

*Дедов Л. А., Тонких А. С.*

## **ОБ ИНСТРУМЕНТАХ КООРДИНАЦИИ КОРПОРАТИВНЫХ ОТНОШЕНИЙ**

Корпоратизация российской экономики затрагивает почти все основные отрасли хозяйства. Все большее число предприятий вовлекаются в этот процесс. Фирмы приходят к этому разными путями. Одни, будучи небольшими и вновь созданными организациями, не имеющими предыдущего опыта деятельности, занимая новые ниши и сегменты рынка, сталкиваются с ситуацией быстрого роста и неизбежной диверсификацией — как продуктовой, так и географической. Количество управленческих функций возрастает, и предприниматель-владелец заменяется группой управляющих. Они сосредотачиваются на стратегических вопросах и построении корпоративных отношений, функция собственника отделяется от функции управляющего. Другие фирмы, образованные на заре приватизации, активно участвуют в интеграционных процессах, расширяясь и укрупняясь.

Среди возможных механизмов, мотивирующих менеджеров согласовывать принимаемые ими решения с интересами акционеров, можно выделить следующие<sup>1</sup>:

- сохранение руководящей должности за менеджером (и его деловой репутации на соответствующем рынке) в случае успешной деятельности корпорации;
- обеспечение возможно более действенных стимулов для эффективного управления с помощью специально разработанных систем оплаты;
- прямой мониторинг, осуществляемый главным образом владельцами крупных пакетов акций и их представителями.

И. Ю. Беляева, М. А. Эскиндаров выделяют основные виды нарушений прав акционеров<sup>2</sup>. К ним относятся: размывание акций в целях уменьшения доли внешних инвесторов в акционерном капитале; использование преимущественного положения основного акционера; сомнительные юридические решения, затруднение доступа акционеров к их собранию из-за несвоевременного получения информации о его проведении; отказ директоров, уволенных общим собранием акционеров, передать власть и обеспечить доступ к финансовой информации.

---

**Леонид Анатольевич ДЕДОВ** — д-р экон. наук, профессор, заместитель директора Глазовского инженерно-экономического института по НИР.

**Андрей Сергеевич ТОНКИХ** — канд. экон. наук, доцент, заведующий кафедрой экономики и менеджмента Глазовского инженерно-экономического института.

© Л. А. Дедов, А. С. Тонких, 2006

Обычно проблема «владелец — агент» трактуется специалистами в основном в правовой плоскости, и ее пытаются решить в этом аспекте. Безусловно, правовые факторы являются одним из главных условий существования и функционирования корпораций. Но соблюдение лишь прав акционеров не может полностью удовлетворить их, так как напрямую не увеличивает их благосостояние. Соблюдение прав инвесторов и их доступ к информации могут и не привести к росту эффективности и стоимости компании, а значит, с позиции доходности вложений не будут заинтересовывать частного инвестора. Основное свойство капитала — приносить доход его владельцам — должно являться базовым в регулировании корпоративных отношений.

Несмотря на все коллизии отношений владельцев корпорации и наемных менеджеров, существует условие, вынуждающее последних действовать, хотя бы частично, в интересах собственников. Этим условием является так называемое «жесткое финансовое ограничение», которое проявляется все существеннее по мере упрочения рыночных отношений. Жесткое финансовое ограничение означает, что компания не может рассчитывать на привлечение любого желаемого объема финансовых ресурсов. Привлечение ресурсов обусловлено вполне определенными требованиями со стороны контрагентов. Менеджеры должны обеспечить выполнение этих требований, иначе фирму ожидают санкции, что неприемлемо для владельцев. Менеджмент должен это учитывать. Последнее ограничивает возможности его независимого поведения.

Повысить ответственность менеджеров перед акционерами корпорации в условиях жесткого финансового ограничения можно через совершенствование механизмов внутрикорпоративного контроля. Внутрикорпоративный контроль представляет собой деятельность владельцев корпорации, направленную на содействие успешному поддержанию баланса интересов собственников компании и ее менеджеров, а также на оценку финансовых результатов и инвестиций предпринимателей в деятельность фирмы. Важнейшим компонентом контроля является достижение баланса интересов. Это означает, что формирование корпоративных отношений должно удовлетворять не только интересы инвесторов, но и обеспечивать достаточную самостоятельность менеджерам и создавать условия для их инициативы.

Любой перекокс в балансе в ту или иную сторону грозит серьезными проблемами. В случае излишней зарегулированности деятельности менеджеров корпорация неизбежно теряет гибкость, что ослабляет конкурентные позиции предприятия в быстро меняющейся среде. В случае дисбаланса интересов в сторону менеджеров возникает неудовлетворенность акционеров, которые начинают принимать соответствующие меры — от их увольнения до ликвидации предприятия, что невыгодно ни менеджерам, ни владельцам.

Важно помнить, что упор при организации внутрикорпоративного контроля над соблюдением данного рода баланса делается на то, чтобы, прежде всего, соблюдались интересы крупных акционеров, поскольку, чем шире распределяются акции среди акционеров, тем больше возможностей у менеджеров принимать выгодные для себя решения из-за естественной разобщенности владельцев. Первоначально противостояние «владелец — агент» рассматривалось как отношение между миноритарными акционерами и менеджментом корпорации. Ресурсы же крупных собственников позволяли им активно противостоять тем решениям управляющих, которые приводили к снижению отдачи инвестиций. Однако с развитием рынка частных и коллективных инвестиций все большее число владельцев вовлекается в деятельность, связанную с корпоративным управлением. Результатом бурного развития рынка коллективных инвестиций становится появление таких крупных институциональных инвесторов, как негосударственные пенсионные, пае-

вые инвестиционные, взаимные фонды, которые, с одной стороны, выражают интересы мелких владельцев, а с другой — обладают ресурсами, позволяющими им отстаивать свои финансовые интересы.

Функции внутрикорпоративного контроля заключается в следующем:

1. Оценить отклонения действий менеджеров от интересов акционеров.
2. Диагностировать в зависимости от отклонений возможные ухудшения сложившейся ситуации, которые могут повлиять на баланс интересов.
3. Определить действия, способные устранить возникшие проблемы и по возможности восстановить этот баланс.
4. Пересмотреть основные параметры баланса интересов.

Реализация этих функций обеспечивает результативность контроля владельцев корпорации за деятельностью наемного менеджмента и, как следствие, успешное функционирование фирмы.

При организации системы корпоративного контроля необходимо учесть следующие его принципы:

1. Расходы, связанные с корпоративным контролем, не должны превышать его выгоды.
2. Корпоративный контроль должен обеспечивать исполнительным органам фирмы возможность осуществлять текущую деятельность предприятия в интересах акционеров.
3. Корпоративный контроль должен обеспечивать основные интересы как можно большего числа собственников корпорации.
4. Инструменты корпоративного контроля должны полно и достоверно характеризовать развитие компании в быстро меняющейся среде.
5. Корпоративный контроль осуществляется в условиях ограниченности информации о деятельности предприятия и при этом обеспечивает возможность принятия обоснованных решений как настоящими, так и потенциальными инвесторами.

Поясним последнее более подробно.

Коллектив авторов под руководством С. Б. Гальперина рассматривает некоторые проблемы анализа деятельности корпоративных структур<sup>3</sup>. В частности отмечается, что используемые на практике подходы к оценке деятельности корпоративных образований основаны преимущественно на применении сводных оценок роста при ограниченном наборе показателей. Такие показатели, как правило, не охватывают всех аспектов деятельности корпораций и не в полной мере учитывают специфические особенности их формирования и функционирования.

Соглашаясь с подобной точкой зрения, необходимо отметить, что невозможно учесть все аспекты деятельности предприятия, имеющего корпоративную форму собственности. Связано это, прежде всего, с разделением функций владения и управления собственностью. Собственник не принимает участия в оперативном управлении корпорацией, именно поэтому ему не доступна полная информация о деятельности предприятия. Подобная ситуация усугубляется в случае, если акции распылены между большим количеством акционеров и никто из них не может оказывать существенное влияние на деятельность корпорации. Финансовые отчеты, имеющиеся в распоряжении реальных и потенциальных акционеров и инвесторов, содержат в себе ограниченный набор показателей и недостаточную информацию о результатах деятельности корпораций. Ограниченность информации, используемой в анализе их деятельности, является специфическим признаком корпоративного управления. Соответственно, для инструментария анализа деятельности фирм, особенно применяемого не действующими, а потенциальными инвесторами, должно быть достаточно открытой отчетности.

В основе соблюдения баланса интересов владельцев и менеджеров корпорации лежит установление интересов акционеров. Мнения инвесторов по поводу корпоративного управления не всегда бывают достаточно определенными. Это затрудняет работу менеджеров в интересах собственников. Неясность критериев оценки добавляет остроту в отношениях «владелец – агент». Инструментарий и механизм контроля должны быть четко обозначены и ясны менеджерам предприятия. Внятность критериев оценки их деятельности позволит им более эффективно управлять компанией в интересах собственников. Иногда конфликт интересов менеджеров и владельцев корпорации возникает именно вследствие отсутствия или нечеткого обозначения показателей для оценки деятельности управляющих. Ситуация усугубляется еще и тем, что разные акционеры могут иметь различные друг от друга интересы.

В процессе корпоративного управления акционеры корпорации могут ставить перед менеджерами различные цели. Приоритет той или иной цели по-разному трактуется в рамках существующей теории фирмы. Наиболее распространено утверждение, что корпорация должна обеспечить максимальный доход ее владельцам. Существуют следующие области максимизации: продажи, прибыль, темпы роста активов и богатство акционеров.

В основе максимизации прибыли лежит предположение классической экономической теории, что максимизация факторных доходов отдельных хозяйствующих субъектов, в том числе и прибыли, ведет к максимизации всего общественного благосостояния, в частности владельцев компании. Однако такая цель часто не способна удовлетворить большинство акционеров. Полученная высокая прибыль может быть полностью израсходована на текущие нужды предприятия. В результате фирма лишится возможности формировать финансовые ресурсы, достаточные для поддержания долгосрочного развития, что в будущем приведет к утрате достигнутых конкурентных преимуществ и к другим сопряженным проблемам. Более того, получение наивысшей прибыли возможно, как правило, в условиях высокого риска, при котором неизбежно ухудшение результатов функционирования предприятия вплоть до банкротства. Поэтому условие максимизации прибыли может рассматриваться как не единственная, хотя и важная цель функционирования предприятия.

Приверженцы максимизации объемов продаж обосновывают следующие доводы. Данный критерий отражает результаты деловой активности предприятия: чем выше продажи, тем существеннее усилия менеджеров по их достижению. Выручка от реализации показывает также, насколько востребована потребителями продукция предприятия, т. е. характеризует конкурентоспособность предприятия, а значит, и перспективы его деятельности.

Предполагается, что объем реализации отражает в себе, помимо названного, все положительные изменения, происходящие в компании, в том числе в сфере инноваций. Критерий максимизации продаж обосновывается еще и тем, что выражает интересы не только владельцев компании, но и ее менеджеров, которые олицетворяют свое положение в обществе с размерами своего предприятия, а не с его доходностью.

Однако такая цель практически не увязана с экономией на издержках. Рост затрат по обеспечению дополнительных продаж продукции может обгонять рост доходов от ее реализации, что снижает прибыль и возможности формирования необходимых финансовых ресурсов. Поэтому, по аналогии с прибылью, объем продаж выступает в качестве лишь одного из возможных критериев деятельности менеджеров и не может служить всеобъемлющим показателем, выражающим интересы большинства акционеров.

В составе модели максимизации темпов роста активов, в отличие от предыдущих, присутствует представление о деятельности предприятия в динамике. При этом в качестве показателя, который характеризует данное явление, как правило, рассматривается изменение во времени величины активов предприятия, т. е. чем больше приросты активов по сравнению с предыдущим периодом, тем успешнее работает корпорация. Но увеличение стоимости фирмы не всегда сопровождается ростом ее эффективности. Так, приобретение дополнительного оборудования не всегда приводит к увеличению прибыли или выручки, и в этом контексте максимизации стоимости активов оно не может рассматриваться как главный приоритет акционеров компании. Тем не менее достоинство данной модели, выраженное нацеленностью на стратегическую перспективу, на обеспечение развития предприятия, позволяет использовать ее в интересах акционеров.

Повышение благосостояния владельцев компании часто видится не в росте текущих доходов в виде дивидендов, а в повышении рыночной стоимости акций. Учитывая широкое распространение этого подхода в современной экономике, а также то, что он упорядочивает соотношение многих других целей и гарантирует обеспечение компании капиталом со стороны инвесторов в долгосрочной перспективе, его можно принять в качестве важной, хотя и не единственной цели деятельности менеджеров в интересах владельцев. Однако не всегда инвесторов в России интересует рост стоимости компании в перспективе. Часть акционеров, иногда значительную, интересуют именно текущие дивиденды. Можно привести в качестве примеров из российской практики корпоративного управления, когда существенная доля прибыли предприятий направлялась на выплату дивидендов, деятельность таких предприятий, как «Сибнефть», «Северсталь» и др. К тому же критерий максимизации цены акций применим лишь в условиях равнодоступности информации для всех участников рынка, но информация, как правило, асимметрична, что ограничивает широкое использование этой модели.

По традиции определение интересов акционеров на основе представленных подходов осуществляется с использованием оптимизационных моделей. Однако использование методов оптимизации содержит ряд условий, которые сдерживают их применение. Например, осуществляя упор на максимизацию прибыли, оставляют при этом практическую процедуру достижения максимума невыясненной. Чаще всего речь может идти только о так называемом «историческом максимуме», который отражает изменение оптимизируемого показателя с течением времени. В силу этого целесообразнее задавать ориентиры по достижению определенной динамики показателей, чем искать экстремум какого-то параметра.

Наиболее результативные варианты деятельности могут находиться за пределами установленных ограничений. Чаще всего ограничивающими факторами выступают наличествующие ресурсы, однако у корпоративных объединений существует множество возможностей привлечь в систему дополнительные ресурсы. Причем как раз для корпораций это осуществить легче, чем для предприятий других организационных форм. Поэтому условия оптимизации являются весьма нечеткими. Следовательно, в целях корпоративного контроля деятельности менеджеров не всегда применимы подходы, выводящие на оптимизационные модели.

Среди других параметров функционирования предприятия, определяющих интересы акционеров, важное место занимает ликвидность акций. Действительно, предприятие может иметь высокую прибыль, значительные продажи и активы, что в конечном итоге отражается в стоимости акций. Но если инвестор не может реализовать эту стоимость на рынке в силу низкой ликвидности акций компании, экономического смысла такие инвес-

тиции не имеют. В этом контексте требования акционеров можно было бы обозначить как доступность благосостояния, выраженную такими показателями, как ликвидность акций и объем торгов ими.

Среди других приоритетов акционеров также могут быть: достижение финансовой устойчивости, пусть даже при небольшом доходе, высокий статус, возможность принять участие в управлении корпорацией и т. д.

Итак, интересы акционеров весьма разнообразны, и по этой причине менеджерам практически невозможно удовлетворить интересы большинства из них.

Следует заметить, что использование любого подхода основано на динамике определенных показателей деятельности. При этом корпорация приобретает новые качественные признаки, обеспечивающие более высокий уровень выполнения ее функций. Подобная ситуация характеризует развитие компании. Но поскольку инвесторов интересуют неодинаковые показатели, то возникают разногласия между самими акционерами, а также их управляющими в определении интересов собственников.

Таким образом, требуется разработать такую оценку развития, которая являлась бы некоторой комбинацией представленных выше подходов, не выводила на оптимизационные модели, характеризовала качественный рост фирмы в динамике, учитывала интересы большинства участников корпоративных отношений.

Из сказанного видно, что корпоративный контроль должен быть основан на динамических оценках. Выделяются два главных критерия эффективности корпоративного управления<sup>4</sup>. Один из них — динамизм системы с учетом различий в интересах акционеров и менеджеров предприятия. Проиллюстрируем это ситуацией, когда среди интересов большинства акционеров присутствуют: рост чистой прибыли, капитализации и повышение ликвидности акций. Менеджерам же для укрепления своего профессионального статуса важно увеличивать выручку от реализации, производительность труда, не сокращая по возможности персонал организации. Модель развития компании и основанный на ней корпоративный контроль должны согласовывать упомянутые разнородные требования к деятельности фирмы.

Если рассматривать вышеназванные показатели как статические, трудно расставить приоритеты в их достижении и сопоставить их друг с другом в контексте соблюдения баланса интересов как между акционерами, так и между акционерами и менеджерами. В динамике же можно упорядочить и соотнести данные показатели. Например, из требования роста производительности следует, что объем продаж должен расти быстрее численности работающих. Далее, доходы организации должны возрастать более быстрыми темпами, чем расходы, иначе происходит нерациональное использование ресурсов. Отсюда, темпы роста прибыли, как разности между доходами и расходами, должны превышать темпы изменения выручки. Затем, любой инвестор предпочтет как можно большее увеличение курсовой стоимости принадлежащих ему акций. Следовательно, капитализация должна возрастать быстрее прибыли, так как она формируется под действием различных факторов, а не только прибыли. По этой же причине темп капитализации превосходит темп объема сделок на финансовом рынке. Кроме того, рост всех показателей во времени и неснижение численности персонала дает нижнюю границу их изменения — темпы рассматриваемых показателей не должны быть меньше единицы.

В итоге можно построить систему, упорядочивающую темпы значимых показателей, характеризующую эталонную (нормативную) динамику развития корпорации. Мера достижения эталонной динамики будет показывать, насколько достигнут баланс интересов

как результат функционирования фирмы. Такая мера может быть рассчитана, в частности, на основе аппарата оценок ранговой корреляции<sup>5</sup>.

Именно эта система, которая упорядочивает и соотносит между собой интересы различных акционеров и менеджеров, и будет являться одним из наиболее подходящих инструментов координации корпоративных отношений, поскольку позволяет количественно оценить меру достижения баланса интересов. Более того, предложенная система позволяет выявить, в каком ее элементе происходит наибольшее отклонение от соблюдения баланса, и принять соответствующие меры по устранению этого перекося. Тем самым будут координироваться и своевременно корректироваться взаимоотношения на верхнем уровне корпоративного управления без ущерба интересов большинства сторон. Применение на практике этой системы в оценке корпоративного управления в России демонстрирует следующие результаты (выборочно представлены в таблице).

Таблица содержит данные по предприятиям различных отраслей, размеров и масштабов деятельности. Исходя из этих данных можно сделать вывод, что менеджеры многих корпораций действуют далеко не всегда в интересах акционеров. Во многих случаях даже отдаленно не достигается эталонное значение коэффициента результативности менеджмента, равное 1. Достаточно успешно с точки зрения нормативной динамики осуществляется корпоративное управление: в Газпроме в 2001 г. соответствие достигает уровня 0,9429; в «Сибнефти» в 2001 г. — 1,0; в Первоуральском новотрубном заводе в 2001 г. — 0,9429, в «Северстали» в 2002 г. — 0,9429; в «Мечеле» в 2002 г. — 0,9429; в «ЛУКОЙЛЕ» в 2003 г. — 0,8286. Однако у многих перечисленных компаний не наблюдается стабильности в соблюдении нормативного движения. В предыдущие или последующие годы происходило значительное снижение качества менеджмента.

Достаточно стабильно на высоком уровне корпоративное управление осуществлялось лишь в двух компаниях из списка: в Газпроме уровень менеджмента составил 0,9429, 0,6000 и 0,8286 за 2001, 2002 и 2003 г. соответственно, Ростелеком — 0,7714, 0,8857 и 0,6571. Имеется также и значительное число компаний, управление которыми характеризуется обратной динамикой результативности, значения коэффициентов Спирмена здесь отрицательные. Например, среди них такие известные и значимые для экономики страны корпорации, как «Сургутнефтегаз», «Норильский никель», АвтоВАЗ.

На основании представленных расчетов можно сделать вывод о том, что в России корпоративное управление в интересах акционеров компании находится на достаточно низком уровне даже на тех предприятиях, где акционеры принимают участие в оперативном управлении («Сургутнефтегаз», «Норильский никель»). Кроме того, проведенные расчеты вскрыли интересный факт, что корпорации, принадлежащие государству (Газпром, Ростелеком), вопреки стереотипному мнению, управляются более эффективно с точки зрения интересов акционеров, по сравнению с корпорациями, где оперативное управление осуществляется крупными акционерами («Сургутнефтегаз», «Норильский никель», «Вимм-Билль-Данн»). Это объясняется тем, что государство имеет более существенные возможности осуществления контроля зависимых от него хозяйственных организаций и протекающих в них процессов по сравнению с частными инвесторами. Данное обстоятельство мотивирует менеджеров предприятий с государственным участием добросовестно соблюдать интересы собственников, т. е. координация корпоративных отношений в названных предприятиях происходит на высоком уровне к обоюдному удовлетворению интересов.

Можно выделить следующие особенности реализации данного подхода:

– расходы, связанные с организацией подобных расчетов, невелики;

**Оценка совпадения интересов акционеров и менеджеров  
в некоторых российских корпорациях за период 2001–2003 гг.**

п/п	Корпоративная система	Коэффициент совпадения интересов акционеров и менеджеров корпорации (уровень качества корпоративного управления)		
		2001 г.	2002 г.	2003 г.
1	Газпром	0,9429	0,6000	0,8286
2	РАО «ЕЭС России»	0,0286	0,6000	-0,3714
3	«ЛУКОЙЛ»	0,0286	0,0857	0,8286
4	«ЮКОС»	0,4286	0,1429	н/д
5	«Норильский никель»	н/д	-0,0857	0,6571
6	«Северсталь»	-0,1429	0,9429	0,8286
7	«Сильвинит»	-0,0857	0,7714	0,0286
8	«Сургутнефтегаз»	-0,0286	-0,0286	0,3714
9	«Мосэнерго»	0,1429	0,1429	0,7714
10	«Балтика»	н/д	-0,0857	-0,6000
11	«Сибнефть»	1,0000	0,1429	0,1429
12	Объединенные машиностроительные заводы	0,6000	0,8286	-0,5429
13	«Мечел»	0,0857	0,9429	0,8286
14	Ростелеком	0,7714	0,8857	0,6571
15	Первоуральский новотрубный завод	0,9429	0,0857	0,0857
16	«Нижнекамскшина»	-0,6000	0,5429	0,6000
17	«Пермэнерго»	-0,6571	0,0857	0,8286
18	«Вимм-Биль-Данн»	н/д	0,0286	-0,7143
19	АвтоВАЗ	0,7714	-0,6000	-0,0857
20	«Красный Октябрь»	0,2571	0,0286	-0,0286
21	«Мобильные телесистемы»	0,3714	0,2571	0,5429

*Рассчитано по:* Рейтинговое агентство «Эксперт РА» ([www.raexpert.ru](http://www.raexpert.ru)).

– учитывается совокупность профессиональных интересов менеджеров и финансовых интересов собственников корпорации;

– эталонный порядок темпов является достижимым, так как не требует от менеджеров выполнения плановых показателей, иногда необоснованно завышенных акционерами,

следовательно, заранее обеспечивает возможность исполнительным органам действовать в интересах акционеров;

- достаточно полно и достоверно описывается развитие предприятия при взаимодействии с внешней средой;

- используются доступные показатели финансовой отчетности и информация деловых изданий.

Сказанное соответствует принципам корпоративного контроля и может операционально применяться при его осуществлении, что важно в связи с активизацией фондового рынка.

С развитием института частного инвестирования на фондовом рынке как альтернативного низкодоходному банковскому у многих потенциальных инвесторов возникает потребность в превентивной оценке объектов вложений, их предварительного отбора, ранжирования для выбора наиболее подходящих.

В настоящее время методики анализа деятельности корпоративных структур ориентированы, в основном, на профессионалов рынка, которые на основе множества разнородных и часто противоречивых показателей и тенденций оценивают результаты, достигнутые корпорациями, используя сложные информационно-аналитические системы. Как следствие, инвестиционные решения принимаются интуитивно или под влиянием сложившихся стереотипов даже на уровне профессиональных участников рынка.

Представляется, что с развитием фондового рынка и института частного инвестирования предприятия, не следующие описанной выше эталонной динамике, будут невысоко оцениваться инвесторами. И наоборот, компании, осуществляющие эталонный рост, будут котироваться достаточно высоко.

Важен факт, что в период роста предприятия ему необходимо привлекать дополнительные внешние источники финансирования, поддерживающие позитивную динамику. Одним из главных источников в этом смысле становится невозвращаемый капитал акционеров. Чтобы привлечь новых инвесторов и убедить в эффективности деятельности прежних акционеров, менеджмент предприятий должен действовать в их интересах и, следовательно, быть достаточно привлекательным. Не имея доступа к внутренней управленческой отчетности, сторонним инвесторам трудно осуществлять надежную оценку деятельности корпоративных структур. Поэтому им нужен достаточно простой инструмент такой оценки, базирующийся на данных открытой финансовой отчетности. Описанный выше подход может быть положен в основу упомянутого инструментария.

---

<sup>1</sup> *Радыгин А.* Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы // Вопросы экономики. 2002. № 1.

<sup>2</sup> *Беляева И. Ю., Эскиндаров М. А.* Корпоративные формы хозяйствования в российской экономике и проблемы взаимодействия менеджмента и мелких акционеров // Вопросы экономики. 2000. № 10.

<sup>3</sup> *Гальперин С. Б., Дороднева М. В., Мишин Ю. В., Пухова Е. В.* Механизм анализа и прогноза деятельности корпоративных структур / Под ред. С. Б. Гальперина. М., 2001.

<sup>4</sup> *Charkham J.* Keeping Good Company: a Study of Corporate Governance in Five Countries. Clarendon Press, 1995.

<sup>5</sup> *Краева Т. А., Миняшкин В. В.* Финансовый мониторинг стратегии промышленного предприятия. М., 2003; *Тонких А. С.* Оценка динамики финансовых показателей корпоративных систем // Вестн. КрасГАУ. 2004. № 4.

Статья поступила в редакцию 28 июня 2006 г.