

# ОСУЩЕСТВЛЕНИЕ СДЕЛОК ПО СЛИЯНИЮ И ПОГЛОЩЕНИЮ («MERGERS & ACQUISITIONS») С УЧЕТОМ РАЗЛИЧНЫХ МОДЕЛЕЙ КОРПОРАТИВНОГО УПРАВЛЕНИЯ

## IMPLEMENTATION OF MERGERS AND ACQUISITIONS CONSIDERING DIFFERENT MODELS OF CORPORATE GOVERNANCE

S. Gorbunov

*Summary.* In the context of economic turbulence, sanctions pressure and structural transformations, domestic companies were forced to adapt to new realities. Limited access to Western capital, changes in legislation related to the control of foreign investment, as well as import substitution processes have significantly affected the nature and dynamics of mergers and acquisitions. This article examines the specifics of M&A transactions taking into account various corporate governance models. Particular attention is paid to the influence of the corporate governance system on the specifics of M&A transactions, including mechanisms for control, protection of shareholders' rights and risk management of a «hostile» takeover. The work identifies patterns that determine the predisposition of individual models to practices within the framework of M&A transactions and the success of integration processes depending on the corporate governance structure.

*Keywords:* mergers, acquisitions and takeovers, M&A transactions, corporate governance theory and practice, corporate governance models, agency problem, Anglo-American corporate governance model, German corporate governance model, Japanese corporate governance model, hostile takeovers.

Горбунов Станислав Валерьевич

МГИМО МИД России, Москва

gorbunov\_s\_v@my.mgimo.ru

*Аннотация.* В условиях экономической турбулентности, санкционного давления и структурных трансформаций отечественные компании были вынуждены адаптироваться к новым реалиям. Ограниченный доступ к западному капиталу, изменения в законодательстве, связанные с контролем иностранных инвестиций, а также процессы импортозамещения существенно повлияли на характер и динамику сделок по слиянию и поглощению (англ. «mergers & acquisitions»). В настоящей статье исследована специфика проведения сделок «M&A» с учетом различных моделей корпоративного управления. Особое внимание уделяется влиянию системы корпоративного управления на особенности проведения сделок «M&A», включая механизмы контроля, защиты прав акционеров и управления рисками «недружественного» поглощения. В работе выявлены закономерности, определяющие предрасположенность отдельных моделей к практикам в рамках сделок «M&A» и успешность интеграционных процессов в зависимости от структуры корпоративного управления.

*Ключевые слова:* слияния, присоединения и поглощения, сделки «M&A», теория и практика корпоративного управления, модели корпоративного управления, агентская проблема, англо-американская модель корпоративного управления, немецкая модель корпоративного управления, японская модель корпоративного управления, недружественные поглощения.

Сделки по слиянию и поглощению (в англоязычных источниках именуемые устойчивым термином «mergers & acquisitions», или сокр. «M&A») занимают важное место в корпоративной практике, выступая одним из ключевых инструментов стратегического управления компаниями. В условиях глобализации и динамично меняющейся экономической среды сделки «M&A» позволяют бизнесу адаптироваться к новым вызовам, расширять присутствие на рынке, повышать конкурентоспособность и обеспечивать устойчивый рост. В российской экономике слияния и поглощения играют особую роль, поскольку они служат механизмом консолидации капитала, реструктуризации отраслей и привлечения инвестиций. Как справедливо отмечает М. Ильичева, в условиях массового ухода иностранных инвесторов с российского рынка для отечественной

практики корпоративного управления характерным стало активное обращение к различным способам организации сделок «M&A» — в т.ч. посредством реорганизации, покупки активов, приобретения акций и долей компании для установления контроля над собственностью ушедших компаний со стороны российских хозяйствующих субъектов [9].

Одновременно с этим, по мнению М. Ильичевой, внутренний корпоративный рынок демонстрирует рост, обусловленный активным перераспределением активов и стремлением бизнеса к укреплению позиций в стратегически важных отраслях — таких как агропромышленность, финансово-кредитная деятельность, добыча, переработка и экспорт сырьевых ресурсов [9]. В данном контексте сделки слияния и поглощения выступают ин-

струментом перераспределения активов и концентрации капитала среди наиболее крупных корпоративных структур в стратегически значимых отраслях. При этом несмотря на то, что, в соответствии с положениями ст. 57 Гражданского кодекса Российской Федерации (далее — ГК РФ) [1], сделки «M&A» можно, в целом охарактеризовать как соглашения, закрепляющие переход собственности компаний или консолидацию их операционных подразделений в результате реорганизации хозяйствующего субъекта, *de facto* в российской практике «M&A» объединяют собой сразу три вида стратегических операций, а именно:

1. операции по слиянию, т.е. добровольное стратегическое объединение двух или несколько независимых юридических лиц, в результате которого образуется полностью новая независимая хозяйственная единица — при этом, как отмечает А.А. Долгополова, ключевой особенностью слияния является сохранение прав собственности за первоначальными владельцами, которые получают доли или акции в новой компании на условиях, предусмотренных соглашением о слиянии; этот процесс является одним из видов реорганизации и укрупнения корпоративного управления и активов, который обусловлен стремлением к усилению рыночных позиций, расширению географии деятельности, снижению издержек и увеличению рыночной капитализации объединенной компании; в российской корпоративной практике слияния чаще всего происходят в рамках одного сектора или отрасли (т.е. в рамках горизонтальной интеграция), однако нередки и случаи вертикальной интеграции, направленной на создание единой производственно-сбытовой цепи [7];
2. операции по присоединению, т.е. процесс реорганизации, в ходе которого одна корпорация (присоединяемая компания) полностью ассимилируется другой корпорацией (присоединяющей компанией), в результате чего присоединяемая компания прекращает свое существование как юридическое лицо, а все ее активы и обязательства переходят к присоединяющей компании; при этом, в отличие от слияния, при котором в результате реорганизации создается новая юридическая структура, при присоединении только одна компания (присоединяющая) остается существовать в правовом поле, в то время как другая полностью ликвидируется; как подчеркивает А.А. Долгополова, ключевой особенностью присоединения является централизация корпоративного управления и повышение операционной эффективности за счет поглощения более слабого игрока со стороны более крупной и устойчивой компании [7]; по мнению М. Ильичевой, именно присоединение является одним из наиболее распространенных инструментов реструктуризации крупных россий-

ских корпораций, особенно в сферах финансов, нефтегазовой отрасли и высокотехнологичного сектора (в сфере деятельности IT-компаний) [9];

3. наконец, поглощение представляет собой третью форму реорганизации, при которой одна компания устанавливает контроль над другой путем приобретения контрольного пакета ее голосующих акций (51 % и более) либо ключевых активов — например, путем создания корпоративного холдинга любым из возможных способов — посредством получения абсолютного большинства (англ. «voting control») или большинства голосов в совете директоров (англ. «direct control»), либо заключения соглашения о поглощении-контроле (англ. «control contract»); в отличие от присоединения, при котором приобретаемая компания ликвидируется, при поглощении хозяйствующий субъект сохраняет юридическую самостоятельность, но находится под стратегическим управлением материнской организации [7].

Как отмечает А.А. Долгополова: «В сегодняшней динамической экономической обстановке компании часто сталкиваются с решениями относительно объединений — посредством слияний и поглощений корпорации могут развивать конкурентное преимущество и в конечном счете увеличивать биржевую стоимость акций» [7]. В частности, как указывает автор, анализ разнообразных экономических источников и опыта реализации уже совершенных сделок позволяет выделить несколько ключевых мотивов, лежащих в основе слияний, присоединений и поглощений международных корпоративных структур:

1. эффект эмерджентности: так, по мнению А.А. Долгополовой одним из ключевых мотивов при осуществлении стратегических операций «M&A» выступает стремление к формированию экономико-организационной эмерджентности — синергетического свойства системы, при котором объединение активов, ресурсов и совокупной компетенции сотрудников нескольких компаний позволяет достичь результатов, превосходящих сумму показателей каждой из компаний в отдельности; в частности, как указывает А.А. Долгополова, сделки «M&A» позволяют расширить ассортимент продукции и увеличить объем продаж при минимальных затратах, что ведет к повышению общей операционной эффективности и «совокупному результату, превышающему сумму результатов обособленно действующих корпораций» [7];
2. диверсификация активов: как отмечает А.А. Долгополова корпорации, стремящиеся к уменьшению рыночных и финансовых рисков, активно используют сделки «M&A» для снижения воздействия определенной производственной функции на доходность и диверсификации операционных активов — в частности, предполагается, что при-

соединение, поглощение или слияние с компаниями, работающими в смежных или совершенно иных секторах экономики, позволяет крупным акционерным компаниям уменьшить зависимость от нестабильных рынков, снизить воздействие циклических кризисов и обеспечить устойчивость доходов акционеров за счет работы в различных отраслях [7]; следовательно, в контексте диверсификации сделки «M&A» выступают инструментом долгосрочного стратегического планирования и управления рисками;

3. усиление позиции на конкретных отраслевых рынках: корпоративные субъекты, стремящиеся занятию ниши в определенной сфере производства товаров или оказания услуг, стремятся присоединить или поглотить компании, которые обладают сильными позициями на выбранных рынках, что способствует лучшей интеграции и укреплению конкурентных позиций в стратегически важных областях — предполагается, что такой подход позволяет компаниям интегрировать инновационные разработки, расширять производственные мощности и повышать конкурентоспособность на целевых рынках [7];
4. интенсивный рост компании (в противовес экстенсивному расширению): сделки «M&A», по мнению А.А. Долгополовой, позволяют крупным акционерным обществам и производственным холдингам увеличить совокупную долю на рынке без действительного ее расширения и без необходимости длительного инвестирования в собственную инфраструктуру, бренд или клиентскую базу за счет интенсивного увеличения эффективности деятельности, минуя проблемы экстенсивного органического роста, который потребовал бы значительных финансовых и временных вложений [7];
5. интеграция производств, каналов поставок или логистических цепочек: одним из ключевых факторов конкурентного преимущества при обращении к сделкам «M&A» является вертикальная интеграция хозяйственного процесса посредством объединения поставщиков, производителей и дистрибьюторов в рамках единой корпоративной структуры, т.к. поглощение или присоединение с поставщиков и логистических компаний позволяет одновременно сократить издержки на закупку сырья и компонентов, повысить уровень контроля над производственными процессами и оптимизировать логистику и управление цепочками поставок (например, как отмечает А.А. Долгополова: «если корпорация поглощает одного из своих поставщиков, она в состоянии экономить на статьях, которые поставщик ранее добавлял к затратам; если компания выкупает дистрибьютора, она в состоянии реализовывать свои продукты по более низкой цене») [7]; при

этом предполагается, что факторы организации производственной вертикали особенно важны в локализованной экономике, где эффективность поставок и логистики непосредственно влияет на себестоимость продукции;

6. снижение конкурентных рисков: как указывает А.А. Долгополова: «многие соглашения о слиянии/поглощении позволяют корпорациям устранять конкуренцию и получать большую долю рынка и большее количество производимой продукции» [7]; на практике это направление использования сделок «M&A» выражается в поглощении стратегически значимых конкурентов или консолидации рынка вокруг крупнейших игроков, что в совокупности позволяет снизить давление ценовой конкуренции, создать барьеры для выхода новых компаний в отрасль и концентрировать рыночные ресурсы в руках ограниченного числа участников без нарушений антимонопольного законодательства [7];
7. использование «эффекта масштаба»: наконец, одним из важнейших факторов эффективности сделок «M&A» выступает потенциальное достижение «эффекта масштаба» — этот метод применяется хозяйствующими субъектами в операциях слияний и поглощений для снижения производственных затрат на единицу продукции путем увеличения объема операционной деятельности всей корпоративной группы или отдельных филиалов; укрупнение бизнеса приводит к снижению средних издержек на производство единицы продукции, что объясняется увеличением объемов производства, оптимизацией затрат на персонал и административное управление и сокращением выплат за сырье и логистику — таким образом, экономический смысл некоторых операций слияния, присоединения или поглощения определяется положительным эффектом, который достигается, когда рост предприятия сопровождается снижением средних издержек, что способствует повышению конкурентоспособности и эффективности работы компании [7].

При этом, как справедливо указывает Р.О. Восканян, операции поглощения в рамках соглашений «M&A» могут носить как «дружественный» характер, когда сделка согласована с руководством целевой компании, так и условно «враждебный», когда приобретаемая компания сопротивляется сделке, а контроль устанавливается посредством агрессивного выкупа акций на открытом рынке, т.е. посредством механизмов рыночного давления в противовес переговорному процессу [5]. Многие российские и зарубежные авторы склонны оценивать риски недружественного поглощения через призму разрешения т. н. «проблемы контроля — владения» (в русскоязычных источниках — «агентской проблемы»)

[12], которая впервые была обозначена в классической работе А. Берла и Г. Минза «Современная корпорация и частная собственность» (англ. «The Modern Corporation and Private Property») 1932 г. [15]. Суть проблемы контроля — владения в контексте агентских отношений между принципалами (собственниками) и агентами (менеджерами) заключается в разрешении вопроса о том, чьи интересы — собственников (владельцев) или менеджеров должны преобладать в управлении корпорацией при формировании универсальной модели менеджмента. Представляется, что в наиболее лаконичном, виде данная проблема была обобщена А.Н. Хориным и А.В. Бровкиным, в соответствии с формулировкой которых агентская проблема связана с «отсутствием стремления менеджеров к максимизации доходов на инвестированные акционерами средства» [14].

Таким образом, при осуществлении сделок «M&A» агентская проблема проявляется в том, что менеджеры могут действовать не в интересах собственников, а руководствоваться своими личными мотивами, блокируя поглощение, даже если оно экономически целесообразно, в то время в рамках «недружественного» поглощения сами акционеры могут пожертвовать долгосрочными интересами компании ради сиюминутной выгоды. Кроме того, как отмечают Р.В. Приходько и А.А. Мансур: «Крупные акционеры, как правило, находятся в гораздо более привилегированном положении, нежели миноритарные. В силу того, что все они участвуют в собрании акционеров и имеют всю необходимую информацию о том, какие прибыли получила корпорация в отчетном периоде, они получают возможность присвоить себе дивиденды, причитающиеся на долю мелких инвесторов и зачастую этим злоупотребляют» [13].

Примечательно, что при изучении означенной проблемы еще сами А. Берл и Г. Минз исходили из предпосылки о том, что несовпадение управленческих и финансовых интересов создает конфликт, разрешение которого выражается в закреплении соответствующей обезличенной модели управления [15]. Как указывают П. Кузнецов и А. Муравьев, с развитием крупных корпораций в 1970-х гг. происходит отделение собственности от управления, что приводит к возникновению агентских отношений между принципалами (собственниками) и агентами (менеджерами) [11]. В свою очередь, уже разделение интересов и роли собственников и менеджеров-управленцев в корпоративной структуре через концепцию агентской проблемы оказало решающее влияние на формирование современных моделей корпоративного управления.

Отделение категории отношений собственности от функций управления привело к формированию двух (а затем — и большего числа) моделей корпоративного управления. Сегодня эти модели не только определяют

собой распределение приоритетов при стратегическом планировании в рамках управления корпорацией, но и оказывают непосредственное влияние на склонность хозяйствующего субъекта к участию в сделках «M&A» и риски «недружественного» поглощения. Так, англосаксонская модель корпоративного управления (другие названия — «англо-американская модель», «акционерная модель», «аутсайдерская модель», англ. «Shareholder-oriented model») была развита на основе принципов свободного рынка, в соответствии с которыми акционеры занимают центральное место в определении приоритетов менеджмента, а основная цель компании — максимизация их прибыли.

Данная модель получила широкое распространение в США, Великобритании, Канаде и Новой Зеландии (от чего и получила соответствующую географическую привязку в названии) и была крайне популярна на фоне роста фондовых рынков и расцвета деятельности институциональных инвесторов (англ. «qualified institutional investor»). Как отмечает А.Г. Дементьева, в рамках англо-американской модели корпоративного управления ключевое значение придается рыночной стоимости компании и удовлетворению интересов акционеров, которые выступают фактическими владельцами и основными бенефициарами деятельности корпорации. Контроль со стороны инвесторов в рамках англосаксонской модели корпоративного управления ослаблен, что делает компанию более восприимчивыми к поглощениям (в т.ч. враждебным) [8]. Руководство компании принимает решения с учетом рыночной конъюнктуры, а ключевую роль в сделках «M&A» играют не менеджеры или инвесторы, а держатели акций, стремящиеся к получению прибыли через рост стоимости акций или продажу активов.

При этом в рамках англо-американской модели, где контроль над корпорациями расщеплен между множеством миноритарных акционеров, компании наиболее уязвимы перед враждебными поглощениями. Отсутствие доминирующего владельца делает возможным выкуп контрольного пакета через фондовый рынок, а рыночные механизмы корпоративного контроля обеспечивают большую гибкость в приобретении активов. Впрочем, риски «недружественного» поглощения выступают диалектическим следствием общей предрасположенности англо-американской модели к сделкам по реструктуризации — в частности, комментируя данный аспект В.М. Пашкова отмечает, что «англосаксонская модель корпоративного управления предполагает в равной мере возможность как добровольных, дружественных слияний, так и недружественных (враждебных) поглощений» [12].

В то же время характерная для стран Центральной Европы — таких как Германия, Австрия, Нидерланды, Бельгия и Франция — немецкая модель управления корпорацией (другие названия — «германская модель», «континентально-европейская модель», «рейнская мо-

дель», «инсайдерская модель», «банковская модель», англ. «Stakeholder-oriented model») основана на принципах коллективного управления и учета интересов различных стейкхолдеров (бенефициаров или выгодополучателей). В отличие от англо-американской модели, где основной акцент сосредоточен на обеспечении текущих интересов акционеров и достижении краткосрочных формальных показателей, немецкая модель стремится к достижению устойчивого и долгосрочного развития корпорации [12].

Как указывает А.Г. Дементьева, «особенности немецкой модели детерминированы многообразием специфических для западной Европы экономико-политических и нормативно-правовых факторов, среди которых высокая степень концентрации акционерного капитала, доминирующая роль банков в принятии корпоративных решений и сравнительно небольшая распыленность акций среди частных инвесторов» [8]. В рамках немецкой модели корпоративное управление основывается на устойчивом контроле со стороны мажоритарных акционеров, банков или государства. В таких системах сделки «M&A» реже происходят в результате внедоговорных рыночных механизмов, а чаще носят стратегический, регулируемый характер. В рамках сделок «M&A», заключаемых компаниями с немецкой моделью, наблюдается меньшая зависимость от краткосрочных интересов акционеров и большая роль долгосрочного стратегического планирования, что делает компании менее уязвимыми для рыночных манипуляций в целом и недружественных поглощений в частности.

Ввиду того, что немецкая модель корпоративного управления основывается на базе концентрированной структуры акционерного капитала, а функцию основного инвестора выполняет, как правило, коммерческий банк, который требует тщательного обоснования целесообразности осуществления крупных финансовых проектов, сделки «M&A» чаще происходят в результате долгосрочного стратегического планирования, направленного на укрепление позиций компании, а не на краткосрочную спекулятивную выгоду. Значимой характеристикой немецкой модели, по мнению В.М. Пашковой, является то, что «в результате большинство сделок в странах с континентальной моделью управления носит дружественный и закрытый характер, является следствием долгих предварительных переговоров, а не результатом публичных тендерных предложений» [12]. В таких системах ключевые стратегические решения принимаются на уровне советов директоров, с гласного одобрения ключевого инвестора и национального регулятора, что также существенно ограничивает возможность «недружественного» выкупа акций.

Наконец, основанная на консолидации корпоративной собственности японская модель корпоративного управления (другие названия — «модель кэйрецу», «ло-

яльная модель», англ. «long-term cooperative governance model») строится на принципах коллективизма, долгосрочных трудовых отношений и взаимосвязи между компаниями через перекрестное владение акциями. Как отмечает А.Г. Дементьева, модель характеризуется наличием крупных корпоративных групп — «кэйрецу», которые объединяют множество компаний из различных отраслей, связанных перекрестным владением акциями (практикой, при которой компании, входящие в группу кэйрецу, взаимно владеют акциями друг друга) и долгосрочными деловыми отношениями. Соответствующие группы охватывают собой широкий круг хозяйствующих субъектов — от промышленных предприятий до кредитных организаций, что обеспечивает устойчивое финансирование и стабильные деловые связи между участниками таких кэйрецу [8].

В отличие от англо-американской системы, где рыночный механизм активно регулирует структуру собственности, японские корпорации функционируют как замкнутые группы с высокой степенью автономии, в то время как из-за перекрестного владения акциями и плотного контроля со стороны банков недружественные поглощения в Японии практически не встречаются. Более того, как отмечает В.М. Пашкова: «в японской корпоративной культуре сложилось негативное отношение к недружественным сделкам — враждебные слияния и поглощения расцениваются как непродуктивная трата материальных и человеческих ресурсов, препятствие экономическому росту и причина нарушения благоприятного социального климата» [12]. В результате именно японская модель корпоративного управления демонстрирует максимальную степень защиты от враждебных поглощений благодаря системе перекрестного владения акциями, банковскому надзору и ориентации на долгосрочное сотрудничество.

Таким образом, различные модели корпоративного управления по-разному влияют на стратегическое поведение компаний, их участие в сделках «M&A» и вероятность недружественных поглощений. Сопrotивление менеджмента таким сделкам объясняется конфликтом интересов между руководителями и акционерами: менеджеры стремятся сохранить свои позиции, в то время как акционеры заинтересованы в максимизации стоимости компании. Недружественное поглощение в этом контексте можно рассматривать как инструмент рыночного давления (проявление «невидимой руки рынка»), направленный на устранение неэффективного управления и повышение стоимости активов. Кроме того, структура корпоративного контроля оказывает непосредственное влияние на вероятность недружественных поглощений — в частности, предполагается, что чем выше концентрация собственности и степень контроля со стороны государства или крупных акционеров, тем ниже вероятность «недружественных» сделок «M&A».

## ЛИТЕРАТУРА

1. Гражданский кодекс Российской Федерации от 30.11.1994 №51-ФЗ // СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс] URL: [http://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_5142/](http://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_5142/) (Дата обращения: 19.03.2025).
2. Федеральный закон от 26.12.1995 №208-ФЗ (ред. от 25.12.2023) «Об акционерных обществах» // СПС «КонсультантПлюс». [Электронный ресурс]. URL: [https://www.consultant.ru/document/cons\\_doc\\_LAW\\_8743/](https://www.consultant.ru/document/cons_doc_LAW_8743/) (Дата обращения: 19.03.2025).
3. Воротилова О.А., Казаков Ю.Ю. Роль слияния и поглощения в корпоративном управлении для организации // Финансовая аналитика: проблемы и решения. — 2015. — № 11 (245). — С. 21–26.
4. Восканян Р.О. Двухклассовая система формирования капитала компании: американский и британский опыт // ЭТАП: экономическая теория, анализ, практика. — 2021. — № 1. — С. 111–120.
5. Восканян Р.О. Развитие системы защиты от недружественных сделок слияния и поглощения // Вестник Томского государственного университета. Экономика. — 2021. — № 56. — С. 109–118.
6. Годжаева Э.Д. К вопросам о видах моделей корпоративного управления // Скиф. Вопросы студенческой науки. — 2021. — № 5 (57). — С. 160–163.
7. Долгополова А.А. Слияние и поглощение как основные факторы расширения международного бизнеса // Бюллетень науки и практики. — 2018. — №10. — С. 335–340.
8. Дементьева А.Г. Развитие корпоративного управления в условиях глобализации: диссертация доктора экономических наук / А.Г. Дементьева. — М., 2012. — 389 с.
9. Ильичева М. Сделки M&A: практические модели структурирования // Правовой портал «pravo.ru» [Электронный ресурс]. URL: <https://pravo.ru/opinion/251996/> (Дата обращения: 19.03.2025).
10. Королев В.А. «Агентская проблема» как источник корпоративного управления // Правовой портал Северо-Западного центра корпоративного управления [Электронный ресурс]. URL: <https://succession.ru/korporativnoe-upravleine-agentskaya-problema/> (Дата обращения: 19.03.2025).
11. Кузнецов П., Муравьев А. Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России // Экономический журнал Высшей школы экономики. — 2000. — № 4. — С. 475–504.
12. Пашкова В.М. Модель корпоративного управления как фактор динамики слияний и поглощений // Российское предпринимательство. — 2010. — № 7-2. — С. 61–67.
13. Приходько Р.В., Абд Асаад Мансур. Содержание и принципы управления корпоративными финансами // Научный журнал НИУ ИТМО. Серия «Экономика и экологический менеджмент». — 2016. — № 1. — С. 56–61.
14. Хорин А.Н., Бровкин А.В. Агентская проблема и возможные пути ее решения // Экономика и предпринимательство. — 2020. — № 4. — С. 1306–1310.
15. Berle A.A., Means G.C., Weidenbaum M.L., Jensen M. The Modern Corporation and Private Property (Reprint). — New York: Transaction Publishers, 1932. — 282 p.

© Горбунов Станислав Валерьевич (gorbunov\_s\_v@my.mgimo.ru)

Журнал «Современная наука: актуальные проблемы теории и практики»