

Санкт-Петербургский государственный университет  
Высшая школа менеджмента

**КОРПОРАТИВНОЕ УПРАВЛЕНИЕ:  
вопросы практики и оценки  
российских компаний**

Под редакцией А. В. Бухвалова

Санкт-Петербург  
Издательство «Высшая школа менеджмента»  
2012

ББК 65.290-2  
К66

Рецензенты:

чл.-кор. РАН, д-р экон. наук, проф. Г.Б. Клейнер, ЦЭМИ РАН;  
В.А. Королев, президент, ООО «Центр корпоративного развития»

*Печатается по решению Ученого Совета  
Высшей школы менеджмента  
Санкт-Петербургского государственного университета*

**Корпоративное управление: вопросы практики и оценки российских компаний** / О.В. Бандалюк, И.В. Березинец, А.В. Бухвалов, Д.Л. Волков, Т.А. Гаранина, Ю.Б. Ильина; под ред. А.В. Бухвалова; Высшая школа менеджмента СПбГУ. — СПб.: Изд-во «Высшая школа менеджмента», 2012. — 328 с.

ISBN 978-5-9924-0055-7

Коллективная монография является итогом многолетней теоретической и эмпирической работы авторов в области взаимосвязи между ценностью (и другими характеристиками результативности) компании и качеством корпоративного управления в ней. Теория и практика по всему миру показывают, что имеется существенная связь между различными сторонами корпоративного управления и ценностью компании. Важно понимать, что эта связь является двусторонней — не только корпоративное управление влияет на ценность, но и ценность компании влияет на корпоративное управление. В работе рассмотрен актуальный для российских компаний вопрос о выборе адекватной формы юридического лица, а также о том, каким образом можно применять концепцию ценности к компаниям, акции которых не торгуются на рынке (а таких в России подавляющее большинство).

Монография адресована одновременно и теоретикам, и практикам. Книга также может быть использована при преподавании учебных курсов на программах магистратуры, MBA и EMBA, в частности при чтении курсов «Корпоративное управление» и «Оценивание компаний».

ББК 65.290-2

ISBN 978-5-9924-0055-7

© Коллектив авторов, 2012  
© Высшая школа менеджмента СПбГУ, 2012

# Оглавление

|                |   |
|----------------|---|
| Введение ..... | 6 |
|----------------|---|

## Часть 1

### ПРОБЛЕМЫ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ В РОССИИ

|  |    |
|--|----|
| Глава 1. ОАО в российской экономике: специфика внедрения и адаптации<br>в национальной институциональной среде .....             | 9  |
| 1.1. Предпосылки появления современных ОАО в России .....  | 9  |
| 1.2. Российские ОАО как инновация .....  | 12 |
| 1.3. Процесс адаптации ОАО в России .....  | 17 |
| 1.4. Концепция реальных опционов и ОАО .....   | 20 |
| 1.5. Проблемы адаптации ОАО в России .....   | 27 |
| 1.6. Дивиденды ОАО .....   | 33 |
| Глава 2. Выбор организационно-правовой формы и финансовая<br>результативность: результаты исследования российских компаний ..... | 41 |
| 2.1. Постановка проблемы исследования .....  | 41 |
| 2.2. Институциональная среда и теоретические предпосылки<br>исследования .....   | 45 |
| 2.3. Основные гипотезы и формирование выборки для пилотного<br>исследования .....  | 58 |
| 2.4. Общая логика и структура опроса .....   | 61 |
| 2.5. Общая характеристика результатов пилотного исследования<br>и проблемы корпоративного управления .....                       | 66 |
| 2.6. Изменение организационно-правовой формы компании<br>и факторы корпоративного управления и контроля .....                    | 82 |

|   |     |
|---|-----|
| 2.7. Влияние финансовых показателей деятельности на изменение организационно-правовой формы компании .....  | 87  |
| Глава 3. Трансформация организационных форм российских компаний и концентрация собственности: результаты эмпирического исследования крупных российских компаний ..... | 96  |
| 3.1. Актуальность и основные гипотезы исследования .....  | 96  |
| 3.2. Общая характеристика выборки и результатов исследования: концентрация собственности и агентская проблема .....   | 99  |
| 3.3. Изменение организационно-правовой формы компаний и проблемы корпоративного управления: результаты эконометрического анализа .....                                | 113 |
| 3.4. Изменение организационно-правовой формы компании и исследования однородности двух форм акционерных обществ ....  | 116 |
| Глава 4. Национальные модели корпоративного управления и специфика раскрытия информации .....   | 121 |
| 4.1. Электронное корпоративное управление: введение в проблему .....  | 121 |
| 4.2. Проблемы информационной прозрачности компаний: анализ эмпирических исследований .....  | 124 |
| 4.3. Обследование корпоративных сайтов: постановка задач .....  | 142 |
| 4.4. Раскрытие информации в различных национальных моделях корпоративного управления: результаты эмпирического исследования .....                                     | 145 |

## ЧАСТЬ 2

### ФУНДАМЕНТАЛЬНАЯ ОЦЕНКА РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

|  |     |
|--|-----|
| Глава 5. Ценностно-ориентированный менеджмент и фундаментальная оценка компаний .....                | 159 |
| 5.1. Основные подходы к формулировке основной цели деятельности компании .....                       | 159 |
| 5.2. Модели взаимосвязи рыночной и фундаментальной ценностей на российском рынке: 2000–2002 гг. .... | 170 |
| Глава 6. Фундаментальная ценность компании: теория и приложение к нахождению цены IPO .....          | 184 |
| 6.1. Модификации модели фундаментальной ценности .....   | 184 |
| 6.2. Анализ модели оценивания фундаментальной ценности на российском рынке: 2000–2007 гг. ....       | 199 |

|   |     |
|---|-----|
| 6.3. Использование модели остаточной чистой прибыли<br>для прогнозирования цены при IPO .....   | 208 |
| Глава 7. Оценивание нематериальных активов и их роль в создании<br>ценности для собственников .....                                     | 233 |
| 7.1. Подходы к определению нематериальных активов<br>и интеллектуального капитала .....   | 233 |
| 7.2. Оценивание фундаментальной ценности нематериальных<br>активов на основе модели остаточной операционной прибыли .....               | 237 |
| 7.3. Проблемы определения состава и оценки основных элементов<br>нематериальных активов .....   | 258 |
| 7.4. Оценка фундаментальной и рыночной ценностей<br>нематериальных активов российских компаний .....                                    | 268 |
| Приложения .....  | 279 |
| Приложение 1. Изменения российского законодательства о выплате<br>дивидендов (с начала 1990-х по 2005 г.) .....                         | 279 |
| Приложение 2. Анкета полевого исследования, 2006 г. ....  | 283 |
| Приложение 3. Анкета полевого исследования, 2007 г. ....  | 294 |
| Приложение 4. Компании, вошедшие в топ-10 по качеству<br>корпоративных сайтов (Россия, Германия, Великобритания),<br>2006–2007 гг. .... | 306 |
| Заключение .....  | 308 |
| Литература .....  | 311 |
| Об авторах.....   | 326 |