтами и финансовой результативностью компаний, в которых происходят такие конфликты?

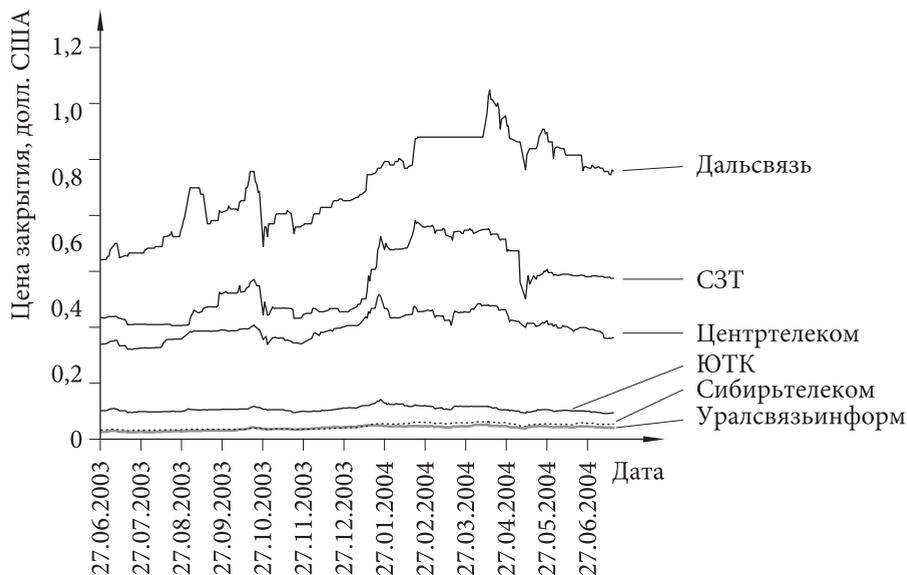


Рис. 6. Динамика цены акций ОАО «ЦентрТелеком», ОАО «Дальсвязь», ОАО «Северо-Западный Телеком» (СЗТ), ОАО «Южная телекоммуникационная компания», ОАО «Уралсвязьинформ» и ОАО «Сибирьтелеком» с 27 июня 2003 г. по 16 июля 2004 г. в период конфликта между акционерами и менеджментом компании ОАО «Связьинвест»

Составлено по: <http://www.rts.ru/ru/archive/securityresults.html>

Конфликты между крупными акционерами: РУСАЛ против «Интерроса». В 2008 г. в ГКМ «Норильский никель» начался один из самых громких на тот момент корпоративных конфликтов в России — между холдинговой компанией «Интеррос», владеющей на момент начала конфликта примерно 30% ГКМ «Норильский никель», и ОК РУСАЛ, завершившей в апреле 2008 г. сделку по приобретению блокпакета «Норильского никеля» (25% плюс 1 акция)⁷.

Основной причиной конфликта стали различные взгляды на стратегию и оперативное управление компанией. С самого начала вхождения РУСАЛа в капитал ГКМ заявленной целью О. Дерипаски было слияние РУСАЛа с «Норильским никелем» для создания «национального чемпиона», диверсифицированного гиганта, подобного RioTinto [Корпоративные конфликты...

⁷ 24 апреля 2008 г. в СМИ появилось сообщение о завершении сделки по приобретению 25% плюс 1 акция компании «Норильский никель» компанией РУСАЛ у группы «ОНЭКСИМ», контролируемой М. Прохоровым [«Русал» завершил сделку..., 2008]. До этого момента В. Потанин и М. Прохоров совместно владели 54% акций ГКМ.

2011]. Компания достаточно активно обозначила свое присутствие в «Норильском никеле»: с ее стороны последовала критика стратегии компании, разработанной менеджментом ГМК «Норильский никель», экологической политики «Норильского никеля» и нового генерального директора компании В. Стржалковского (который до назначения не имел опыта работы в горно-металлургической отрасли) [Смирнов, Аскер-Заде, 2008].

Кроме того, всем сторонам было известно, что в апреле 2008 г. РУСАЛ получил кредит у синдиката западных банков на покупку доли в ГМК. В ноябре 2008 г. Внешэкономбанк предоставил РУСАЛу кредит на 4,5 млрд долл. для рефинансирования первоначального займа. В обеспечение кредита «Русал» предоставил Внешэкономбанку залог в размере 25% акций ГМК «Норильский никель» [Внешэкономбанк дал РУСАЛу кредит...]. Ввиду наступления экономического кризиса в конце лета — в начале осени 2008 г. у РУСАЛа появилась более важная в краткосрочной перспективе цель — получить как можно большую финансовую отдачу от инвестиций в «Норильский никель». В 2010 г. РУСАЛ потребовал от менеджмента ГМК выплаты дивидендов в размере 3 млрд долл., что составляло 115% прибыли за 2009 г. [Асанкин, 2010].

Еще одним фактором, послужившим причиной конфликта, явилась разная степень влияния на оперативное управление компанией при приблизительно равном равенстве долей основных акционеров: представители РУСАЛа не могли провести ни одну свою инициативу в совете директоров «Норильского никеля», так как менеджмент ГМК был лоялен «Интерросу». Исполнительные директора в совете директоров всегда принимали сторону «Интерроса», обеспечивая большинство голосов при голосовании. Более того, в 2010–2011 гг. вопреки мнению представителей РУСАЛа в Совете директоров ГМК «Норильского никеля» менеджмент ГМК провел три программы выкупа акций. Офшорными структурами «Норильского никеля» всего было приобретено 16,94% акций. Осуществление выкупа акций дочерними структурами способствовало усилению влияния «Интерроса» и фактически позволило ему управлять более 30% акций ГМК, не выставляя оферту другим акционерам.

Конфликт завершился только в начале декабря 2012 г., когда в состав акционеров ГМК «Норильский никель» вошла компания Millhouse Capital, принадлежащая Р. Абрамовичу: выкупив 3 873 537 акций ОАО ГМК «Норильский никель» у ОК РУСАЛ и 5 420 464 акции ГМК у ХК «Интеррос», Millhouse Capital получила в управление 5,87% ГМК «Норильский никель» [Millhouse купит у «Русала»..., 2012].

РУСАЛ, «Интеррос» и Millhouse Capital подписали соглашение, направленное на прекращение акционерного конфликта вокруг ГМК «Норильский никель». Согласно соглашению, Совет директоров ГМК «Норильский никель» должен состоять из 13 человек: по 4 места получают «Интеррос» и РУСАЛ, по 3 — Millhouse Capital, по 2 — независимые директора. Помимо

этого, каждый из основных акционеров должен перечислить 5,8–7,5% акций ГМК на специальный счет в банке-агенте таким образом, чтобы на счете было сгенерировано 22% акций, в таком случае у «Интеррос» остается около 22% акций, у РУСАЛа — около 18%, Millhouse же передает пакет полностью. В случае возобновления конфликта акционеры могут потерять акции, перечисленные на этот счет [Подписано соглашение об управлении...]. На рис. 7 показано, как изменялась цена акции ОАО «Норильский никель» в период конфликта. В данном случае нельзя сделать однозначного вывода о тенденции в поведении цены акции. За время конфликта цена акции «Норильского никеля» претерпевала значительные изменения, реагируя на происходящие в компании (и вне ее) события.



Рис. 7. Динамика цены акции ОАО «Норильский никель» с 24 апреля 2008 г. по 10 декабря 2012 г. в период конфликта между акционерами

С о с т а в л е н о п о: <http://stocks.investfunds.ru/stocks/251/>

Перейдем к рассмотрению проведенного нами исследования, направленного на выявление *наличия взаимосвязи между корпоративными конфликтами и финансовой результативностью компаний, в которых происходили данные конфликты.*

МЕТОДОЛОГИЯ

Для проведения исследования в первую очередь необходимо было определиться с показателем, который позволил бы измерить интенсивность корпоративных конфликтов. Анализ исследований по данной про-

блематике показал, что лишь немногие из них рассматривали проблему измерения интенсивности корпоративного конфликта в компании. Отметим два подхода к измерению показателя, характеризующего корпоративный конфликт.

В исследовании [Муравьев, Березинец, Ильина, 2012] авторы для измерения остроты корпоративных конфликтов между акционерами и сторонами, контролирующими фирму, использовали показатель «премии за голос». Премия за голос (VP) вычисляется как отношение разности между ценой обыкновенной (P_{CSh}) и привилегированной акции (P_{PSh}) к цене привилегированной акции; в основе такого подхода лежит концепция частных выгод контроля.

$$VP = \frac{P_{CSh} - P_{PSh}}{P_{PSh}}. \quad (1)$$

В свою очередь, в исследовательской работе [Радыгин, Архипов, 2000], в которой рассматривалась проблема выявления взаимосвязи между интенсивностью корпоративных конфликтов и финансовой результативностью компании, для измерения интенсивности корпоративных конфликтов был построен индекс по авторской методике. Значения индекса вычислялись по формуле (2), которая имеет вид:

$$CCI = d_0 \cdot \sum_{j=1}^N d_j, \quad (2)$$

где N — число использованных в построении индекса показателей, j — номер показателя, d_j — значение соответствующего показателя, d_0 — бинарная переменная, принимающая значение, равное нулю, в случае если в компании существует акционер, владеющий более 50% акций, и значение, равное единице, в ином случае. Причем нулевое значение индекса свидетельствовало об отсутствии потенциального конфликта между акционерами компании, а, соответственно, более высокое значение индекса свидетельствовало о большей интенсивности корпоративного конфликта. Для построения индекса авторы использовали следующие показатели [Радыгин, Архипов, 2000]:

- ♦ наличие в компании акционера, владеющего более 50% акций (d_0);
- ♦ факт выплаты дивидендов по привилегированным акциям в 1997–1998 гг. (d_1);
- ♦ осуществление выкупа компанией собственных акций в 1996–1999 гг. (d_2);
- ♦ проведение дополнительной эмиссии акций, не связанной с переоценкой основных фондов в 1996–1999 гг. (d_3);
- ♦ количество общих собраний акционеров за последние два года (d_4).

Переменные d_0, \dots, d_3 , используемые в построении данного индекса, являются бинарными, принимающими два значения: 0 либо 1. Переменная d_4 является количественной.

Авторы исследования [Радыгин, Архипов, 2000] пришли к выводу о том, что для компаний с более высоким уровнем интенсивности корпоративного конфликта характерны более высокие показатели финансовой результативности.

В проводимом нами исследовании измерение остроты корпоративного конфликта с использованием метода, предложенного в работе [Муравьев, Березинец, Ильина, 2012], не представлялось возможным в связи с тем, что достаточно большой процент компаний из выборки в нашем исследовании составили компании с одним типом акции. Поэтому нами был взят за основу метод измерения остроты корпоративного конфликта при помощи индекса, предложенный в исследовании [Радыгин, Архипов, 2000].

Остановимся на некоторых аспектах построения индекса, которые в нашем исследовании были модифицированы.

Во-первых, при вычислении индекса авторы предполагали, что в случае наличия контролирующего акционера интенсивность корпоративного конфликта в компании равна нулю, или, другими словами, потенциального конфликта не существует. Как показал проведенный нами анализ корпоративных конфликтов в российских компаниях в период с 2000 по 2012 г., в 65% случаях конфликт происходил в компаниях, где имелся контролирующий акционер.

Во-вторых, данный индекс не учитывал степень «открытости» КК, т.е. интенсивность освещенности конфликта в средствах массовой информации. С нашей точки зрения, данное качество КК — «открытость» — напрямую связано с интенсивностью корпоративного конфликта.

В-третьих, из многочисленных методов экспроприации миноритарных акционеров (а в случае наличия контролирующего собственника — также и мажоритарных акционеров) в индекс были включены лишь выкуп собственных акций и дополнительная эмиссия.

В-четвертых, индекс являлся невзвешенным — предполагалось, что все переменные, включенные в индекс, в равной степени вносят свой вклад при измерении интенсивности корпоративного конфликта.

Поэтому в проведенном нами исследовании в качестве меры интенсивности корпоративного конфликта был использован индекс корпоративного конфликта, построенный по следующей методике.

В индекс были включены 10 показателей, которые относятся к двум категориям: «корпоративная составляющая» (CORP) и «освещение в средствах массовой информации» (MEDIA). В свою очередь, категория «корпоративная составляющая» включает в себя две подкатегории: «корпоративное

управление» и «экспроприация акционеров». Вычисление значения индекса интенсивности корпоративного конфликта *CCI*, используемого в данной работе, производилось по формуле:

$$CCI = 0,7 \cdot CORP + 0,3 \cdot MEDIA. \quad (3)$$

Индекс интенсивности корпоративного конфликта вычислялся для каждой компании выборки на трех промежутках времени: год до конфликта, во время конфликта и год после конфликта (третий промежуток мог составлять менее года в связи с тем, что некоторые конфликты завершились менее года назад). При этом под *началом конфликта* в исследовании понималась *дата первого публичного сообщения о конфликте*. Под разрешением конфликта подразумевалось, что корпоративный конфликт может быть разрешен многими способами, а именно: продажа доли в компании одной из конфликтующих сторон, реорганизация компании (например, слияние), вынесение решения суда, разрешающего конфликтную ситуацию, и др. В таком случае под *окончанием конфликта* понималась дата события, которое рассматривалось как разрешение конфликта для конкретной компании и ситуации (рис. 8).

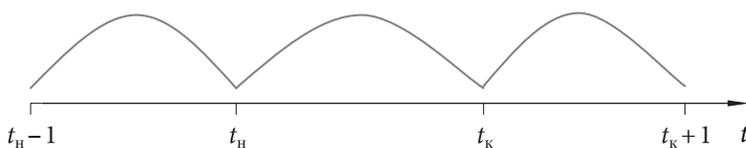


Рис. 8. Периоды наблюдения компаний, в которых происходил корпоративный конфликт

Более подробно структура индекса интенсивности корпоративного конфликта представлена в табл. 1.

Таблица 1

Структура индекса интенсивности корпоративного конфликта

Показатель	Измерение
1	2
Категория «корпоративная составляющая»	
<i>«Корпоративное управление»</i>	
Наличие контролирующего акционера	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 0, при наличии контролирующего акционера в компании; 1 — если такого акционера нет

1	2
Доля внеочередных собраний	Отношение числа внеочередных собраний акционеров к общему числу собраний акционеров
Доля членов совета директоров, не являющихся независимыми	Вычислялась как разность между 1 и долей независимых директоров в совете директоров
<i>«Экспроприация акционеров»</i>	
Осуществление переоценки активов компании в случае ее реорганизации	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, в случае, если проводилась переоценка активов при реорганизации, 0 — в ином случае
Осуществление дополнительных эмиссий акций	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, в случае, если осуществлялись дополнительные эмиссии акций; 0 — в ином случае
Вывод активов из компании	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, в случае, если в период конфликта из компании выводились активы; 0 — в ином случае
Наличие факта неисполнения обязательного предложения (оферты)	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, при наличии факта неисполнения обязательного предложения (оферты); 0 — в ином случае
Осуществление выкупа собственных акций	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, в случае, если выкуп собственных акций осуществлялся; 0 — в ином случае
Наличие факта трансфертного ценообразования	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, в случае, если в период конфликта использовалось трансфертное ценообразование; 0 — в ином случае
Категория «освещение в СМИ»	
Открытость корпоративного конфликта компании	Вычислялась как отношение числа упоминаний о конфликте в СМИ («Ведомости», «РБК daily», «Коммерсант») в данном периоде к общему числу упоминаний всех конфликтов

При распределении весовых коэффициентов в индексе мы исходили из следующих соображений. Корпоративная составляющая индекса корпоративных конфликтов вводилась в индекс с весовым коэффициентом 0,7, так как она отражает причины конфликта и используемые конфликтующими сторонами «методы борьбы» (подкатегория «экспроприация акционеров») и процедуры корпоративного управления, с помощью которых конфликт

может быть разрешен (подкатегория «корпоративное управление»). При выборе весовых коэффициентов нами использовались как экспертные оценки, так и регрессионный анализ. Кроме того, отметим, что результаты эконометрического анализа оставались робастными для выбранного соотношения весовых коэффициентов.

Прокомментируем включенные для вычисления индекса КК категории, указанные в табл. 1. Поскольку высокая концентрация собственности рассматривается как один из механизмов корпоративного управления, позволяющий крупным собственникам осуществлять более пристальный мониторинг деятельности менеджмента, то предполагается, что в таких компаниях снижается острота агентской проблемы в ее классическом понимании (проблема «принципал — агент»). Однако существует возможность возникновения конфликта между самими акционерами (проблема «принципал — принципал»). При этом в случае наличия в компании контролирующего собственника возможность таких потенциальных конфликтов снижается, поскольку предполагается, что контролирующий акционер будет контролировать действия менеджмента, влиять на совет директоров, иметь большинство голосов на общем собрании акционеров и у других акционеров будет немного шансов противостоять ему. Поэтому потенциально в таких компаниях открытых конфликтов между контролирующим акционером и миноритарными акционерами может не возникать. Однако, как показал анализ корпоративных конфликтов в российских компаниях в период с 2000 по 2012 г., в 65% случаях конфликт происходил именно в тех компаниях, где имелся контролирующий акционер. Это дает основание придавать особое значение механизмам и процедурам корпоративного управления в разрешении корпоративного конфликта, особенно в компаниях, где имеется контролирующий акционер. Для решения и обсуждения спорных и (или) конфликтных вопросов созываются внеочередные собрания акционеров. Частота их созыва может выступать показателем проявления корпоративного конфликта и служить сигналом о том, что конфликтующие стороны пытаются прийти к договоренности. На рис. 9 представлена диаграмма распределения частоты внеочередных собраний акционеров, составленная нами по результатам анализа выборки российских компаний, в которых происходили корпоративные конфликты. Как показывает анализ, средняя доля внеочередных собраний в период конфликта выше, чем в периоды до и после конфликта.

В период конфликта повышается роль независимых директоров в деятельности совета директоров, так как предполагается, что, имея независимое суждение в силу отсутствия аффилированности с компанией, независимые директора способны предложить вариант разрешения конфликта, который может удовлетворить все конфликтующие стороны. Если независимых директоров в совете нет либо их число невелико, это может служить сигналом

того, что конфликт будет сопровождаться более напряженными взаимоотношениями между сторонами и его разрешение будет откладываться. Как показал анализ структуры советов директоров компаний, в которых имел место корпоративный конфликт (рис. 10), средняя доля членов совета директоров, не являющихся независимыми, в период конфликта ниже, чем в периоды до и после конфликта.

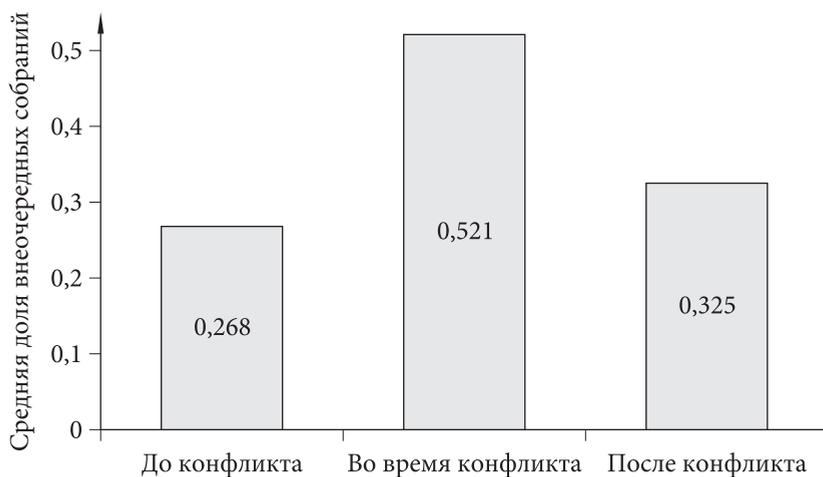


Рис. 9. Диаграмма распределения средней доли внеочередных собраний акционеров в компаниях выборки

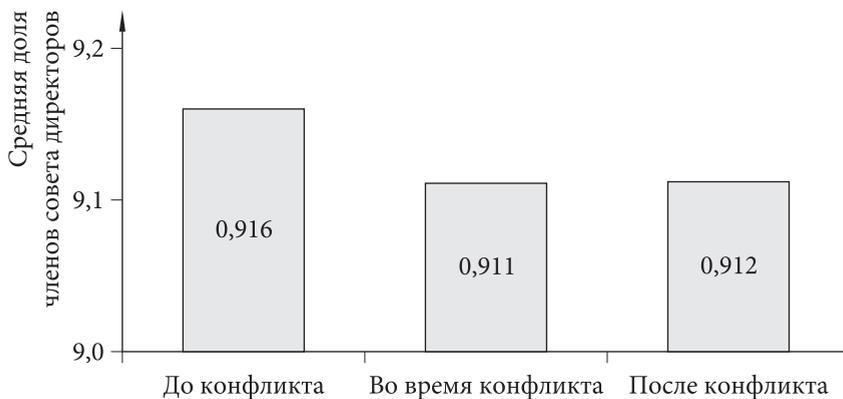


Рис. 10. Диаграмма распределения средней доли членов совета директоров, не являющихся независимыми

Как показал анализ корпоративных конфликтов в российских компаниях в период с 2000 по 2012 г., в большинстве случаев конфликт развивался по причине ущемления прав одной из сторон конфликта другой стороной.

Это характерно не только для конфликтов типа «миноритарный акционер — мажоритарный акционер/менеджмент», но и для всех типов конфликтов, в том числе и между крупными акционерами. В последнем случае возможность экспроприации может быть обусловлена информационной асимметрией, а также различием во взаимоотношениях акционеров с менеджментом компании. Как показал конфликт, произошедший в ГК «Норильский никель», менеджмент может быть лоялен только по отношению к одному из крупных акционеров компании.

По результатам анализа было выделено шесть основных способов экспроприации, по причине которых возникали конфликты в российских компаниях:

- ♦ осуществление дополнительной эмиссии акций;
- ♦ выкуп собственных акций;
- ♦ неисполнение обязательного предложения (оферты);
- ♦ переоценка активов компании в случае ее реорганизации;
- ♦ трансфертное ценообразование;
- ♦ вывод активов из компании.

Следует отметить, что при построении индекса интенсивности корпоративного конфликта факт ущемления прав акционеров с использованием перечисленных способов учитывался только при наличии информации об этом факте в открытых источниках.

Анализ КК компаний выборки, на которой было проведено данное исследование, показал, что в 31% всех случаев конфликтов применялось более одного способа экспроприации акционеров. Было установлено, что в период конфликта, наибольшее число компаний прибегает к разнообразным способам экспроприации по сравнению с периодами до и после конфликта, причем некоторые способы экспроприации используются исключительно в период конфликта (рис. 11).

Как уже отмечалось, согласно подходу, предложенному Национальным советом по корпоративному управлению, корпоративный конфликт — это *открытое противостояние сторон* [Корпоративные конфликты..., 2011]. Противостояние становится открытым, когда информация о нем доступна общественности. Некоторые исследователи полагают, что «корпоративный конфликт *всегда* имеет форму вызова, публичного декларирования намерения добиваться своих прав путем обращения к «третьим лицам» [Осипенко, 2003, с. 54]. Поэтому закономерно предположить, что средства массовой информации играют значительную роль в *отражении* корпоративного конфликта. СМИ являются важным источником информации о ценности компании. Как известно, одной из функций финансового рынка является информационная, посредством которой рынок подает сигналы инвесторам о состоянии различных его секторов. СМИ выступают в качестве

информационного посредника, являющегося источником информации об индикаторах рынка и событиях, которые оказывают влияние на ценность финансовых активов и, таким образом, на принятие инвестиционных решений. Результаты эмпирических исследований свидетельствуют о наличии взаимосвязи между информационным охватом и объемом торгов, доходностью акций, волатильностью доходности [Coval, Shumway, 2001; Antweiler, Frank, 2004; Doukas, Kim, Pantzalis, 2005; Tetlock, 2007; Tetlock, Saar-Tsechansky, Mackassy, 2008]. Так, например, в исследовании [Carretta et al., 2011] было выявлено наличие значимого влияния новостей, в которых содержалась информация о корпоративном управлении компании, на рыночную доходность акций.

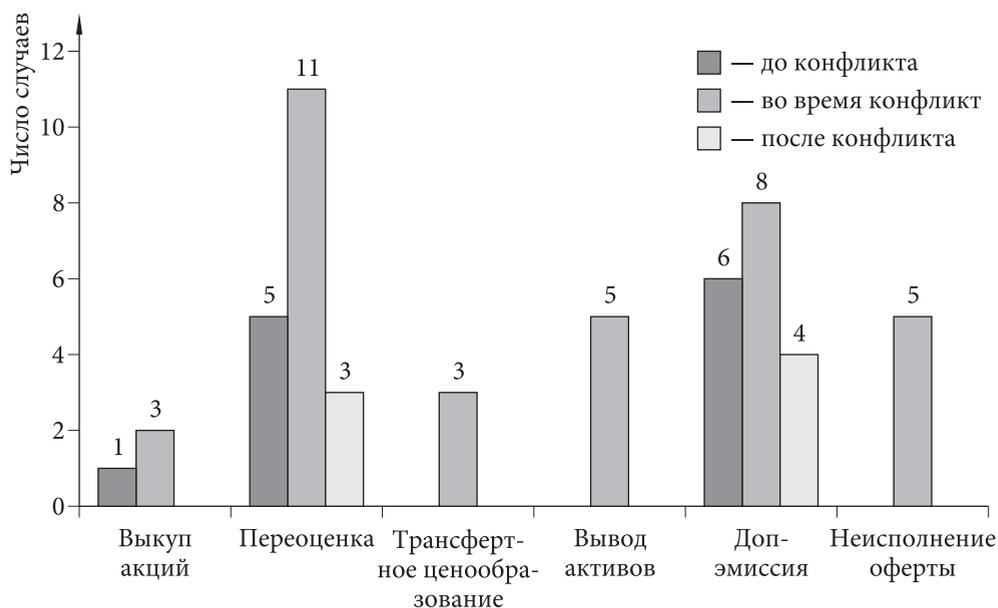


Рис. 11. Диаграмма распределения числа случаев экспроприации акционеров

Однако, несмотря на перечисленные доводы, категория «освещение в СМИ» имеет значительно меньший вес в индексе, равный 0,3, так как, с нашей точки зрения, является лишь сигнальным отражением первой категории — «корпоративная составляющая». Кроме того, средства массовой информации могут освещать конфликты по причине популярности и известности отдельных лиц, задействованных в конфликте (собственников, топ-менеджеров, других стейкхолдеров), а не по причине интенсивного проявления конфликта.

Методология исследования. Эконометрическое исследование, которое мы провели для ответа на вопрос о наличии и характере взаимосвязи меж-

ду интенсивностью корпоративных конфликтов и финансовой результативностью компании, базировалось на линейной регрессионной модели вида:

$$\begin{aligned} \text{Mark_Cap}_{i,t} = & \beta_0 + \beta_1 \text{CCI}_{i,t} + \beta_2 \text{Size}_{i,t} + \\ & + \beta_3 \text{Div}_{i,t} + \beta_4 \text{Index}_{i,t} + \beta_5 \text{Crisis}_{i,t} + \varepsilon_{i,t}, \end{aligned} \quad (4)$$

где в качестве зависимой переменной была выбрана переменная $\text{Mark_Cap}_{i,t}$ — величина рыночной капитализации компании i в период t , где $i = 1, 2, \dots, N$; $t = 1, 2, 3$; независимая переменная $\text{CCI}_{i,t}$ характеризует интенсивность проявления корпоративного конфликта в компании i в период t , независимая переменная $\text{Size}_{i,t}$ — размер компании, переменная $\text{Index}_{i,t}$ — значение индекса РТС в рассматриваемые периоды. При помощи бинарной переменной $\text{Div}_{i,t}$ мы моделировали факт выплаты дивидендов в компаниях с корпоративными конфликтами. При помощи бинарной переменной $\text{Crisis}_{i,t}$ мы контролировали влияние финансового кризиса 2008–2009 гг. на капитализацию компаний, в которых произошли корпоративные конфликты. Через β_0, \dots, β_5 в уравнении (4) обозначены неизвестные коэффициенты, через $\varepsilon_{i,t}$ — случайная величина.

В табл. 2 приведено описание и способ измерения значений переменных, использованных в эконометрическом анализе.

Таблица 2

Описание переменных

Зависимая переменная	
$\text{Mark_Cap}_{i,t}$	Логарифм рыночной капитализации компании i в период t
Независимые переменные	
$\text{CCI}_{i,t}$	Переменная, характеризующая проявление корпоративного конфликта. Значение переменной для компании i в период t рассчитывалось при помощи индекса интенсивности корпоративного конфликта
$\text{Size}_{i,t}$	Прокси переменная, характеризующая размер компании, измеренная как логарифм активов компании i в период t
$\text{Index}_{i,t}$	Логарифм значения индекса РТС, соответствующего компании i в период t
$\text{Div}_{i,t}$	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, в случае, если за рассматриваемый период t компания выплачивала дивиденды и равное 0, если выплаты не производились
$\text{Crisis}_{i,t}$	Бинарная переменная, принимающая значение, равное 1, в случае, если рассматриваемый период t частично или полностью приходился на период кризиса 2008–2009 гг., и равное 0 — в ином случае

Формирование выборки. В выборку исследования были включены публичные торгуемые компании, в которых в период с 2000 по 2012 г. происходили корпоративные конфликты. Поиск компаний, в которых имел место корпоративный конфликт, осуществлялся в несколько этапов.

На первом этапе проводился поиск с помощью поисковой системы Google и мониторинг средств массовой информации, а именно: периодических новостных изданий «Коммерсант», «Ведомости» и «РБК daily» — в архивах самих изданий, а также с помощью базы данных Integrum. Поиск осуществлялся по следующим ключевым словам и словосочетаниям: «конфликт», «корпоративный конфликт», «конфликт акционеров», «конфликт интересов», «столкновение интересов», «расхождение интересов», «корпоративная война». Период поиска задавался с 2000 по 2012 г.

На втором этапе производилась работа с ресурсом <http://www.corp-gov.ru/> — сайтом, разработанным Ассоциацией по защите прав инвесторов (АПИ)⁸. Данный ресурс являлся проектом, реализуемым в рамках Круглого стола ОЭСР и Всемирного банка по корпоративному управлению в России. В разделе «конфликты» данного ресурса содержится информация по тем конфликтам, мониторингом которых занималась АПИ.

По результатам первых двух этапов факт наличия корпоративного конфликта был констатирован в 39 компаниях, среди которых акции только 23 компаний торговались на бирже (59% от общего числа компаний с корпоративными конфликтами). Остальные компании либо имели организационную форму, отличную от ОАО, либо являлись ОАО, акции которого не торговались на бирже. Информация по всем описанным выше переменным собиралась и изучалась на трех временных промежутках: до конфликта, во время конфликта и после конфликта, в результате было получено 67 наблюдений для исследования (в двух компаниях период после конфликта не рассматривался, так как после конфликта компании были реорганизованы и прекратили свое существование).

Нельзя утверждать, что нам удалось выявить все компании, в которых происходил корпоративный конфликт в указанный период. Тем не менее мы считаем, что корпоративные конфликты, информация о которых была легкодоступна для обычного пользователя Интернета через новостные издания и поисковые системы, были включены в выборку. Этот подход соотносится и с самим определением КК, согласно которому корпоративный конфликт является открытым противостоянием (т.е. информация о нем является *общедоступной*: опубликована в СМИ, на сайте компании, в социальных сетях и

⁸ По состоянию на 10 февраля 2014 г. сайт «переехал», и теперь официальной страницей АПИ является <http://ipa-moscow.com/ru>. Несмотря на изменения, первоначальная версия по-прежнему функционирует и все материалы являются доступными.

других информационных источниках). Информационную базу проведенного исследования составили следующие источники: данные по рыночной капитализации компаний и значению индекса РТС были получены из архива биржи РТС (<http://www.rts.ru/ru/archive/securityresults.html>), данные по выплате дивидендов — из баз данных СКРИН и СПАРК (www.skrin.ru и <http://spark.interfax.ru/>); для построения индекса интенсивности корпоративного конфликта использовалась информация из баз данных СКРИН, СПАРК, сайта Ассоциации по защите прав инвесторов www.corpgov.ru (раздел «конфликты») и перечисленных выше средств массовой информации.

На рис. 12 показано распределение компаний по отраслям: наибольшее число корпоративных конфликтов происходило в компаниях электроэнергетической отрасли. Примерно в равной степени корпоративные конфликты затронули компании металлургической отрасли, нефтяной и газовой промышленности и отрасли телекоммуникаций. Небольшой процент корпоративных конфликтов пришелся на компании химической отрасли и компании, занимающиеся финансовой деятельностью.



Рис. 12. Распределение компаний выборки с корпоративными конфликтами по отраслям

В соответствии с классификацией корпоративных конфликтов, представленной ранее, все корпоративные конфликты, происходившие в компаниях выборки, были разделены на три типа:

- ♦ конфликт между мажоритарными и миноритарными акционерами;
- ♦ конфликт между крупными акционерами⁹;
- ♦ конфликт между акционерами и менеджментом.

⁹ Под «крупным акционером» подразумевается мажоритарный либо контролирующий акционер.

Распределение корпоративных конфликтов, происходивших в компаниях выборки, по типам представлено на рис. 13. Как показал анализ, 65% конфликтов происходило между мажоритарными и миноритарными акционерами, 26% конфликтов — между крупными акционерами и 9% конфликтов — между акционерами и менеджментом.

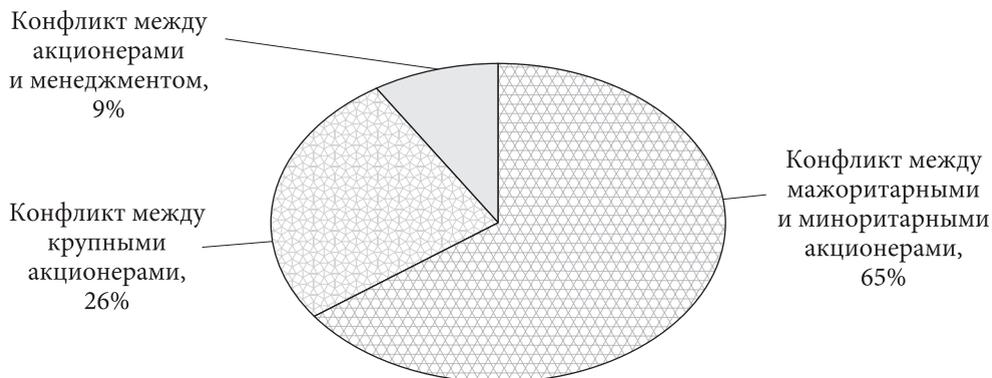


Рис. 13. Распределение корпоративных конфликтов, происходивших в компаниях выборки, по типам

Распределение корпоративных конфликтов по годам представлено на рис. 14. В том случае, если КК приходился на несколько периодов, то он учитывался в каждом из них. Как можно видеть из рис. 14, наибольшее число конфликтов — порядка 45% — пришлось на 2009–2012 гг., в то же время 26% корпоративных конфликтов происходило в период 2006–2008 гг. На начало 2000-х гг. (2000–2002 гг.) пришлось 16% конфликтов, и оставшиеся 13% протекали в 2003–2005 гг. Можно сказать, что, несмотря на совершенствование механизмов корпоративного управления, число корпоративных конфликтов увеличивалось. С нашей точки зрения, эти факты служат еще одним аргументом против однозначного суждения о корпоративных конфликтах как исключительно негативных событиях. Усовершенствованные практики КУ могли способствовать выявлению потенциальных конфликтов, их проявлению и в конечном итоге урегулированию возникшего конфликта наиболее цивилизованными методами. В других условиях конфликты могли перерасти в более глобальную со стратегической точки зрения проблему.

Анализ освещения корпоративных конфликтов в средствах массовой информации показал, что, несмотря на относительно небольшой процент конфликтов между крупными акционерами в компаниях выборки, 51% всех упоминаний корпоративных конфликтов в СМИ пришлось именно на этот тип корпоративных конфликтов (рис. 15).

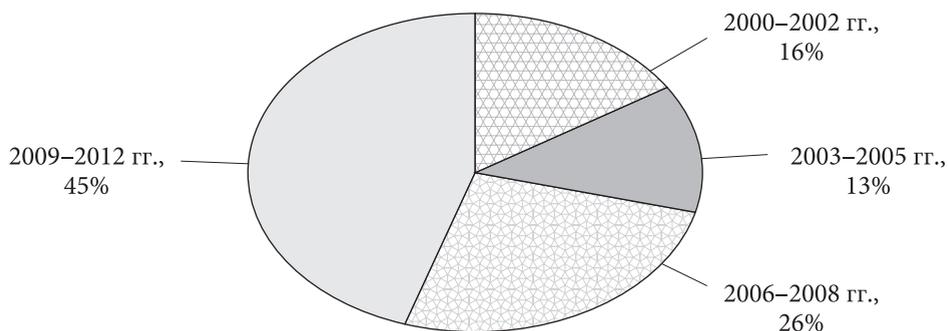


Рис. 14. Распределение конфликтов, происходивших в компаниях выборки, по временным промежуткам

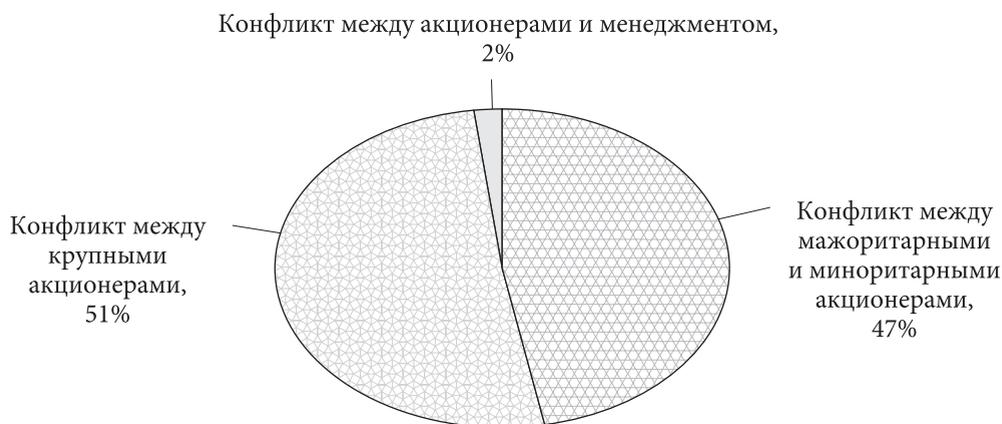


Рис. 15. Распределение упоминаний корпоративных конфликтов в СМИ по типам конфликтов

Результаты описательной статистики переменных, использованных в эконометрическом анализе, для каждого из рассматриваемых периодов (до конфликта, во время конфликта и после конфликта) приведены в табл. 3.

Таблица 3

Описательная статистика переменных

Переменная	Выборочное среднее			Выборочное СКО		
	ДК	КК	ПК	ДК	КК	ПК
1	2	3	4	5	6	7
<i>Mark_Cap</i>	24,451	24,774	24,427	2,430	2,417	2,498
<i>CCI</i>	1,438	2,322	1,309	0,642	0,575	0,449

1	2	3	4	5	6	7
Size	24,731	25,006	25,124	2,118	2,104	1,982
Index	6,808	6,942	6,924	0,937	0,797	0,686
	Минимальное значение			Максимальное значение		
	ДК	КК	ПК	ДК	КК	ПК
Mark_Cap	19,336	19,476	19,768	27,598	27,891	27,852
CCI	0,700	1,313	0,700	2,800	3,273	2,101
Size	20,200	20,558	21,290	28,363	28,413	28,462
Index	4,674	5,230	5,238	7,631	7,641	7,660

Примечание: ДК — период до конфликта, КК — период во время конфликта, ПК — период после конфликта.

Область значений индекса *CCI* такова, что он может принимать любое значение из промежутка $[0; 6,6]$. Из табл. 3 следует, что наибольшее значение, которое принимала переменная *CCI*, для компаний выборки, равнялось 3,273. Анализ величины индекса интенсивности КК для всех компаний на трех периодах наблюдения показал, что среднее значение индекса в период конфликта было больше, чем средние значения индекса в периоды до и после конфликта (рис. 16). Проверка гипотез о равенстве генеральных средних показала что это различие статистически значимо.

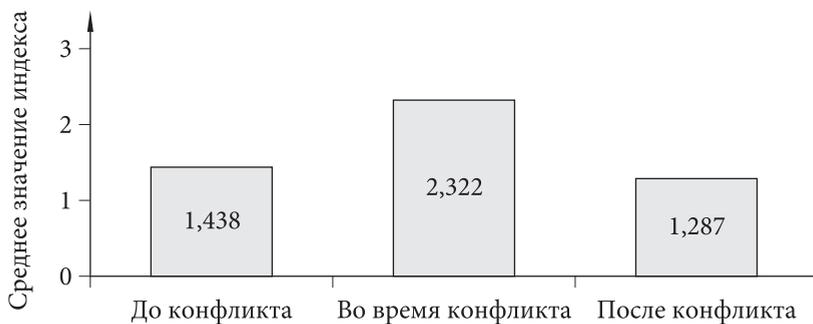


Рис. 16. Диаграмма распределения среднего значения индекса корпоративного конфликта

ЭКОНОМЕТРИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ И ВЫВОДЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

В табл. 4 представлены результаты оценивания параметров регрессионной модели (4).

Как следует из табл. 4, параметр перед переменной *CCI* значимо отличается от нуля, а оценка параметра положительна. Полученный резуль-

тат позволяет сделать вывод о наличии прямой, статистически значимой взаимосвязи, между индексом интенсивности корпоративных конфликтов и рыночной капитализацией компании, которая в данном исследовании была выбрана в качестве показателя финансовой результативности. Можно сделать вывод, что компании, в которых корпоративный конфликт может быть охарактеризован как более интенсивный, в среднем характеризуются более высоким значением капитализации. Такой результат соотносится с выводами, полученными в исследовании [Радыгин, Архипов, 2000].

Таблица 4

Результаты регрессионного анализа

Переменная	Оценка коэффициентов
<i>CCI</i>	0,297*
<i>Size</i>	1,056***
<i>Index</i>	0,286*
<i>Div</i>	0,802***
<i>Crisis</i>	0,061
<i>N</i>	67
R_{adj}^2	0,877
<i>F</i> -статистика	94,848***

Примечание: знаками ***, **, * обозначены оценки параметров, значимые на 1; 5 и 10% уровне значимости соответственно.

Статистически значимыми являются переменная *Size* — размер компании и переменная *Div*, характеризующая факт дивидендных выплат в компании. Знаки оценок параметров перед этими переменными положительные. Поэтому можно сделать вывод, что более крупным компаниям выборки в среднем соответствует более высокая капитализация. Кроме того, те компании, в которых в рассматриваемые периоды выплачивались дивиденды, более высоко оценивались рынком, чем те, где этого не происходило. Переменная *Index* также статистически значима. Положительный знак оценки параметра позволяет говорить о прямой взаимосвязи между переменными *Mark_Cap* и *Index*. Бинарная переменная *Crisis*, при помощи которой контролировалось влияние финансового кризиса на рыночную капитализацию тех компаний, для которых период конфликта попадал еще и на кризисный период, оказалась статистически не значима. Поэтому можно сделать вывод о том, что нет различия в капитализации компаний выборки, в которых период корпоративного конфликта совпадал с периодом кризиса, по сравнению с теми компаниями, в которых период протекания корпоративного конфликта не совпадал с кризисным периодом.

Наличие прямой взаимосвязи между индексом интенсивности корпоративного конфликта и рыночной капитализацией компании можно интерпретировать как положительную реакцию рынка на корпоративный конфликт.

Почему так происходит? С нашей точки зрения, корпоративный конфликт в силу своей открытости становится способом мониторинга деятельности менеджмента компании, совета директоров и реакции мажоритарных акционеров: конфликт внутри компании привлекает внимание СМИ (соответственно, общественности), регулирующих органов, аудиторов, Ассоциации по защите прав инвесторов, бизнес-сообщества. В результате компания становится более прозрачной, информация по ней раскрывается для потенциальных инвесторов в большем объеме и с разных сторон, что положительно влияет на цены ее акций и, соответственно, рыночную капитализацию. Кроме того, очень важными аспектами рассматриваемой нами проблемы являются последствия корпоративного конфликта, которые также могут влиять на настроения инвесторов на рынке, что и находит отражение в росте капитализации компании.

К каким последствиям (изменениям) в компании приводит корпоративный конфликт? Как показал анализ компаний выборки, самыми распространенными результатами разрешения корпоративного конфликта являются: реорганизация компании, смена собственников, разработка политики по корпоративному управлению (структура совета директоров, регулирование взаимоотношений между акционерами и пр.). Перечисленные последствия свидетельствуют о намерении компании принять политику изменений для усовершенствования ее деятельности в интересах стейкхолдеров и являются положительным сигналом для инвесторов. Кроме того, для участников рынка важно следующее: поскольку компания вступила на путь разрешения противоречий, возникших между ключевыми стейкхолдерами, то это свидетельствует об определенной степени зрелости и надежности компании с точки зрения защиты прав инвесторов. Тот факт, что одним из последствий конфликта выступает совершенствование системы корпоративного управления, направленной на контроль соблюдения интересов инвесторов, является вполне закономерным, и, в свою очередь, рассматривается инвесторами как фактор повышения эффективности деятельности компании в целом. Эту точку зрения разделяют и практики бизнеса. По мнению О. Дерипаски, «...конфликт побуждает компанию действовать лучше, качественнее. В общем-то, выходить на новые высоты» (курсив наш. — И. Б., Ю. И., Д. Ф.) [Дерипаска: конфликт в «РусАле» — тактическая игра, 2012].

Наличие прямой взаимосвязи между рыночной капитализацией и размером компании закономерно. На российском рынке существует небольшое число ликвидных акций, которые торгуются не только среди

крупных инвесторов (компаний, институциональных инвесторов), являются доступными и в инвестиционном отношении привлекательными для индивидуальных инвесторов. При условии что доля акций российских компаний, находящихся в свободном обращении (freefloat), невелика, очевидно, что число акций крупных компаний, находящихся в свободном обращении, больше, чем средних и малых. На развивающихся фондовых рынках, не имеющих длительной истории развития, инвесторы реагируют на фактор размера компании как сигнал о том, что более крупные компании являются более стабильными и надежными и в кризисные времена скорее смогут устоять.

Установленный в данном исследовании факт различия в рыночной капитализации компаний, в которых выплачиваются дивиденды, и компаний, в которых дивиденды не выплачиваются, согласуется с результатами многочисленных исследований и наблюдений за поведением цен акций после объявления о выплате дивидендов. Согласно сигнальной теории дивидендов, возросшие дивидендные выплаты являются сигналом для инвесторов о возможном росте будущих прибылей компании. Как показывают исследования, для тех компаний, которые впервые выплачивают дивиденды, поведение прибылей после объявления дивидендов неоднозначно. Может наблюдаться как рост, так и отсутствие каких-либо изменений в размере прибыли [Healey, Palepu, 1988; Dyl, Weigand, 1998; Kale, Kini, Payne, 2012]. Тем не менее сам факт выплаты дивидендов в среднем является позитивным событием для инвесторов. Для компаний, которые и ранее выплачивали дивиденды, но у которых происходит рост дивидендных выплат, неожиданный для инвесторов, сигнальный эффект также может проявляться по-разному [Andres et al., 2013]. В странах с низким уровнем правовой защиты инвесторов, к которым относится и Россия, высокий дивиденд может служить инструментом привлечения потенциальных инвесторов [La Porta et al., 2000], что и необходимо растущим компаниям, имеющим высокие инвестиционные возможности. Влияние дивидендов на рыночную ценность компании может быть незначительным в странах, в меньшей степени ориентированных на фондовый рынок, например в Германии [Goergen, da Silva, Renneboog, 2003]. Исследования развивающихся рынков демонстрируют выраженную прямую взаимосвязь между ростом дивидендов и ростом цен акций компаний [Mallikarjunappa, Manjunatha, 2009; Taneem, Ryerson, 2011; Suwanna, 2012; Chavali, Nusratunnisa, 2013].

ЗАКЛЮЧЕНИЕ

Подводя итог проведенному исследованию, отметим следующее. Авторами данной работы был сформулирован основной вопрос исследования о наличии взаимосвязи между корпоративными конфликтами и фи-

нансовой результативностью компаний. Нас интересовало, является ли корпоративный конфликт существенным событием, которое способно только негативно повлиять на реакцию инвесторов, или могут наблюдаться иные последствия конфликта и каковы причины этого. Получение ответа на данный вопрос стало основной целью проведенного эмпирического исследования. В работе были рассмотрены кейсы корпоративных конфликтов, произошедших в крупных российских компаниях. Анализ этих кейсов позволил констатировать наличие случаев роста капитализации в компаниях, в которых протекали корпоративные конфликты. Тенденция роста цены акций, установленная в кейсах компаний, в которых происходили конфликты, поставила под сомнение тезис о том, что корпоративный конфликт — это сугубо негативное событие для компании. В данной связи можно привести также и пример компании Vimpelcom, по акциям которой аналитики установили рекомендацию «покупать», считая выгодным использовать текущую негативную ситуацию, связанную, среди прочего, с конфликтом акционеров. Компания планировала допэмиссию акций в пользу компании Telenor, что приводило к сокращению долей других акционеров — компании Altimo и Н. Савириса [Рожков, 2011], однако аналитики высоко оценили будущие инвестиционные перспективы компании. Несмотря на то что ряд конфликтов между стейкхолдерами компании имеет явно негативный оттенок и не может сам по себе нести ожидания позитивных тенденций в жизни компании в будущем (экспроприация миноритарных акционеров, уголовные дела против топ-менеджмента и пр.), тем не менее рассмотренные нами кейсы позволили предположить наличие прямой зависимости между корпоративными конфликтами и рыночной оценкой ценности компании.

Проведенное эмпирическое исследование взаимосвязи между показателем интенсивности корпоративных конфликтов, измеренным с помощью индекса их интенсивности, и финансовой результативностью компаний, оцененной с помощью рыночной капитализации, продемонстрировало существование такой взаимосвязи. В целом наличие последней может быть обусловлено тем, что в случае конфликта к компании привлекается внимание со стороны средств массовой информации, что влияет и на настроения инвесторов. Таким образом, данное событие становится определенным информационным поводом, сигналом для существующих и потенциальных инвесторов о том, что в компании произошло существенное событие, которое не может не повлиять на реакцию рынка. Тот факт, что, согласно результатам нашего исследования, корпоративные конфликты имеют прямую взаимосвязь с рыночной капитализацией компании, может свидетельствовать о росте инвестиционной привлекательности компании для инвесторов. Обоснование этого утверждения приведено выше, в выводах исследования,

а правомерность таких выводов подтверждает точка зрения практиков бизнеса. По словам А. Клишаса (в 2011 г. — президента ГК «Норильский никель»), «конфликт — это всегда согласование интересов, движение вперед» [Алексеева, 2011].

В реакции на конфликт «сегодня» инвесторы отражают свои ожидания относительно будущего роста и развития компании, увеличения прибылей и денежного потока. Таким образом, корпоративный конфликт не всегда нужно оценивать как негативное событие для компании, его следует рассматривать более широко, с точки зрения будущего, как очередную ступень в развитии компании, несущую потенциал изменений, возможного роста компании и ее рыночной ценности.

Литература

- Алексеева О. «В конфликтах чувствую себя комфортно». 2011. URL: <http://www.gazeta.ru/business/2011/02/25/3536881.shtml> (дата обращения: 08.11.2013).
- Асанкин Р. Олег Дерипаска ополовинил прибыль «Норникеля» // Коммерсант. 2010. № 94. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/1376390> (дата обращения: 08.11.2013).
- Внешэкономбанк дал РУСАЛу кредит в 4,5 млрд долларов для погашения займа на покупку 25% плюс одна акция ГК «Норильский никель». 2008. URL: <http://www.finam.ru/analysis/newsitem34E50/default.asp> (дата обращения: 09.01.2013).
- Дерипаска: конфликт в «РусАле» — тактическая игра. 2012. URL: <http://www.vestifinance.ru/articles/10755> (дата обращения: 08.11.2013).
- Кодачигов В., Чеберко И. Миноритарии не поверили в расчеты «Связьинвеста» // Коммерсант. 2004. № 224. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/529377> (дата обращения: 18.04.2013).
- Кодекс корпоративного поведения // Федеральная комиссия по рынку ценных бумаг. 2002. URL: http://base.garant.ru/12126459/1/#block_1000 (дата обращения: 18.04.2013).
- Коляда С. Сорос потребовал объяснений от «Связьинвеста» // Коммерсант. 2003. № 110. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/391852> (дата обращения: 08.11.2013).
- Латкина Л. «Уралкалий» и «Сильвинит»: слияние, которое войдет в историю. 2011. URL: http://corpgov.ru/bd/db.php3?db_id=5250&base_id=4 (дата обращения: 21.05.2013).
- Мордюшенко О. Сулейман Керимов запустил химическую реакцию // Коммерсант. 2010. № 240. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/1564932> (дата обращения: 09.01.2013).
- Муравьев А. А., Березинец И. В., Ильина Ю. Б. Корпоративные конфликты и политика фирм в области занятости и заработной платы // Российский журнал менеджмента. 2012. Т. 10. № 2. С. 3–32.
- Науменко Л., Коляда С. Oracle оснастит «Связьинвест» // Коммерсант. 2003. № 127. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/398122> (дата обращения: 18.04.2013).
- Нейман фон Дж., Моргенштерн О. Теория игр и экономического поведения. М.: Москва, 1970.

- Об акционерных обществах.* Федеральный закон от 26 декабря 1995 г. № 208-ФЗ (редакция от 18.07.2011). URL: <http://www.consultant.ru/popular/stockcomp/> (дата обращения: 09.01.2013).
- Объединение Уралкалия и Сильвинита.* Нарушение прав миноритарных акционеров Сильвинита // Ассоциация по защите прав инвесторов. 2011. URL: <http://corgov.ru/upload/file/0302.pdf> (дата обращения: 21.05.2013).
- Осипенко О.* Современный корпоративный конфликт (природа, границы, разновидности, способы регулирования) // Вопросы экономики. 2003. № 10. С. 51–73.
- Подписано соглашение об управлении «Норильским никелем»* // Коммерсант. 2012. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2087462> (дата обращения: 17.02.2013).
- Радыгин А., Архипов С.* Собственность, корпоративные конфликты и эффективность // Вопросы экономики. 2000. № 3. С. 45–61.
- Рожков А.* Флюгер Vimpelkom // Ведомости. 2011. 11 февраля.
- «Русал» завершил сделку по покупке акций «Норильского никеля»* // Коммерсант. 2008. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/886525> (дата обращения: 18.04.2013).
- Сальманов О.* Инвестиции впустую // Ведомости. 2009. № 57. С. 35–36.
- «Связьинвест».* Годовой отчет 2003. URL: http://www.svyazinvest.ru/docs/documents/42_0.pdf (дата обращения: 09.01.2013).
- Семенов А., Сизов Ю.* Корпоративные конфликты. Причины их возникновения и способы преодоления. М.: Едиториал, 2002.
- Смирнов Д., Аскер-Заде Н.* «Русал» начал агитацию за свою власть // Коммерсант. 2008. № 92. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/897838> (дата обращения: 18.04.2013).
- Ханферян В.* Удовлетворительная оценка // Эксперт. 2011. № 25. URL: <http://expert.ru/expert/2011/25/udovletvoritelnaya-otsenka/> (дата обращения: 22.04.2013).
- Центр экономических и финансовых исследований и разработок в Российской экономической школе (ЦЭФИР РЭШ)* // Корпоративные конфликты в современной России и за рубежом. 2011. URL: <http://www.cefir.ru/index.php?l=rus&id=363> (дата обращения: 21.05.2013).
- Часть акционеров «Связьинвеста» против сделки с Oracle* // Коммерсант, лента новостей. 2003. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/965964> (дата обращения: 21.05.2013).
- Millhouse* купит у «Русала» и «Интерроса» 9,3 млн акций «Норникеля» по \$160 вместо 7,3% квазиказначейских акций // Коммерсант, лента новостей. 2012. URL: <http://www.kommersant.ru/doc/2087560> (дата обращения: 18.04.2013).
- Andres C., Betzer A., Bongard I., Haesner C., Theissen E.* The Information Content of Dividend Surprises: Evidence from Germany // Journal of Business Finance & Accounting 2013. Vol. 40. N 5/6. P. 620–645.
- Ang J., Cole R., Lin J.* Agency Costs and Ownership Structure // Journal of Finance. 2000. Vol. 55. N 1. P. 81–106.
- Antweiler W., Frank M.* Is All That Talk Just Noise? The Information Content of Internet Stock Message Boards // Journal of Finance. 2004. Vol. 59. N 3. P. 1259–1293.
- Carretta A., Farina V., Martelli D., Fiordelisi F., Schwiser P.* The Impact of Corporate Governance Press News on Stock Market Returns // European Financial Management. 2011. Vol. 17. N 1. P. 100–119.

- Chavali K., Nusratunnisa.* Impact of Dividends on Share Price Performance of Companies in Indian Context // *SDMIMD Journal of Management.* 2013. Vol.4. N 1. P.4–9.
- Chen Y., Young M.* Cross-border Mergers and Acquisitions by Chinese Listed Companies: A Principal-principal Perspective // *Asia Pacific Journal of Management.* 2010. Vol.27. N 3. P.523–529.
- Coser L.* Conflict Social Aspects // *International Encyclopedia of Social Sciences.* N.Y.: Academic Press, 1968.
- Coval J., Shumway T.* Is Sound Just Noise? // *Journal of Finance.* 2001. Vol.56. N 5. P.1887–1910.
- Doukas J., Kim C., Pantzalis C.* Two Faces of Analyst Coverage // *Financial Management.* 2005. Vol.34. N 2. P.99–125.
- Dyl E., Weigand R.* The Information Content of Dividend Initiations: Additional Evidence // *Financial Management.* 1998. Vol.27. N 3. P.27–35.
- Eisenhardt K.* Making Fast Strategic Decisions in High-Velocity Environments // *Academy of Management Journal.* 1989. Vol.32. N 3. P.543–576.
- Goergen M., da Silva L., Renneboog L.* When do German Firms Change Their Dividends? // *Journal of Corporate Finance.* 2005. Vol.11. N 1–2. P.375–399.
- Healey P., Palepu K.* Earnings Information Conveyed by Dividend Initiations and Omissions // *Journal of Financial Economics.* 1988. Vol.21. N 2. P.149–175.
- Jensen M.* The Agency Costs of Free Cash Flow, Corporate Finance and Takeovers // *American Economic Review.* 1986. Vol.76. N 2. P.323–329.
- Jiang Y., Peng M.* Are Family Ownership and Control in Large Firms Good, Bad, or Irrelevant? // *Asia Pacific Journal of Management.* 2011. Vol.28. N 1. P.15–39.
- Kale J., Kini O., Payne J.* The Dividend Initiation Decision of Newly Public Firms: Some Evidence on Signaling with Dividends // *Journal of Financial & Quantitative Analysis.* 2012. Vol.47. N 2. P.365–396.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* The Quality of Government // *Journal of Law, Economics, and Organization.* 1999. Vol.15. N 1. P.222–279.
- La Porta R., Lopez-de-Silanes F., Shleifer A., Vishny R.* Agency Problems and Dividend Policies around the World // *Journal of Finance.* 2000. Vol.55. N 1. P.1–33.
- Mallikarjunappa T., Manjunatha T.* Stock Price Reactions to Dividend Announcements // *Journal of Management & Public Policy.* 2009. Vol. 1. N 1. P. 43–56.
- McKnight P., Charlie W.* Agency Costs, Corporate Governance Mechanisms and Ownership Structure in Large UK Publicly Quoted Companies: A Panel Data Analysis // *Quarterly Review of Economics and Finance.* 2009. Vol.49. P.139–158.
- Sauerwald S., Peng M.* Informal Institutions, Shareholder Coalitions and Principal-Principal Conflicts // *Asia Pacific Journal of Management.* 2013. Vol.30. N 3. P.853–870.
- Shleifer A., Vishny R.* A Survey of Corporate Governance // *Journal of Finance.* 1997. Vol.52. N 2. P.737–783.
- Su Y., Xu D., Phan P.* Principal-Principal Conflict in the Governance of the Chinese Public Corporation // *Management and Organization Review.* 2007. Vol.4. N 1. P.17–38.
- Suwanna T.* Impacts of Dividend Announcement on Stock Return // *Procedia — Social and Behavioral Sciences.* 2012. Vol.40. P.21–725.

- Taneem S, Ryerson A.* Information Content of Dividend Announcements: an Investigation of the Indian Stock Market // *International Business & Economics Research Journal*. 2011. Vol. 10. N 5. P. 49–57.
- Tetlock P.* Giving Content to Investor Sentiment: The Role of Media in the Stock Market // *Journal of Finance*. 2007. Vol. 62. N 3. P. 1139–1168.
- Tetlock P., Saar-Tsechansky M., Mackassy S.* More Than Words: Quantifying Language to Measure Firms «Fundamentals» // *Journal of Finance*. 2008. Vol. 63. N 3. P. 1437–1467.
- Utami S., Inanga E.* Agency Costs of Free Cash Flow, Dividend Policy, and Leverage of Firms in Indonesia // *European Journal of Economics, Finance and Administrative Sciences*. 2011. Vol. 33. P. 7–18.
- Ward D., Filatotchev I.* Principal–Principal–Agency Relationships and the Role of External Governance // *Managerial and Decision Economic*. 2010. Vol. 31. N 4. P. 249–261.
- Young M., Peng M., Ahlstrom D., Bruton G.* Principal-Principal Agency // *Chinese Management Review*. 2003. Vol. 6. N 1. P. 18–45.
- Young M., Peng M., Ahlstrom D., Bruton G., Jiang Y.* Corporate Governance in Emerging Economies: A Review of the Principal-Principal Perspective // *Journal of Management Studies*. 2008. Vol. 45. N 1. P. 196–220.

Статья поступила в редакцию 19 мая 2014 г.

Контактная информация

Березинец Ирина Владимировна — кандидат физико-математических наук; berezinets@gsom.pu.ru

Ильина Юлия Борисовна — кандидат экономических наук; jilina@gsom.pu.ru

Фахритдинова Дильяра Наилевна — главный специалист Управления по работе с международными финансовыми институтами; fakhritdinova.dilyara@gmail.com

Berezinets Irina V. — Candidate of Sciences in Mathematics; berezinets@gsom.pu.ru

Irina Yulia B. — Candidate of Sciences in Economics; jilina@gsom.pu.ru

Fakhritdinova Dilyara N. — Chief Specialist in International Financial Institutions Department; fakhritdinova.dilyara@gmail.com