

КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ: ПРОБЛЕМЫ АГЕНТСКИХ ИЗДЕРЖЕК

Корпоративная форма организации производственной деятельности предполагает согласование интересов различных участников. Так как этих участников множество (акционеры, кредиторы, менеджеры, работники, общественность и другие заинтересованные стороны) и они преследуют в общем случае различные интересы, то существует потенциальный или реальный конфликт этих разнонаправленных интересов.

Интересы основных групп участников, основанные на рациональных ожиданиях, могут быть обобщены следующим образом:

- **Менеджеры:**

- Заинтересованы в сохранении и укреплении своего положения, которое, как правило, связано с устойчивостью и величиной компании и снижением внешних рисков.

- Индивидуальные цели могут быть не связаны с задачами повышения эффективности деятельности и стоимости компании или даже противоречить им (стремление к увеличению размеров компании, расширению ее деятельности как средства повышения личного статуса, и пр.).

- Объем личных (материальных, социальных и нематериальных) благ, являющихся результатом работы в компании, связан не только с вознаграждением в виде заработной платы, но и с величиной активов и потоков, распоряжение которыми входит в их компетенцию.

- Зависят от акционеров, представленных советом директоров, и заинтересованы в общем случае в продлении своей работы в компании.

- Взаимодействуют с большим числом групп, имеющих отношение к деятельности компании (персонал компании, кредиторы, клиенты, поставщики, региональные и местные власти и пр.) и вынуждены принимать во внимание, в той или иной степени, их интересы.

- **Мелкие акционеры:**

- Могут получить доход от компании лишь в форме дивидендов, а также за счет продажи акций в случае роста капитализации компании и, соответственно, курсовой цены акций. Заинтересованы в высоких дивидендных выплатах компании и высоком курсе ее акций.

- Несут самые высокие риски:

- отсутствия дохода или полной утраты вложения в случае, если деятельность компании, по тем или иным причинам, не приносит прибыли, или полученная прибыль не распределяется в форме дивидендов;

- в случае банкротства компании могут претендовать лишь на остаточный доход после того, как будут удовлетворены требования всех других групп.

- Имеют возможность воздействовать на менеджмент компании:

- при проведении собраний акционеров, через избрание того или иного состава совета директоров и одобрения или неодобрения деятельности менеджмента компании;

- путем продажи принадлежащих им акций.

- Непосредственно не взаимодействуют с менеджментом компании и другими заинтересованными группами.

- **Крупные акционеры:**

- могут получать доходы от владения не только в форме дивидендов, но и в других формах, связанных с возможностями влияния на операционную, финансовую и инвестиционную деятельность компании.

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: МЕТОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ

- Доходы в форме дивидендов играют подчиненную роль по отношению к другим возможностям получения доходов от существенного участия в капитале компании.

- Имеют возможность воздействовать на менеджмент компании:

непосредственно, через влияние на решения по операционной деятельности;

при проведении собраний акционеров, формировании их повестки, через избрание или смещение членов совета директоров;

путем продажи принадлежащих им акций.

• **Иные заинтересованные группы:**

▪ Кредиторы:

- Получают заранее определенную прибыль, прежде всего заинтересованы в платежеспособности и финансовой устойчивости компании и гарантиях возврата представленных средств.

▪ Служащие компании:

- Прежде всего заинтересованы в сохранении своих рабочих мест, являющимися для них основным источником дохода.

- Непосредственно взаимодействуют с менеджментом, зависят от него и, как правило, имеют очень ограниченные возможности воздействия на него.

▪ Партнеры компании (покупатели, поставщики и др.):

- Заинтересованы в ликвидности и финансовой устойчивости компании, ее платежеспособности и продолжении деятельности в определенной сфере бизнеса.

▪ Местные органы власти:

- заинтересованы в платежеспособности компании, ее готовности выплачивать налоги, создавать рабочие места, реализовывать социальные программы.

- Непосредственно взаимодействуют с менеджментом.

- Имеют возможность влиять на деятельность компании.

Как видим, участники корпоративных отношений по-разному взаимодействуют между собой, и сфера несовпадения их интересов весьма значительна. Система корпоративного управления направлена на создание наиболее эффективных механизмов взаимодействия групп с различными интересами в процессе деятельности компании. Конкретная конфигурация такой системы зависит от множества внешних и внутренних по отношению к предприятию условий.

Мы сосредоточим свое внимание лишь на одном блоке вопросов, связанных со взаимоотношениями между акционерами и менеджерами корпорации.

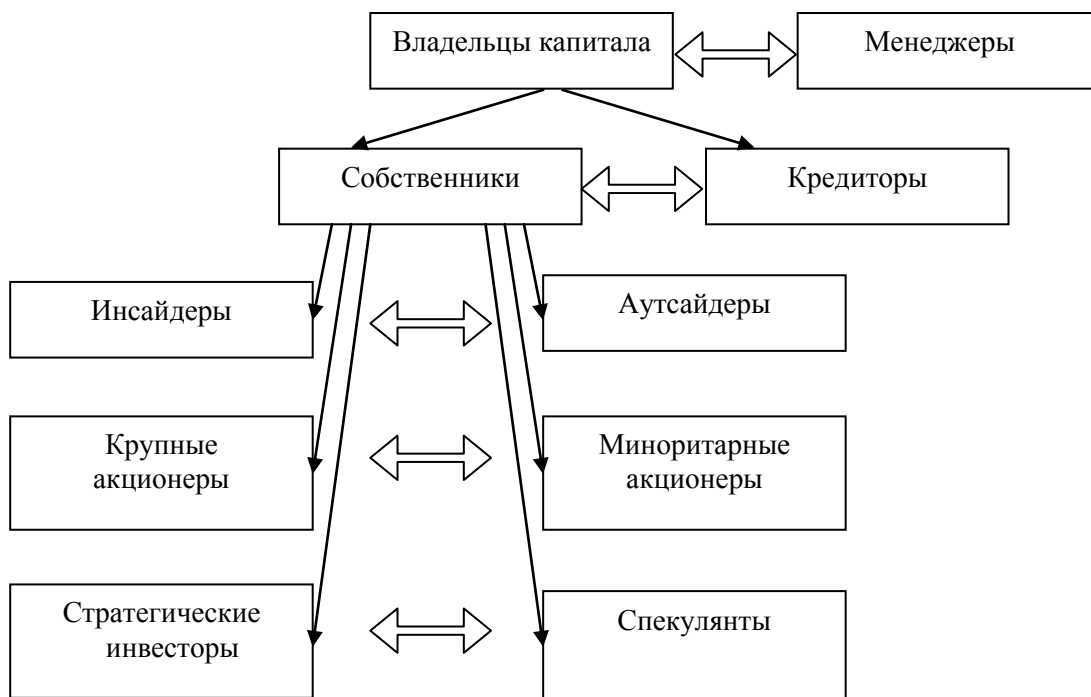


Рис. 1. Основные сферы конфликтов интересов внутри корпорации

Акционеры - собственники корпорации (принципалы) передают полномочия по управлению своей собственностью наемным менеджерам – агентам. Собственники рискуют вложенным капиталом, но могут только ограниченно влиять на деятельность компании. Так как владельцы корпорации владеют ограниченной информацией о том, насколько эффективно действуют менеджеры, то менеджеры обладают существенными возможностями либо пренебрегать интересами акционеров, либо действовать вопреки им.

Классические формы конфликта заданы различием целей акционеров и менеджеров.

Цели акционеров заключаются в увеличении их собственности. Естественной оценкой благосостояния владельцев является рыночная стоимость принадлежащей им собственности. Таким образом, цель собственников - рост стоимости принадлежащих им активов. В случае акционерной собственности – это курсовая стоимость акций, и в данном случае цель фирмы приобретает понятное и естественное денежное выражение. Отметим, что в последние 10 – 15 лет цель фирмы в развитой экономике трактуется более широко – как достижение благосостояния всех заинтересованных сторон: не только собственников, но и кредиторов, работников, общественности.

Для менеджеров фирма является источником заработной платы, других видов вознаграждения, создания собственного человеческого капитала, приобретения власти, связей и так далее. Как правило, менеджеры стремятся к росту размера фирмы и масштаба ее деятельности. Например, создавая крупную, стремительно растущую фирму, менеджеры:

- Закрепляют за собой свои места, т.к. скупка контрольного пакета затрудняется
- Увеличивают собственную власть, статус и оклады
- Создают дополнительные возможности для своих подчиненных менеджеров среднего и низшего уровня.

Основа рыночного (западного) подхода к оценке бизнеса, предприятия, инвестиций – приведение к настоящему ожидаемых в будущем доходов. К настоящему времени опубликовано довольно много отечественных исследований, которые показывают, что мотив прибыли не является определяющим для наших предприятий. Можно предполагать с достаточной долей уверенности, что в российских условиях само существование рыночной оценки, а тем более ее максимизация, не является целью фирмы (в данном случае речь не идет о десятке крупнейших российских компаний, которые ориентированы на западные рынки и вынуждены работать по западным стандартам).

Ниже приводятся данные опросов российских и голландских менеджеров, выполненные в 1994 – 1996 гг.¹

Полученные в процессе опроса рейтинги основных хозяйственных целей таковы:

Таблица 1

| | Цели хозяйственной деятельности | Доля предприятий в выборке, % | |
|---|--|-------------------------------|-----------|
| | | Россия | Голландия |
| 1 | Улучшить финансовое состояние | 55 | 22 |
| 2 | Увеличить объем выпуска | 47 | 43 |
| 3 | Увеличить объем прибыли | 24 | 80 |
| 4 | Сохранить число занятых | 22 | 12 |
| 5 | Сохранить (увеличить) сумму зарплаты и прибыли | 20 | 2 |

¹ Аукуционек С.П., Батяева А.Е. Российские предприятия в рыночной экономике: ожидания и действительность. – М.: Наука, 2000. – 139 с.

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: МЕТОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ

Как видно из таблицы 1, разница целей менеджеров российских и голландских менеджеров существенна, и близки по величине только цели роста масштабов деятельности, в то время как остальные цели значительно расходятся. Более чем в три раза менее важен для российских менеджеров по сравнению с голландскими мотив прибыли.

Что касается целей акционеров, то нам, к сожалению, неизвестны результаты систематических исследований в этом направлении. Мы можем опираться либо на общие представления о том, каковы эти цели (увеличение собственности, для нас, возможно, минимизация потерь этой собственности), либо на отдельные поисковые работы. Пока опубликованы результаты исследований по деятельности иностранных инвесторов на рынках стран Восточной и Центральной Европы, по поведению обманутых вкладчиков и участников финансовых пирамид, а также публицистика на тему многочисленных скандалов между менеджерами и акционерами. Эти материалы позволяют судить о довольно большом разнообразии целей.

Формы взаимоотношений между акционерами и менеджерами зависят от структуры акционерной собственности, истории ее формирования, преобладающих типов собственников, экономической политики государства, развития финансовых институтов, законодательных норм и многих других факторов. Таким образом, мы находим многочисленные подтверждения того факта, что цели определяются прежде всего институциональной средой, при этом конфликт между целями управляющих и собственников обнаруживает себя в различных формах проявления..

Проявления конфликта, возникающего от разделения корпоративной собственности и контроля, включают избыточное потребление, «сдвиг» риска в сторону кредиторов, неоптимальные инвестиции, и т.д. Практически все контрактные аспекты фирмы, включая структуру капитала и инвестиции, можно связать с агентским конфликтом.

Типичные проявления агентских конфликтов в российской практике:

- Со стороны менеджеров
 - Манипуляции с активами (с помощью зависимых фирм, аффилированных лиц и т.д.)
 - Мошеннические схемы при реструктуризации и учреждении новых обществ, инициирование искусственного банкротства
 - Выпуск в обращение ценных бумаг сверх зарегистрированного количества
 - Использование инсайдерской информации при совершении сделок
 - Прочие: недопуск акционеров на собрание; невыплата дивидендов; вычеркивание акционеров из реестра
- Со стороны крупных акционеров
 - Нарушения прав мелких акционеров за счет разводнения капитала; за счет целевых эмиссий; передачи акций в доверительное управление или права голоса по доверенности;
 - Проведение параллельных собраний акционеров и избрание параллельных органов;
 - Неначисление дивидендов по привилегированным акциям в случае наличия прибыли.
 - «Отмывание денег» и уклонение от налогов

Менеджеров можно побудить действовать в интересах акционеров с помощью стимулов, ограничений и наказаний.

Для уменьшения конфликтов собственники вынуждены нести агентские затраты, необходимые для того, чтобы вдохновить менеджеров увеличивать стоимость фирмы (акций фирмы) в большей степени, чем действовать в собственных интересах. Выделяются три главных категории агентских затрат:

- 1) затраты на мониторинг деятельности менеджеров, например, затраты на аудит; (внешний – фондовый рынок, рынок труда менеджеров; регулирующие органы, например,

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: МЕТОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ

госкомиссии или органы регулирования банковской деятельности; внутренний мониторинг – совет директоров фирмы и крупные владельцы пакетов);

- 2) затраты на построение такой структуры организации, которая ограничит нежелательное поведение менеджеров, например, включение внешних инвесторов в совет директоров;
- 3) издержки предотвращения оппортунистического поведения, которые приходится нести, когда собственники накладывают ограничения, например, требования акционеров голосовать по определенным вопросам, которые, в свою очередь, ограничивают возможность менеджеров предпринять своевременные действия, которые могли бы увеличить богатство акционеров.

Система механизмов, которые вынуждают менеджеров действовать в интересах собственников, включает:

- **Прямое вмешательство собственников**
 - Выборы совета директоров
 - Внесение поправок в уставные документы
 - Решения о реорганизации
 - Решения о продаже акций
- **Поощрения** «правильного» поведения менеджеров:
 - Установление связей вознаграждения менеджеров с результатами деятельности компании
 - Разработка планов «участия» менеджеров в совладении компанией за счет выделения акций или опционов на акции компании
- **Наказания**
 - Угроза увольнения
 - Угроза смещения
 - Угроза поглощения компании («рынок корпоративного контроля»)
 - Угроза банкротства компании.

Как показывают исследования западной практики корпоративного управления, связь между оплатой менеджеров и результатами деятельности компаний оказалась очень слабой. Многочисленные попытки привязать вознаграждение менеджеров к дивидендам на акции их компаний или курсу акций незначительно повлияли на поведение менеджеров. Тем не менее, попытки поощрения «правильного» поведения менеджеров продолжают. Например, в настоящее время американская Комиссия по ценным бумагам и биржам требует предоставления информации о взаимосвязи вознаграждения высших управляющих с общими результатами деятельности компании.

Какие системы ограничений, стимулов и наказаний действуют в отечественной экономике?

- **Российская система мониторинга** пока далека от совершенства. Несовершенства связаны не только со сложностями сбора, проверки и свода первичной информации (к которой мы относим данные о деятельности эмитентов, профессиональных посредниках, объемы сделок, конъюнктуру цен на инвестиционные активы, результаты проверок и многое другое), но и с трудностями обмена информацией и слабой координацией деятельности различных регулирующих и правоохранительных органов. Мониторинг сосредоточен в различных органах регулирования, и он в большей степени внешний и формальный.

В российской практике пока преобладающей формой мониторинга и контроля за деятельностью менеджеров со стороны акционеров остается административный механизм в форме действий Федеральной комиссии по ценным бумагам (ФКЦБ). Существенно меньшее

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: МЕТОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ

влияние оказывают в плане мониторинга правовые формы защиты интересов акционеров и механизмы фондового рынка.

Именно ФКЦБ выступает наиболее активным органом, который фактически отслеживает нарушения интересов акционеров и реализует какую-никакую защиту акционеров. Из предусмотренных законодательством механизмов защиты реально используются только три:

- Отказ в регистрации выпуска ценных бумаг, при этом наиболее распространенным основанием для отказа в регистрации является отсутствие в проспекте эмиссии необходимой информации или ее недостоверность, что может ввести инвесторов в заблуждение. Число отказов в регистрации выпусков довольно велико. Например, в 1998 г. только региональные отделения ФКЦБ отказали в регистрации 2612 выпусков эмиссионных ценных бумаг (из них подавляющее число составляли выпуски акций), а зарегистрировали 19 775 выпусков акций. По центральному аппарату ФКЦБ это соответственно 5 и 73. Таким образом, около 12 процентов от общего числа представленных на регистрацию выпусков такую регистрацию не прошли.

- Отказ в регистрации отчета о выпуске ценных бумаг. В 1998 г. около 6 процентов зарегистрированных выпусков акций не состоялись по этой причине. (Из зарегистрированных в 18 748 отчетов об итогах выпуска акций региональные отделения ФКЦБ отказали в регистрации 1102 отчетов).

Наложение санкций в виде штрафов на руководителей АО, не предоставивших в соответствии с требованиями законодательства годовых и квартальных отчетов о деятельности компании.

Что касается судебной защиты, то Закон об акционерных обществах обеспечивает немало средств судебной защиты акционеров, в первую очередь акционеров меньшинства², которые на практике используются неравномерно. Практически не встречаются иски о взыскании в пользу общества убытков, причиненных ему по вине его руководителей; о понуждении общества произвести выкуп акций; иски в связи с нарушением права акционеров на информацию. Акционеры редко обращаются в суд с требованием об уплате дивидендов.

По отзывам специалистов, судебно-арбитражная практика по данной категории дел еще не сформирована, хотя оснований для использования механизмов судебной защиты на практике должно быть очень много.

Механизмы фондового рынка не могут работать из-за особенностей отечественного рынка, малого по объемам и количеству акций, спекулятивного и неустойчивого. На рынке обращаются акции лишь нескольких десятков компаний. При этом наиболее ликвидные акции, «голубые фишки», – это акции компаний-гигантов, с существенной долей государственной собственности, так что возможности контроля за их деятельностью со стороны рядовых акционеров практически отсутствуют. Стратегические инвесторы, которые осуществляют скупки или поглощения, чаще всего работают не через организованный

² к числу средств судебной защиты в соответствии с законом относятся:

- 1) обжалование решений общего собрания акционеров и других органов управления акционерного общества;
- 2) иски о понуждении общества произвести выкуп акций в случаях, когда право на выкуп появляется у акционера в соответствии с законом;
- 3) взыскание в пользу общества убытков, причиненных ему по вине его руководителей либо другого хозяйственного товарищества или общества, контролирующего его деятельность;
- 4) иски о недействительности крупных сделок, совершенных в нарушение установленного порядка;
- 5) иски о признании недействительными сделок, в которых имеется элемент заинтересованности лиц, оказывающих влияние на ведение дел общества;
- 6) иски о взыскании с общества сумм дивидендов;
- 7) иски в связи с нарушением права акционера на информацию, доступ к которой предусмотрен законодательством.

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: МЕТОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ

рынок, а либо через аффилированные структуры, либо через работников или менеджеров, у которых имеются крупные пакеты .

- **Оптимизация организационной структуры.** В соответствии с российским законодательством структура управления акционерным обществом может быть представлена следующим образом:

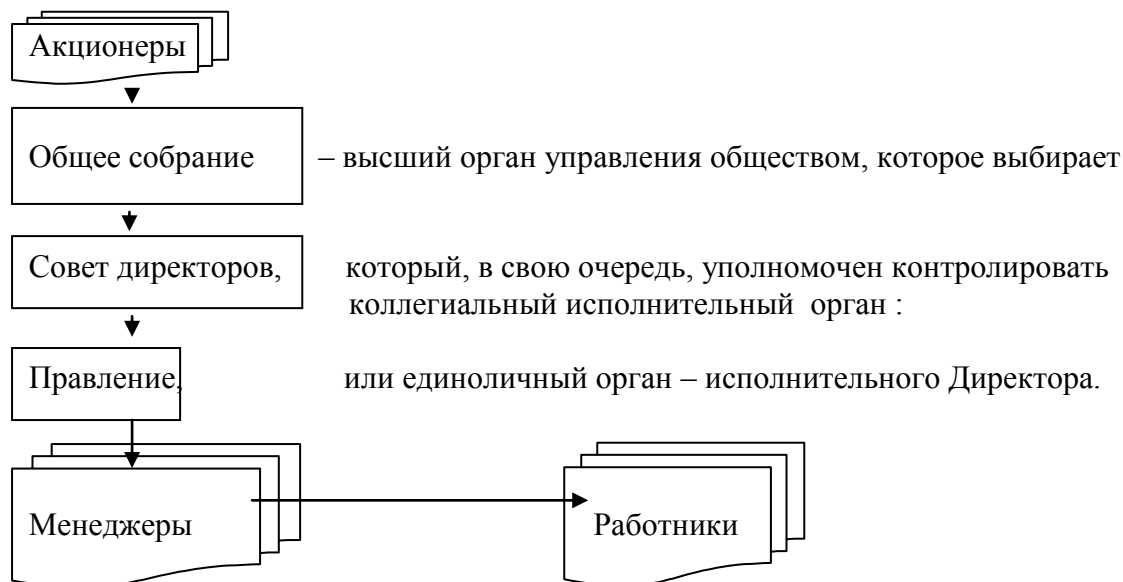


Рис 2.

К компетенции совета директоров российское законодательство об акционерных обществах относит «решение вопросов общего руководства деятельностью общества» и к его исключительной компетенции «определение приоритетных направлений деятельности общества». Совет директоров является органом, призванным осуществлять контроль за эффективностью использования менеджерами активов компании, переданных в их управление. Таким образом, именно на совет директоров возлагается основная ответственность за мониторинг деятельности менеджмента компании.

Совет директоров может выполнять функции мониторинга и контроля при наличии нескольких условий:

- 1) Члены СД независимы, или по крайней мере большинство членов независимо от собственно АО (что может включать финансовую независимость);
- 2) Члены СД профессионально компетентны, и могут квалифицированно принимать решения или оценивать последствия принятых решений;
- 3) Члены СД обладают достаточным временем (и средствами) для разработки и принятия решений.

Наличие этих трех условий является необходимым, является ли оно достаточным, судить пока сложно.

В мае – июле 2001 г. ФКЦБ, Институт фондового рынка и управления и Проект ТАСИС ИНВАС провели совместное исследование корпоративного управления в России³. Полученные в результате обследования примерно 60 крупнейших российских ОАО результаты можно, на наш взгляд, использовать для того, чтобы в какой-то степени оценить возможности контроля со стороны акционеров за деятельностью менеджмента. В большей степени это относится к условиям 1 и 3, компетентность членов СД мы не можем оценить.

Условие 1. Закон РФ «Об акционерных обществах» определяет независимого директора как «члена совета директоров общества, не являющегося единоличным исполнительным органом общества (директором, генеральным директором) или членом

³ Отчет по корпоративному управлению «Структура и организация деятельности советов директоров российских открытых акционерных обществ».

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: МЕТОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ

коллегиального исполнительного органа общества (правления, дирекции), если при этом его супруг (супруга), родители, дети, братья, сестры не являются лицами, занимающими должности в органах управления общества». Члены коллегиального исполнительного органа общества не должны составлять большинства в совете директоров (наблюдательном совете) общества.

Соотношение исполнительных и внешних членов в советах директоров российских компаний составляет примерно 30:70, т.е. более 2/3 членов не являются представителями менеджмента.

В то же время быть «внешним» директорам еще не значит быть независимым - только в половине компаний (52% от общего числа) имеются независимые директора, а соотношение зависимых и независимых директоров составляет приблизительно 80:20, т.е. каждый пятый директор является независимым. При этом независимые директора составляют лишь 29% от общей численности внешних директоров.

Приведенные данные документально подтверждают известный факт, что институт независимых директоров пока только формируется в России и роль независимых директоров недостаточно заметна. Во многом это определяется особенностями структуры акционерной собственности в России, в том числе, слабым разграничением функций собственности и управления (крупные собственники зачастую выступают и топ-менеджерами и членами совета директоров компании); давлением крупных собственников и менеджмента на процесс формирования состава совета директоров; отсутствием достаточного количества подготовленных и квалифицированных директоров и др.

Условие 3. Деятельность СД с позиции уделенного времени может быть оценена по количеству заседаний – основной формой их работы. Количество очередных заседаний советов директоров, имело тенденцию к росту и составило в 1998г. в среднем более 8, в 1999г. – 10 и в 2000г. – 11, т.е. более двух заседаний в квартал. Среднее число внеочередных заседаний составило соответственно 1 – 1 – 2.

Большинство опрошенных компаний (68% от общего числа) указали, что в среднем члены их советов директоров уделяют выполнению своих обязанностей около 1-5 дней в месяц (напр., один из респондентов отметил, что директора тратят «не более нескольких часов перед заседанием»); 26% компаний - 6-10 дней в месяц; и в 6% случаев (3 компании) – более 15 дней в месяц.

Таким образом, в подавляющем большинстве обследованных АО деятельность основного контролирующего органа носит эпизодический характер.

- **Система поощрений** «правильных» с точки зрения акционеров действий менеджеров.

Еще одной иллюстрацией конфликта интересов в отечественных корпорациях может служить распространенная практика, в соответствии с которой акционерам неизвестен размер вознаграждения менеджерам. Хотя российские компании в соответствии с требованиями ФКЦБ обязаны раскрывать информацию о размере вознаграждения (зарплата, премии, комиссионные и имущественные представления), выплаченного каждому члену правления и совета директоров, в реальности это требование обычно не выполняется. Общее представление, однако, получить можно⁴. Как правило, члены совета директоров либо ничего не получают, либо получают суммы, несопоставимые с правлением.

В качестве дохода акционеров естественно считать прирост основного капитала и полученные дивиденды за год.

⁴ «Финансовая Россия», №10. 2001.

Некоторые данные по доходам менеджмента российских компаний (2000 г):

| Компания | Число членов правления | Число членов совета директоров | Средний ежемесячный доход членов правления (\$) | Дивиденды за 2000 г. рубли | Дивидендная доходность (Д/рыноч. стоимость акций), % | Изменение цен акций за 2000 г., % ⁵ |
|-------------------|------------------------|--------------------------------|---|----------------------------|--|--|
| Ростелеком | 13 | 11 | 4663 | 0,4 | 0,6 | - 51,2 |
| ЛУКОЙЛ | 22 | 11 | 4094 | 8 | 3 | - 11,8 |
| Татнефть | 22 | 15 | 3480 | 0,44 | 3,2 | 7,7 |
| Мосэнерго | 15 | 13 | 1990 | 0,77 | 0,4 | - 30,2 |
| Норильский никель | 7 | 9 | 1187 | 1,55 | 0,6 | 40 |
| ЮКОС | 6 | 15 | 202 | 2,9 | 4,5 | 868,8 |

Приведенная выше таблица не претендует на глубокий анализ связи между результатами деятельности компаний и вознаграждений менеджерам, более того, часть данных выглядит довольно странно (например, уровень вознаграждений членов правления ЮКОСа), тем не менее, в качестве иллюстрации отметим явное отсутствие такой связи.

Выше упомянутое обследование корпоративного управления в России не ставило задачи выяснить конкретные размеры оплаты труда российских директоров, вопросы касались только форм вознаграждения и материального поощрения. Из общего числа компаний, представивших информацию по этому вопросу, ответы распределились следующим образом:

Таблица 3

| Формы вознаграждения | % положительных ответов | |
|---|-------------------------|------------------|
| | Члены СД | Высшие менеджеры |
| Компенсация расходов, связанных с выполнением обязанностей члена СД | 53 | - |
| Фиксированное вознаграждение | 58 | 71 |
| Премии (бонусы) | 9 | 66 |
| Участие в прибыли | 9 | 13 |
| Опционы на приобретение акций | 0 | 0 |
| Прочие формы | 12 | 5 |

Как следует из таблицы 3, в подавляющем большинстве случаев членам СД и топ-менеджерам выплачивается фиксированное вознаграждение и премии; в более редких случаях – предлагается участие в прибылях на тех или иных условиях. Ни в одной российской компании, участвовавшей в опросе, не применяется такая достаточно распространенная на Западе форма поощрения директоров, как выделение опционов на приобретение акций компании.

Таким образом, система корпоративного управления в целом, и система внутрифирменного управления в частности, в настоящее время находится на начальном этапе формирования, большая часть механизмов, позволяющих находить эффективные варианты взаимодействия различных групп участников корпорации, хотя формально существует, фактически действует весьма избирательно, а законодательно прописанные нормы не подкрепляются устойчивыми нормами их реализации.

⁵ По данным ММВБ, «Индикатор», февр. 2001 г.

МИКРОЭКОНОМИЧЕСКИЙ АНАЛИЗ: МЕТОДЫ И РЕЗУЛЬТАТЫ

В то же время хозяйственная практика развивается довольно стремительно, и, возможно, в ближайшем будущем появятся неизвестные пока модели взаимоотношений, имманентные российским особенностям системы корпоративного управления.

Литература.

1. Материалы Круглого стола по вопросам корпоративного управления для России «Права и равноправие акционеров»:
2. Козырь О. Права акционеров в Российской Федерации: законодательство и судебная практика.
3. Беликов И.В. Собственники и менеджеры.
4. Отчет по корпоративному управлению «Структура и организация деятельности советов директоров российских открытых акционерных обществ».
5. R.Lippert, W.Moore. Monitoring Versus Bonding: Shareholder Rights and management Compensation.//Financial Management, V.24 N3, 1995.