

В.Голикова, Т.Долгопятова, Ю.Симачев, А.Яковлев

## «Инсайдеры, аутсайдеры и хорошее корпоративное управление: российский опыт»<sup>\*</sup>

### Постановка проблемы

Корпоративное управление является одной из тем, уже долгое время привлекающих внимание экспертов по проблемам переходных экономик. Причина такого внимания в том, что трансформация и экономическое развитие, в конечном счете, зависят от поведения экономических агентов и их мотивации. Такие меры, как либерализация цен, приватизация, открытие внутреннего рынка создают существенные внешние предпосылки для изменения в поведении фирм и домохозяйств. Механизмы же корпоративного управления создают систему внутренних стимулов для собственников и менеджеров крупных предприятий, объективно играющих очень большую роль в экономике бывших социалистических стран.

Аналізу проблем корпоративного управления в России и в странах Восточной Европы в середине 1990-х годов был посвящен целый ряд эмпирических исследований<sup>1</sup>, свидетельствовавших о противоречивых тенденциях в этой сфере. С одной стороны, правительства ряда стран (прежде всего, Чехии и России) форсировали процессы массовой приватизации, рассчитывая на изменения в поведении предприятий с переходом их под управление новых собственников. Эти реформаторские усилия позитивно оценивались Всемирным банком и другими международными финансовыми организациями, для их поддержки выделялись значительные средства технической помощи.

Вместе с тем, на практике интенсивный импорт институтов в сфере корпоративного законодательства и "распыление" собственности в рамках массовой приватизации не смогли нейтрализовать явный спрос на "инсайдерскую" модель приватизации, исходящий со стороны менеджеров бывших государственных предприятий. Существенной характеристикой этой модели является извлечение доходов от акционерной собственности не через прибыль (что характерно для развитых рыночных экономик), а через контроль доминирующего собственника над финансовыми потоками предприятия.

---

<sup>\*</sup> Доклад основан на материалах проекта "Insiders, outsiders and good corporate governance: case of Russia and Bulgaria", реализованного на средства USAID в рамках программы Regional Think Tank Partnerships. Авторы признательны своим коллегам и партнерам по данному проекту Т.Фраю, В.Минчеву и Б.Белеву за содержательное обсуждение проблем корпоративного управления в России и в Болгарии, а также участникам семинаров по проекту, проведенных в ГУ-ВШЭ в октябре 2003 года и в январе 2004 года, за высказанные замечания и комментарии. Полный отчет по проекту будет размещен на сайте [www.ttp.info](http://www.ttp.info).

<sup>1</sup> Blasi, J. and Shleifer, A., 'Corporate Governance in Russia', in R. Frydman, C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds), 'Corporate Governance in Central Europe and Russia', CEU Press, Budapest, 1996; Корпоративное управление в переходных экономиках: инсайдерский контроль и роль банков/ Под ред. М.Аоки, Хьюнг Ки Кима. Спб.: Лениздат, 1997.

Подобная практика, имевшая широкое распространение в России в 1990-е годы, стала причиной для формирования негативного имиджа страны в глазах иностранных инвесторов. Под давлением протестов миноритарных акционеров (прежде всего – иностранных) правительством был инициирован ряд изменений в корпоративном законодательстве, направленных на защиту инвесторов<sup>2</sup>.

Практическая реализация такого подхода означает для крупных и средних предприятий реальное возрастание издержек их функционирования в правовой форме открытых акционерных обществ (ОАО). Однако ряд недавних исследований, проводившихся в России<sup>3</sup>, свидетельствует об интенсивных процессах концентрации собственности и контроля в руках крупных акционеров, которые, как правило, включают действующих менеджеров предприятий. В этих условиях еще не завершенной консолидации собственности лишь очень ограниченное число средних и крупных предприятий объективно оказывается заинтересовано в привлечении внешних портфельных инвесторов в обмен на их участие в акционерном капитале. Это означает, что общее увеличение издержек бизнеса, связанное с развитием правоприменения и ужесточением санкций за невыполнение законодательно установленных требований, не будет компенсировано возможными выигрышами от привлечения более дешевых инвестиций через механизмы фондового рынка.

При этом на практике на микроуровне сосуществуют различные модели корпоративного управления<sup>4</sup>. Они тесно связаны с разными типами структуры собственности и контроля и оказывают существенное влияние на мотивацию собственников и менеджеров предприятий, которая стала ощутимо меняться в России в последние 2-3 года.

В целом возникают основания говорить о возможном переходе в поведении инсайдеров от модели систематического вывода активов к созданию условий для развития подконтрольного бизнеса. В этих условиях более эффективным путем для реализации принципов хорошего корпоративного управления в России и в восточноевропейских странах со схожей институциональной структурой будет не просто усиление давления на экономических агентов в рамках существующего правового поля, а адаптация правовых институтов и системы регулирования к тем интересам, которые реально существуют в бизнесе.

Формирование менее идеологизированной и более разнообразной нормативно-правовой среды будет создавать условия для *легальной реализации интересов*

---

<sup>2</sup> Так, например, в 2000-2001 годах Федеральной комиссией по рынку ценных бумаг (ФКЦБ) России были подготовлены поправки к закону об акционерных обществах и закону о рынке ценных бумаг, предусматривавшие развитие практики правоприменения, усиление санкций за нарушения прав акционеров, введение более жестких правил раскрытия информации. Правительством также одобрен Кодекс корпоративного поведения, разработанный по инициативе ФКЦБ.

<sup>3</sup> См. «Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. Аналитический доклад.» – М.: Бюро экономического анализа, 2001 г.; «Преобразование отношений собственности.» - в кн. «Российская промышленность: институциональное развитие» - М.: ГУ-ВШЭ, 2002. Стр. 17-36.

<sup>4</sup> Более подробно см.: Долгопятова Т. Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования) // Вопросы экономики, 2001, № 5.

*экономических субъектов* (в противовес господствующим неформальным способам их реализации), а также для развития *конкуренции институтов* в сфере корпоративного управления и для выбора собственниками тех институциональных форм, которые более эффективны с точки зрения текущего состояния их бизнеса.

Такой подход, однако, предполагает определение реальных интересов доминирующих собственников, менеджеров и внешних миноритарных акционеров, анализ их эволюции и выявление механизмов реализации этих интересов в рамках сложившихся на практике моделей корпоративного управления. Именно это и являлось предметом нашего исследования в данном проекте.

### **Методология исследования**

Опыт исследований проблем корпоративного управления свидетельствует о том, что анализ поведения предприятий на основе данных широких формализованных обследований требует наличия обоснованных гипотез о механизмах взаимодействия между разными группами акционеров, менеджерами и другими заинтересованными субъектами. Качественные сдвиги, которые в последнее время наблюдаются в этой сфере в России и которые, по-видимому, предстоят в Болгарии, не позволяли использовать как базу результаты подобных исследований, проводившихся в середине и в конце 1990-х годов.

В этой связи в рамках данного проекта основные усилия были сконцентрированы на проведении серии углубленных интервью с доминирующими собственниками и менеджерами крупных и средних предприятий реального сектора. В рамках интервью на качественном уровне проверялись базовые следующие гипотезы:

1. Концентрация собственности и контроля способствует изменению интересов и мотивации доминирующих собственников и менеджеров, удлинению горизонта их интересов – с постепенным переходом от вывода ликвидных активов к обеспечению развития подконтрольного им бизнеса.
2. Несмотря на ориентацию системы регулирования преимущественно на одну модель корпоративного управления, ориентированную на англо-саксонский опыт, на практике сложилось многообразие моделей, которые институционально конкурируют друг с другом.
3. Удлинение горизонта интересов основных участников корпоративного управления способствует появлению спроса на право со стороны экономических агентов<sup>5</sup>, что выступает основой для перехода от неформальных к формальным механизмам реализации их интересов.

Также был сформулирован ряд гипотез, характеризующих различия системы корпоративного управления в России и в Болгарии.

---

<sup>5</sup> Cadwell Charles, Polishchuk Leonid. Evolving Demand for Institutions in Russian Economy: Implications for Economic Reform // Paper presented at the conference “Modernization of Russian Economy”. Moscow, April 2001.

1. На развитие процессов корпоративного управления в Болгарии может оказывать существенное влияние предстоящее вступление страны в Европейский союз.
2. В силу меньших масштабов экономики и большей ее открытости в Болгарии может быть более значимой, чем в России, роль институциональных и иностранных инвесторов.
3. Наличие большего объема ресурсов и больших возможностей для развития бизнеса в России способствовало быстрому формированию крупного бизнеса – наиболее активного игрока в сфере перераспределения собственности и контроля. Эти процессы послужили предпосылкой для острого столкновения интересов в сфере корпоративного управления и более быстрой их кристаллизации. В этой связи на основе анализа российского опыта может быть сделан институциональный прогноз и выработаны дополнительные политические рекомендации для Болгарии.

Содержание сценариев интервью было гармонизировано для российских и болгарских респондентов. В дальнейшем на основе анализа результатов интервью была разработана методология формализованного обследования предприятий – с апробированием ее в обеих странах.

### **Описание выборки**

В каждой стране летом-осенью 2003 года в общей сложности было проведено по 20 неформализованных интервью с доминирующими собственниками и менеджерами крупных и средних приватизированных предприятий реального сектора и по 5 интервью с представителями бизнес-ассоциаций.

В российской выборке представлены компании из 5 российских регионов: Великого Новгорода (6); Москвы и Московской области (6); Екатеринбурга (4); Новосибирска (2) и Красноярска (2).

Для характеристики размера компаний в данном исследовании использовался показатель численности занятых. В российскую выборку не входили предприятия с численностью занятых менее 200 человек. Квоты для предприятий различного размера более или менее репрезентативны для национальной выборки с небольшим смещением в сторону более крупного бизнеса. Последнее было обусловлено стремлением обеспечить представительство компаний, чьи акции торгуются на российских и международных биржах. Таким образом, в российской выборке представлены 6 очень крупных предприятий (с численностью занятых свыше 5000 человек), 4 крупных предприятия (с численностью 1001-5000 человек), 5 относительно крупных компаний (501-1000 человек) и 5 фирм среднего размера (501-1000 занятых).

Подавляющее большинство обследованных предприятий (17) являлись промышленными предприятиями и 3 компании работали в сфере услуг. В промышленности были представлены следующие отрасли: машиностроение и металлообработка (6), черная и цветная металлургия (4), пищевая промышленность

(3), легкая промышленность (2) и химическая промышленность (2). Сфера услуг представлена двумя транспортными компаниями и одним предприятием, специализирующемся на ремонте оборудования.

В целом, в выборке доминируют приватизированные предприятия – 17, а представителей нового частного бизнеса намного меньше – 3 компании.

В выборке представлены как независимые компании (9), так и группы компаний или управляющие компании холдингов (5), а также компании – члены вертикально интегрированных бизнес-групп (5). Одна компания является совместным предприятием с паритетным участием иностранного партнера.

Интервью проводились с топ-менеджерами компаний, среди которых 7 человек – генеральные директора и 11 – заместители генерального директора по экономике, финансам или корпоративному управлению, а также 1 председатель совета директоров и 1 ключевой собственник бизнеса.

Наряду с интервьюированием топ-менеджеров предприятий были проведены 5 интервью с бизнес-ассоциациями. Среди них были Российский союз промышленников и предпринимателей (работодателей) и Российский институт директоров, представляющие интересы ключевых собственников и менеджеров, Ассоциация по защите прав инвесторов и Ассоциация независимых директоров, представляющие интересы миноритарных акционеров, Национальная ассоциация участников фондового рынка, представляющая интересы профессиональных посредников.

### **Основные выводы по результатам проведенного исследования**

Наше исследование в целом подтверждает уже высказывавшийся ранее тезис о неадекватности институтов корпоративного управления, «импортируемых» из развитых стран, реальным потребностям предприятий в переходных экономиках.<sup>6</sup> В рамках массовой приватизации в России была сделана ставка на формирование распыленной структуры собственности и развитие фондового рынка. Такая политика сопровождалась целенаправленной трансформацией бывших государственных предприятий в открытые акционерные общества, акции которых принадлежали широкому кругу лиц и должны были торговаться на бирже. Однако в обеих странах данная модель оказалась нежизнеспособной.

Практически всеобщей была тенденция к «закрытию» таких компаний для внешних инвесторов и к формированию «инсайдерской» модели корпоративного управления, под которой понималось сосредоточение реального контроля над предприятием в руках менеджмента. Издержки этой модели, связанные с массовым выводом активов и нарушением прав акционеров, широко описаны в литературе.<sup>7</sup>

---

<sup>6</sup> См. Cadwell & Polishchuk (2001) в более общем контексте, Yakovlev (2003) применительно к проблемам корпоративного управления.

<sup>7</sup> См. Stiglitz (1999), Black et al (2000), Johnson et al (2000), Radygin & Sidorov (2000), Vasiliev (2000), Peev (2002) etc.

Вместе с тем, наше исследование свидетельствует об *эволюции интересов старых «инсайдеров» и стирании различий между ними и «аутсайдерами» в лице крупных внешних акционеров.*

Основой для этого была **консолидация собственности**, повлекшая за собой сосредоточение корпоративного контроля в руках доминирующих собственников – независимо от того, идет ли речь о старых директорах или новых внешних акционерах. В России, где было больше предприятий с привлекательными активами и соответственно выше были ставки в борьбе за контроль над ними, консолидация собственности протекала быстрее и в основном уже завершилась.<sup>8</sup> В Болгарии, где сам процесс массовой приватизации начался позже, собственность пока не столь концентрирована, но развитие идет в этом же направлении.

Анализ интервью показывает, что консолидация собственности сопровождается удлинением горизонта планирования и ростом инвестиционной активности. Безусловно, свое влияние здесь могут оказывать иные факторы – такие как, большая политическая стабильность, формирование законодательной базы предпринимательской деятельности; общий экономический рост; повышение привлекательности предприятий вследствие их реструктуризации; адаптация менеджмента к рыночным условиям и появление нового поколения квалифицированных, образованных менеджеров. Вместе с тем, на наш взгляд, правомерен более детальный анализ *гипотезы о позитивном влиянии концентрации собственности и контроля на развитие бизнеса в переходных экономиках.*

Такой анализ представляется важным, поскольку в случае подтверждения данной гипотезы станет необходимой корректировка политики правительства в сфере корпоративного управления. В настоящее время и в России, и в Болгарии такая политика в основном направлена на укрепление системы правоприменения (enforcement) и защиту интересов миноритарных акционеров. Между тем, судя по интервью, в условиях консолидации собственности растет спрос бизнеса на формальные правовые инструменты и механизмы, обеспечивающие **защиту интересов доминирующих акционеров**. Существенно менее значимым становится спрос со стороны бизнеса на защиту интересов миноритарных акционеров, поскольку часть бывших миноритариев перешла в категорию доминирующих собственников, другие отказались от борьбы за контроль и продали свои пакеты. Оставшиеся же мелкие акционеры в большинстве случаев не в состоянии совместно выступать в защиту своих интересов ни на собраниях акционеров, ни в судах, ни в общественных организациях.

На этом фоне наиболее значимым (и не удовлетворенным со стороны государства) является спрос доминирующих собственников на механизмы защиты от недружественного поглощения со стороны другого бизнеса.

Одновременно формируется спрос на совершенствование механизмов легитимного отчуждения прав собственности на крупные пакеты акций.

---

<sup>8</sup> В этом контексте интересный сравнительный анализ процессов приватизации в России и в Польше сделан в работе Woodruff (2003).

Предпосылками к этому являются расширение масштабов рынка слияний и присоединений, а также тенденции к освобождению от непрофильных активов в рамках интегрированных структур.<sup>9</sup>

Следует отметить, что наряду с консолидацией собственности складываются принципиально новая **тенденция к разделению собственности и контроля**. Предпосылками этой тенденции являются:

- постепенный отход старых директоров-собственников от оперативного управления бизнесом (в том числе в силу возрастных ограничений).

- развитие крупных интегрированных структур, активно привлекающих для управления предприятиями новых наемных менеджеров

Логическим следствием этой тенденции является потребность в совершенствовании системы взаимоотношений в рамках цепочки «доминирующий собственник – совет директоров – исполнительные органы акционерного общества». Также можно говорить о спросе на регулирование отношений акционерных обществ с менеджерами посредством *формальных контрактов*, обеспечивающих усиление мотивации и ответственности менеджеров в условиях ужесточения конкуренции, регламентирующих официальные выплаты вознаграждений и создающих предпосылки для легализации бизнеса.

В целом применительно к России, по-видимому, можно говорить о формировании двух основных типов управления предприятиями – с закреплением функций оперативного управления в руках собственника и с разделением собственности и оперативного управления. Первый тип более характерен для независимых предприятий и небольших бизнес-групп, второй – для интегрированных компаний. При этом можно отметить, что в случаях, когда на практике происходило разделение собственности и оперативного управления, наши респонденты проявляли больший интерес к вопросам корпоративного управления и выше оценивали текущее состояние корпоративного законодательства. Именно для этих предприятий был характерен спрос на более детальную регламентацию отношений по линии «собственник – менеджер».

Проведенные интервью дают основания предполагать, что **консолидация собственности приводит к снижению числа корпоративных конфликтов**. В данном случае под корпоративными конфликтами мы понимаем *обращение сторон в суд* для урегулирования корпоративных споров. Безусловно, динамика корпоративных конфликтов может не отражать динамики реальных корпоративных споров. Число последних существенно шире и они не всегда уловимы для внешнего наблюдателя. Тем не менее, по нашему мнению, по мере повышению концентрации собственности и контроля стороны корпоративного спора все чаще ориентируются на выработку мировых соглашений. Предпосылками к этому стало *изменение соотношения издержек и выгод от инициирования открытых корпоративных конфликтов*. Эта тенденция может быть обусловлена:

---

<sup>9</sup> См., например, Бендукидзе (2003).

- «вытеснением» (уходом) миноритарных акционеров, способных обеспечить юридическую поддержку в спорах;
- ориентацией крупных компаний на привлечение финансовых ресурсов на зарубежных рынках, расширением практики размещения корпоративных облигаций на национальном рынке, что предъявляет более высокие требования к имиджу компаний;
- формированием внесудебных механизмов урегулирования корпоративных споров между собственниками на «площадках» бизнес-ассоциаций;
- улучшением деятельности арбитражных судов и исполнения их решений (в условиях совершенствования корпоративного законодательства в целях защиты прав миноритарных акционеров повышается предсказуемость судебных решений).

В условиях несовершенного рынка **интеграционные процессы** выступают средством повышения конкурентоспособности фирмы. Сказанное прежде всего касается крупных предприятий. Расширение масштабов бизнеса за счет поглощения более мелких фирм, формирование мощных бизнес-групп позволяет им успешнее конкурировать на глобальном рынке, а также противостоять бюрократическому давлению со стороны ведомств и региональных властей.

Консолидированная собственность создает предпосылки для постепенного *перехода от «враждебных» к «дружественным» поглощениям* – в силу роста издержек первого варианта (который пока еще остается доминирующим). Рост издержек «враждебных» поглощений в России, где они получили широкое применение, связан с распространением в предпринимательской среде юридических знаний и практических навыков по противодействию «корпоративным захватам», а также с внесением существенных изменений в закон о несостоятельности, ограничивающих возможности использования его норм в подобных оппортунистических целях. Одновременно в условиях обостряющейся конкуренции возникают мотивации к вхождению «самостоятельных» предприятий в крупные интегрированные структуры – поскольку такой шаг не только укрепляет их рыночные позиции, но и обеспечивает им защиту от захвата со стороны иного бизнеса или государства. Вместе с тем *интеграционные процессы могут сужать спрос на право*, так как в рамках крупных бизнес-групп возникает своя «среда регулирования», уменьшающая потребность членов группы во «внешнем» правовом регулировании, а также в участии в бизнес-ассоциациях для защиты и лоббирования своих интересов.

Концентрация собственности и контроля в сочетании с интеграционными процессами существенно повлияла на роль таких заинтересованных групп (stakeholders), как трудовые коллективы и региональные/местные органы власти. По данным интервью в России налицо **ослабление влияния трудовых коллективов**. Эта тенденция может объясняться рядом факторов:

- работники предприятия перестали быть весомыми (в сумме) акционерами, поскольку многие из них ушли с предприятий, а большинство продали свои акции;
- консолидация собственности снижает вероятность противостояния отдельных крупных собственников и использования трудовых коллективов как союзника в корпоративном споре;



– в процессе замены старого менеджмента к управлению предприятиями приходят новые управленцы, которые не связаны «историческими» (вытекающими из истории развития предприятия, его приватизации) обязательствами с трудовыми коллективами;

– профсоюзное движение остается слабым, отсутствуют законодательные нормы по учету влияния работников в корпоративном управлении.

Вместе с тем, учету интересов трудовых коллективов могут способствовать условия начавшегося экономического роста и обостряющейся конкуренции за работников, а также мотивы сохранения хороших отношений с органами власти региона (города).

В России органы власти регионального и местного уровня в целом сохраняют свое влияние, однако изменились формы их взаимодействия с бизнесом. ***Возможности прямого административного давления на бизнес снижаются***, но одновременно уже сформировались ***иные способы взаимного учета интересов бизнеса и региональных властей***.

С одной стороны, ряд факторов способствует ослаблению влияния властных структур. Консолидация собственности и контроля приводит к уменьшению сферы корпоративных конфликтов, доминирующие собственники защищены «весом» своего пакета акций, а органы власти не могут «играть на противоречиях» в бизнесе. Интеграция создает крупные бизнес-структуры, которые обладают большей экономической силой и могут на равных взаимодействовать («договариваться») с властями. Экономический рост, последовавший в России за финансовым кризисом и девальвацией 1998 года, снял остроту долгового бремени перед бюджетами, смягчил проблему поддержания избыточной занятости. Постепенно снижался и объем социальных обязательств бизнеса. Соответственно, уменьшилась острота проблем, которые долгое время находились в центре внимания органов власти и могли использоваться ими как средство шантажа по отношению к предприятиям. Наконец, можно отметить включение представителей крупного бизнеса непосредственно в деятельность законодательной и исполнительной власти («хождение во власть»).

С другой стороны, есть ряд факторов, способствующих сохранению и даже усилению влияния органов власти на корпорации в России. Весомой остается роль органов власти в привлечении инвестиций (субсидии, содействие в получении кредитов и гарантии, инвестиционные льготы, работа с иностранными инвесторами). Распространяется практика легитимного влияния на корпоративные решения путем участия представителей органов власти в советах директоров компаний (в том числе без участия в акционерном капитале). В самом бизнесе постепенно формируется мотив «социальной ответственности в регионе/городе» на фоне сохранения зависимости результатов бизнеса от действий власти.

В целом, интервью с руководителями предприятий и бизнес-ассоциаций, проведенные в ходе проекта, позволили уточнить и конкретизировать первоначальные гипотезы, на базе которых может быть сформулирован ряд рекомендаций для экономической политики. Следует, однако, учитывать, что основой для нашего

анализа были качественные углубленные интервью с весьма ограниченным числом респондентов. Поэтому наши гипотезы по-прежнему остаются гипотезами, которые нуждаются в проверке на основе репрезентативных количественных данных в рамках широкого формализованного опроса предприятий.

### Литература:

Бендукидзе, К.А. Концепция реструктуризации и ее реализация на предприятиях группы ОМЗ // Российский журнал менеджмента, №1, 2003, с.137-144.

Васильев Д. «Корпоративное управление в России: есть ли шанс для улучшения?» Доклад на конференции «Инвестиционный климат и перспективы экономического роста», Москва, апрель 2000г.

Долгопятова Т. «Модели и механизмы корпоративного контроля в российской промышленности (опыт эмпирического исследования)» // Вопросы экономики, 2001, №5.

Корпоративное управление в переходных экономиках: инсайдерский контроль и роль банков/ Под ред. М.Аоки, Хьюнг Ки Кима. Спб.: Лениздат, 1997.

Радыгин, А., Сидоров, И. «Российская корпоративная экономика: сто лет одиночества?» // Вопросы экономики, № 5, 2000, с.45-61.

Яковлев, А. «Корпоративное управление и реструктуризация предприятий в России: формальные институты и неформальные интересы собственников» // Экономический журнал ВШЭ, Vol. VI, 2003, №2.

Black Bernard, Reiner Kraakman and Anna Tarassova (2000), "Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?" *Stanford Law Review*, v.52, 1731-1808 (2000).

Blasi, J. and Shleifer, A., 'Corporate Governance in Russia', in R. Frydman, C.W. Gray, A. Rapaczynski (eds), *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, CEU Press, Budapest, 1996.

Cadwell Charles, and Leonid Polishchuk (2001). Evolving Demand for Institutions in Russian Economy: Implications for Economic Reform. Paper presented at the conference "Modernization of Russian Economy", Moscow, April 2001.

Johnson, S., R. La Porta, F. Lopez de Silanes, A. Shleifer (2000), 'Tunnelling'. *American Economic Review Papers and Proceedings* 90, 2: 22-27, May 2000.

Peev Evgeni (2002), 'Ownership and Control Structures in Transition to "Crony" Capitalism. The Case of Bulgaria.' *Eastern European Economics*, vol. 40, no.5, September-October 2002, pp.73-91.

Stiglitz, Joseph E. (1999), 'Whither Reform? Ten Years of the Transition.' Paper prepared for the Annual Bank Conference on Development Economics, Washington D.C., April 28-30, 1999.

Woodruff, David M. (2003) Property Rights in Context: Privatization's Legacy for Corporate Legality in Poland and Russia. MIT, mimeo.