

СПЕЦИФИКА РЕАЛИЗАЦИИ ЭКОНОМИЧЕСКОГО СОДЕРЖАНИЯ АКЦИОНЕРНОЙ СОБСТВЕННОСТИ В НЕПУБЛИЧНЫХ КОРПОРАЦИЯХ ЮГА РОССИИ

О. Е. Германова, М. С. Штанько

Южный федеральный университет

Поступила в редакцию 11 июня 2014 г.

Аннотация: на основе первичных данных о распределении акционерного капитала, структуре членов советов директоров, дивидендах и предпринимательском вознаграждении в открытых акционерных обществах Южного федерального округа, акции которых не представлены на фондовой бирже, рассчитаны параметры, характеризующие особенности реализации экономического содержания акционерной собственности через участие акционеров и менеджеров в управлении и присвоении доходов. Доказано, что экономическое содержание акционерной собственности в непубличных корпорациях Южного федерального округа реализуется в трансформированном виде вследствие высокого уровня концентрации контроля и доминирования нефинансовых компаний среди крупнейших акционеров.

Ключевые слова: акционерная собственность, непубличные корпорации, концентрация акционерного капитала и контроля, замещение фондов, совет директоров, дивиденды, вознаграждение менеджеров.

Abstract: in the course of research it was calculated rates of realization of the stock ownership economic content through the participation of shareholders and top executives at corporate governance and appropriation of income based on the use of primary data about stock capital, board of directors structure, dividends and executive compensation at South-Russian open joint-stock companies whose shares are not represented on stock exchanges. The authors demonstrate that economic content of stock ownership at South-Russian nonpublic corporations is transformed due to high concentration of control and the dominance of non-financial companies among the principal shareholders.

Key words: stock ownership, nonpublic corporations, concentration of stock capital and control, substitution of funds, board of directors, dividends, executive compensation.

Особенностью развития акционерной собственности в экономике России является стабильно низкая доля публичных компаний, акции которых допущены к торгам на фондовых биржах, – 0,5 % общего числа открытых акционерных обществ (ОАО) [1]. Остальные ОАО (99,5 %) хотя и рассматриваются как публичные в соответствии с российским законодательством (поскольку для них предусматривается требование о раскрытии информации о результатах деятельности), по своей экономической сути остаются непубличными, с точки зрения принятых в мировой деловой практике корпоративных норм [2]. Они определяют основные характеристики отношений акционерной собственности в масштабах экономики страны. Выявим особенности реализации экономического содержания акционерной собственности в непубличных корпорациях на примере акционерных обществ Юга России.

На основе базы данных СПАРК-Интерфакс и рейтинга 250 крупнейших компаний Южного федерального округа (ЮФО) за 2012 г. (по версии «Эксперт Юг») была сформирована выборка из 98 крупных по объему выручки непубличных ОАО, зарегистрированных и осуществляющих свою экономическую деятельность в ЮФО. Источником данных для расчета показателей, характеризующих различные аспекты реализации экономического содержания акционерной собственности в компаниях, послужили их квартальные и годовые отчеты, отчеты о прибыли и убытках за 2007–2012 гг., публикуемые в соответствии с требованиями российского законодательства. В целом, сформированная панель данных включила в себя 572 наблюдения.

На ОАО выборки приходится 18 % делового оборота региона и 40,1 % общего объема собственного производства товаров, работ, услуг компаний ЮФО, что свидетельствует об их роли в регионе. В отраслевой структуре выборки доминирующее положение занимают обрабатывающие производ-

ства пищевой и табачной промышленности (13,3 %), АПК и машиностроения (по 11,2 %), а также производство и распределение электроэнергии, газа и воды, транспорт и промышленность строительных материалов (по 10,2 %), торговля (9,2 %).

Основной предпосылкой контроля и приобретения акционером преимуществ в реализации своих управленческих функций в компаниях ЮФО является концентрация акционерного капитала, уровень которой высок как относительно российского, так и общемирового значения. Доля фирм, в которых есть хотя бы один акционер, присваивающий более 20 % голосующих прав и капитала, составляет 98,6 %, что выше максимального для развитых стран уровня в 82 % [3, с. 99]. Крупнейший акционер в среднем владеет 71 % капитала общества. Вследствие высокой концентрации капитала в компаниях наблюдается максимально возможная степень дифференциации акционеров по уровню их влияния на исход голосования на общем собрании и при избрании совета директоров. Крупнейший пакет акций может превышать величину второго по степени значимости пакета в 3,5 раза, третьего – в 5,5, четвертого – в 7, пятого – в 11 раз.

Изменения в отношениях акционерной собственности в непубличных корпорациях ЮФО осуществляются в условиях повышения общего

уровня концентрации контроля, которое проявляется в сокращении доли компаний со средним и высоким уровнем дисперсности капитала, предполагающим активное участие в управлении компанией коалиции акционеров (табл. 1). Данный процесс затруднил переход от «модели единоличного владения» к «модели альянса совладельцев» [4, с. 149], который наметился с 2010 г. в крупнейших российских публичных и «самых "обычных"» предприятиях обрабатывающей промышленности (не голубых фишках, не представляющих топливно-энергетический сектор, не самых крупных)» [5, с. 50] в результате сложившейся в них тенденции к снижению концентрации контроля.

Движение акционерного капитала, охватившее в первые посткризисные годы 33 % компаний, в 19 % корпораций носило характер естественного перераспределения капитала, направленного на изменение центров контроля и экономической власти, в 14 % обществ преследовало технические задачи, не связанные с изменением в составе конечных акционеров. Перераспределение капитала осуществлялось следующими способами:

- приобретением пакетов акций независимых компаний холдинговыми структурами, нацеленными на расширение или формирование новых направлений собственного бизнеса (6 % выборки);
- консолидацией или разделением контрольного пакета акций внутри группы уже существующих

Т а б л и ц а 1

Динамика уровня концентрации контроля в ОАО ЮФО в 2007–2012 гг., %

Годы	Уровень концентрации контроля								
	Низкий, крупнейший пакет менее 25 %		Средний, блокирующий пакет от 25 до 50 %		Высокий				
					Контрольный пакет, превышающий 50 % при отсутствии блокирующего противовеса		Контрольный пакет, превышающий 50 % при наличии блокирующего противовеса		
	Доля фирм	Доля крупнейшего акционера в капитале	Доля фирм	Доля крупнейшего акционера в капитале	Доля фирм	Доля крупнейшего акционера в капитале	Доля фирм	Доля крупнейшего акционера в капитале	Доля противовеса в капитале
2007	7,6	19	19,6	40	63,0	84	9,8	60	29
2008	6,4	19	22,3	39	60,6	86	10,6	62	28
2009	6,2	19	16,5	35	67,0	85	10,6	64	27
2010	6,2	23	15,5	32	66,0	88	12,4	60	29
2011	4,1	23	15,5	31	67,0	88	13,4	60	30
2012	1,1	19	17,9	31	67,4	88	13,7	61	31

Источник: рассчитано авторами по данным компаний выборки.

акционеров, вынужденных отказываться от части бизнеса в условиях финансового кризиса 2008 г. (11 % выборки);

– реорганизацией предприятий, являющихся акционерами корпораций, и распределением принадлежащих им пакетов акций между выделенными компаниями (2 % выборки).

Техническое перераспределение акционерного капитала при переходе корпораций из группы с низким и средним уровнями концентрации контроля в группу с высоким уровнем или, наоборот, из группы с высоким уровнем в группы со средним и низким уровнями контроля, оказалось формальным в рамках прямого и обратного переходов:

– объединение в один контрольный пакет мелких пакетов акций, находящихся в прямом и опосредованном (через цепочки офшорных компаний) владении, у одного акционера или группы (семьи), с его последующей передачей управляющей компании или офшорной фирме, которая в соответствующих пропорциях принадлежит тем же акционерам. Такая схема владения акционерным капиталом, характерная для 10 % наблюдаемых обществ, была ориентирована на закрепление центра контроля и власти в компании;

– разделение контрольного пакета акций на блокирующие и неблокирующие пакеты с их последующей передачей либо в прямое владение членам семьи крупнейшего акционера, либо во владение других компаний, в том числе офшорных, которые также принадлежат тому же акционеру или группе, служит целям защиты корпорации от недружественного поглощения на основе снижения транс-

парентности структуры акционерного капитала.

Выявлено, что движение акционерного капитала и концентрация контроля были основаны на замещении фондов, предпосылки для которого складывались в 69 % корпораций ЮФО, входящих в группы компаний и холдинговые структуры. В случае консолидации акционерного капитала независимых фирм холдинговыми структурами, акции которых, в свою очередь, котируются на бирже, замещение фондов реализуется в классической форме. Однако при механическом объединении или разукрупнении пакетов акций содержание замещения фондов трансформируется, поскольку акции компаний через пирамидальные и перекрестные цепочки переходят во владение не публичных, а других частных компаний и выводятся с рынка акций. В результате снижается степень их инвестиционной привлекательности.

Доминирующим типом акционера в 60,1 % непубличных корпораций ЮФО при замещении фондов являются нефинансовые компании, выступающие чаще других не только в роли контролирующего или блокирующего владельца акций, но и в качестве акционера-противовеса, обладающего капиталом, достаточным для участия в управлении компанией (табл. 2).

Доминирование среди владельцев акций ряда компаний частных лиц и аффилированных с ними офшорных фирм предопределяет важнейшую особенность реализации экономического содержания акционерной собственности в непубличных корпорациях: максимально концентрированное, вплоть до единоличного, владение акционерным капита-

Т а б л и ц а 2

Распределение ОАО ЮФО по типу крупнейшего акционера в 2007–2012 гг., %

Тип доминирующего акционера	Уровень концентрации контроля						Всего наблюдений
	Низкий		Средний		Высокий		
	Охват наблюдений	Доля в капитале	Охват наблюдений	Доля в капитале	Охват наблюдений	Доля в капитале	
Финансовая компания	—	—	0,5	38	1,8	82	2,3
Нефинансовая компания	1,9	23	8,7	38	49,5	83	60,1
Государство	—	—	0,3	49	5,6	74	5,9
Частное лицо (семья)	3,1	18	6,2	31	7,5	79	16,8
Офшорная компания	0,3	21	1,0	36	9,8	90	11,1
Нефинансовая иностранная компания	—	—	—	—	2,8	89	2,8
Финансовая иностранная компания	—	—	1,0	14	—	—	1,0
Всего наблюдений	5,3	—	17,7	—	77,0	—	100

Источник: рассчитано авторами по панельным данным компаний выборки.

лом при сохранении формальных признаков низкого или среднего уровня концентрации контроля. В соответствии с общероссийской тенденцией признаки офшоризации владения акционерным капиталом проявляются во все большем количестве непубличных корпораций ЮФО с формально средним уровнем концентрации контроля. Так, если в 2007 г. офшоры присутствовали в числе пяти наиболее значимых акционеров в каждой пятой компании выборки, то в 2012 г. – уже в каждой второй. Вместе с тем, частота присутствия двух других наиболее распространенных типов доминирующих акционеров не изменилась. Нефинансовые компании в рассматриваемом периоде входили в число пяти наиболее значимых акционеров в каждом предприятии выборки, частные лица – в каждом втором. На этом фоне государство фактически самоустранилось от прямого участия в акционерном капитале, сохранив за собой крупные пакеты акций только в каждой восьмой корпорации выборки.

Концентрация акционерного капитала в 29,6 % компаний осуществляется специфическим способом – сосредоточением всех акций в одном пакете, принадлежащем единственному акционеру, что противоречит содержанию принципов публичности корпораций и экономической природе акционерной собственности. В ряде корпораций (6,1 %) такой способ концентрации контроля ориентирован на использование преимуществ акционерной собственности в области перераспределения капитала и носит переходный характер в процессе:

- реорганизации компании – выделения отдельных подразделений или дочерних фирм, акционерный капитал которых продолжает принадлежать материнской компании до его продажи;

- изменения организационной формы (ООО на ОАО в частном секторе, ФГУП или МУП на ОАО в госсекторе в ходе приватизации) при подготовке фирмы к продаже или привлечению капитала на основе дополнительной эмиссии акций, что ведет к изменению состава акционеров.

Вместе с тем в целом ряде непубличных акционерных компаний ЮФО (23,5 %) сохранение единоличного владения капиталом, консолидированного для закрепления контроля, свидетельствует о нежелании акционера нести дополнительные издержки по смене организационной формы предприятия. Такая схема владения упрощает механизм реализации экономического содержания акционерной собственности. Это проявляется в замещении института собрания акционеров единоличным

принятием решений, отсутствии прозрачной дивидендной политики, отказе от формирования совета директоров (6,3 % наблюдений) и от привлечения наемных высших управляющих. Владелец акций самостоятельно выполняет функции менеджера и присваивает как предпринимательский доход, так и дивиденды, становясь одновременно носителем отношений владения и распоряжения. При такой схеме реализации единоличного владения внешняя форма существования корпораций в виде ОАО не соответствует внутренней структуре и экономическому содержанию отношений акционерной собственности, что придает ей квазиакционерный характер.

Классические механизмы участия акционеров и менеджеров в управлении через собрание акционеров, работу совета директоров и его комитетов, через правление и независимых директоров, присущие крупнейшим публичным корпорациям, находятся в процессе становления, противоречивого встраивания в российскую корпоративную систему и модифицируются более чем в 60 % компаний выборки. В последние годы в составе менеджеров, являющихся носителями отношений распоряжения в системе акционерной собственности, и структуре советов директоров происходят значимые изменения, о чем свидетельствуют данные табл. 3.

Особенности реализации экономического содержания отношений акционерной собственности через участие акционеров и менеджеров в управлении в непубличных корпорациях ЮФО состоят в следующем.

1. В профессионализации состава совета директоров по мере усиления концентрации контроля, обусловленной преобладанием в числе доминирующих типов акционеров самостоятельных нефинансовых компаний и холдинговых структур, высшие исполнительные менеджеры которых зачастую практически полным составом входят в совет директоров зависимой фирмы. В результате институт совета директоров постепенно утрачивает формальную роль, что способствует реализации распоряжения в полной мере как элемента отношений собственности. Растет интенсивность работы советов директоров, о чем свидетельствует увеличение в 2007–2012 гг. частоты проводимых заседаний (с 12 до 15 раз в год). Однако уровень оппортунизма директоров остается высоким, поскольку большинство заседаний советов директоров проходит в заочной форме (в компаниях с высокой и средней концентрацией контроля – 83 % заседаний, с низкой концентрацией – 71 %).

Динамика структуры органов управления ОАО ЮФО в 2007–2012 гг.

Показатели структуры совета директоров и правления	Панельные данные за 2007–2012 гг.				2007 г.	2012 г.	Изменение структуры, 2012 г. к 2007 г., %
	Выборка в целом	В том числе в компаниях, где уровень концентрации контроля					
		высокий	средний	низкий			
Численность совета директоров, чел.	6,8	6,6	7,6	8,0	7,0	6,8	–3,4
Состав совета директоров, в % от общего количества членов							
Исполнительные менеджеры	25,0	22,3	29,0	49,3	22,8	26,5	16,2
Внешние директора	75,0	77,7	71,0	50,7	77,2	73,0	–5,4
В том числе: профессиональные управляющие	44,0	52,3	24,9	5,7	42,3	49,1	16,1
независимые директора	6,4	6,6	6,7	2,7	5,9	7,2	22,1
государственные чиновники	6,7	7,2	5,9	3,5	9,3	3,6	–62
представители иностранных инвесторов	3,4	3,6	3,6	0	4,3	2,5	–41
акционеры	13,9	8,0	29,9	38,8	15,4	10,6	–31
Доля капитала у членов совета директоров, %	11	6	24	25	9,9	8,7	–11
Численность правления, чел.	9,8	7,7	12,3	19,6	10,3	7,6	–26
Доля акционеров в правлении, %	12,2	9,5	12,4	34,5	21,3	7,0	–67
Доля капитала у членов правления, %	1	0,1	3	9	2,4	0,007	–83
Индекс должностной власти менеджеров	0,81	0,84	0,73	0,71	0,8	0,9	8,1

Источник: рассчитано авторами по данным компаний выборки.

2. В замещении фондов, сопровождаемом перекрестным изменением состава ключевых менеджеров. В наиболее яркой форме данный процесс проявляется в отношении председателей советов директоров, которые в 90 % случаев являются внешними и занимают помимо основного в среднем не более двух постов в структуре высших управляющих других компаний, что следует рассматривать как положительную тенденцию. Высокий же уровень совмещения (свыше 5 постов в мировой практике) ведет к сокращению времени, которое директор может уделить эффективному мониторингу и контролю работы компаний.

3. В существующей обратной зависимости между уровнем концентрации капитала и динамикой масштабов инсайдерского владения, противоположной общемировой тенденции их однонаправленного изменения. В российских акционерных обществах с низким уровнем концентрации капитала крупнейшие акционеры – частные лица – чаще, чем в других типах корпораций, входят в состав менеджеров для усиления контроля над компанией. Это отличает их от зарубежных корпораций с рас-

пыленным владением капиталом, в которых наиболее значимые акционеры вытеснены из числа менеджеров и участвуют в управлении только через собрание акционеров.

4. В закреплении системы «самовоспроизводства» менеджеров – совмещении ими постов в совете директоров и исполнительном менеджменте.

5. В усилении концентрации полномочий исполнительных менеджеров (оцениваемой индексом их должностной власти, который измеряется величиной, обратной числу высших исполнительных менеджеров в правлении компании) по мере роста концентрации контроля в руках акционеров, что создает условия для дискреционной власти менеджеров в компаниях с концентрированным контролем. Причиной усиления концентрации полномочий является неразвитость многоуровневой иерархии органов управления в непубличных корпорациях с высокой концентрацией капитала, в которых функции правления переданы единственному менеджеру (генеральному директору) либо управляющей компании (72,3 % наблюдений), чем объясняется более высокое значение среднего индекса должностной власти в них.

6. В развитии института независимых директоров преимущественно в компаниях со средней и высокой концентрацией контроля, что отражает изменение роли данного института в реализации экономического содержания акционерной собственности: в непубличных корпорациях директора с таким статусом выступают в качестве «независимого советника при ключевом акционере» [6, с. 69]. В мировой практике директора, отвечающие формально-должностным, финансовым и социокультурным критериям независимости [7, с. 242], в первую очередь, привлекаются к работе в компании с распыленным капиталом для противодействия влиянию исполнительных менеджеров, входящих в советы директоров.

7. В формировании комитетов в составе советов директоров (по аудиту, кадрам и вознаграждениям, стратегии, рискам, инвестициям, бюджету, инновационному развитию и т.п.), которое хотя и не является распространенной практикой в непубличных корпорациях (встречается лишь в каждой десятой компании выборки), но развивается преимущественно в компаниях с высоким и средним уровнями концентрации капитала, что является следствием общего роста профессионализации советов директоров.

8. В высокой интенсивности ротации менеджеров, отражающей экономическую власть акционеров в компании через их способность смещать менеджеров путем обновления состава совета директоров, правления, а также генерального директора (табл. 4), свидетельствующей о сохранении в непубличных корпорациях зависимости субъектов отношений распоряжения от субъектов владения в системе отношений акционерной собственности.

В непубличных корпорациях ЮФО участие акционеров и менеджеров в присвоении факторных доходов в различных формах не реализуется в полной мере, поскольку только в половине из них выплачиваются дивиденды акционерам и вознаграждение высшим управляющим (табл. 5), что разрушает и деформирует присущие отношениям акционерной собственности способы распределения доходов.

Активное участие акционеров в управлении в качестве менеджеров, характерное для компаний с низкой и средней концентрацией контроля, определяет их заинтересованность в присвоении наряду с доходом на капитал предпринимательского дохода. Однако несмотря на то, что данному типу корпораций свойственна более высокая частота распределения дивидендов и присвоения менеджерами нормальной прибыли, среди названных субъектов распределяется меньшая часть прибыли, чем в компаниях с высокой концентрацией контроля. При этом в отличие от мировой тенденции открытости структуры вознаграждения менеджеров в подавляющей части исследуемых компаний (87,5 %) она остается непрозрачной. Вместе с тем информацию об общей сумме вознаграждений менеджеров раскрывают около 85 % фирм.

Разрушение принципов сбалансированного распределения доходов между субъектами отношений собственности и тотальное изъятие доходов крупнейшим акционером без учета интересов миноритариев в наибольшей степени присущи непубличным корпорациям ЮФО с высокой концентрацией контроля. Используя предприятие в качестве одного из центров прибыли, крупнейший акционер – холдинговая структура или материнская нефинансовая компания – направляет на дивиденды

Т а б л и ц а 4

Интенсивность обновления органов управления в ОАО ЮФО в 2007–2012 гг., %

Показатели	Доля наблюдений, в которых хотя бы один раз встречается показатель	Панельные данные за 2007–2012 гг.				2007 г.	2012 г.	Изменение интенсивности, 2012 г. к 2007 г.
		Выборка в целом	В том числе в компаниях, где уровень концентрации контроля					
			высокий	средний	низкий			
Обновление состава совета директоров		71,4	71,8	74,0	55,0	72,3	75,3	4,1
Смена председателя совета директоров		29,6	29,6	28,3	34,6	20,7	31,3	51,0
Обновление состава правления		59,1	58,6	54,2	83,3	61,1	50,0	–18,2
Смена председателя правления / генерального директора		24,9	25,9	20,0	27,6	18,2	23,6	29,8

Источник: рассчитано авторами по данным компаний выборки.

Т а б л и ц а 5

Степень участия акционеров и менеджеров ОАО ЮФО в доходах компаний в 2007–2012 гг., %

Показатели	Панельные данные за 2007–2012 гг.				2007 г.	2012 г.	Изменение степени участия, 2012 г. к 2007 г.
	Выборка в целом	В том числе в компаниях, где уровень концентрации контроля					
		высокий	средний	низкий			
Доля дивидендов в чистой прибыли по всем категориям акций	48,9	53,8	39,9	29,7	23,3	34,5	47,9
Отношение вознаграждения членов органов управления (советов директоров, правления, управляющих компаний) к чистой прибыли	61,6	71,7	41,1	11,5	9,6	15,8	64,1
Доля наблюдений, в которых выплачивались:							
дивиденды по всем категориям акций	42,8	38,4	49,1	68,3	60,0	18,6	–69,0
вознаграждение членам органов управления (советов директоров, правления, управляющих компаний)	52	56,7	70	80	21,0	23,7	12,8

Источник: рассчитано авторами по данным компаний выборки.

до 100 % чистой прибыли. Менеджерам, в качестве которых в таких условиях, как правило, выступает аффилированная с холдинговой структурой управляющая компания или сама холдинговая структура, выплачивают вознаграждение, в 2–3 раза превышающее величину чистой прибыли. Источником выплат являются как текущий доход, так и резервы, сформированные из ранее полученной прибыли. Нередко крупнейший акционер присваивает весь доход компании недивидендным способом, вытесняя большинство миноритарных акционеров из участия в прибыли. Таким образом, нарушается принцип распределения дохода на капитал среди акционеров пропорционально присваиваемому ими акционерному капиталу. В результате принадлежащие миноритарным акционерам акции утрачивают функцию присвоения дохода, что снижает инвестиционную привлекательность корпораций частного сектора со стороны домохозяйств, затрудняет привлечение сбережений населения в долгосрочные инвестиционные проекты, препятствует полноценному использованию воспроизводственного потенциала акционерной собственности.

При высокой концентрации контроля относительно небольшая доля фирм, в которых членам советов директоров выплачивается вознаграждение, объясняется высокой долей в их составе внешних профессиональных управляющих. Не выплачивая им вознаграждения, контролирующий акционер руководствуется тем, что свой основной предпринимательский доход они присваивают в

качестве исполнительных менеджеров материнской компании и что не требуется дополнительное вознаграждение за выполнение управленческих функций в дочерней корпорации. Однако, как и в случае с выплатами чиновникам, включенным в состав советов директоров компаний с государственным участием, такой подход искажает стимулы и принципы распределения доходов между субъектами отношений акционерной собственности.

Таким образом, экономическое содержание акционерной собственности в непубличных корпорациях ЮФО реализуется в трансформированном виде, что является следствием высокого уровня концентрации контроля и доминирования нефинансовых компаний среди крупнейших акционеров.

ЛИТЕРАТУРА

1. Российский фондовый рынок 2012. События и факты. – Режим доступа: <http://www.naufor.ru/download/pdf/factbook/ru/RFR2012.pdf>
2. Молотников А. Е. Публичные компании : основные особенности и перспективы дальнейшего развития / А. Е. Молотников // Акционерное общество : вопросы корпоративного управления. – 2008. – № 12. – Режим доступа: <http://www.cg-aspect.ru/library/59/500>
3. Германова О. Е. Модели реализации экономического содержания акционерной собственности как отражение современных тенденций ее развития / О. Е. Германова, М. С. Штанько // TERRA ECONOMICUS. – 2013. – Т. 11. – № 4, ч. 3. – С. 97–104.
4. Паппэ Я. Ш. Фундаментальные сдвиги в российском крупном бизнесе в 2000-е годы и прогресс в корпоративном управлении / Я. Ш. Паппэ // Журнал новой экономической ассоциации. – 2012. – № 1. – С. 148–150.

5. Долгопятова Т. Г. Развитие отечественного корпоративного управления в годы экономического подъема и кризиса / Т. Г. Долгопятова // Менеджмент и бизнес-администрирование. – 2011. – № 3. – С. 46–62.

6. Степанова А. Корпоративное управление и корпоративные результаты : эмпирические доказательства на опыте стран с растущим рынком капитала / А. Степанова // Электронный журнал «Корпоративные финансы». – 2007. – № 4. – С. 64–75. – Режим доступа: [http://](http://ecsocman.hse.ru/hse/2010/12/31/1208182458/4_stepanova_64_75.pdf)

ecsocman.hse.ru/hse/2010/12/31/1208182458/4_stepanova_64_75.pdf

7. Штанько М. С. Независимые директора в системе реализации отношений акционерной собственности : специфика внедрения институциональной инновации в России / М. С. Штанько // Шумпетеровские чтения : материалы 2-й Междунар. науч.-практ. конф. – Пермь : Изд-во ПНИПУ, 2012. – С. 241–246.

Южный федеральный университет

Германова О. Е., доктор экономических наук, профессор кафедры экономической теории

E-mail: germanovaoe@mail.ru

Тел.: 8-950-844-48-31

Штанько М. С., соискатель кафедры экономической теории, специалист по закупкам коммерческой службы ООО «Лента»

E-mail: shtankoms@gmail.com

Тел.: 8-918-508-13-90

Southern Federal University

Germanova O. E., Doctor of Economic Sciences, Professor of the Economic Theory Department

E-mail: germanovaoe@mail.ru

Tel.: 8-950-844-48-31

Shtanko M. S., Post-graduate Student of the Economic Theory Department, Procurement Specialist of Commercial Department, Lenta LLC

E-mail: shtankoms@gmail.com

Tel.: 8-918-508-13-90