経済研究
Vol. 56, No. 2, Apr. 2005

【調　査】

新世紀ロシアのコーポレート・ガバナンス*

岩　﨑　一　郎

本稿の目的は，先行研究業績の包括的なサーベイを通じて，ロシア企業統治研究の議論の幅と到達点を検証することである．同分野では，研究者の強い問題関心と精力的な調査活動の結果，短期間に驚くほど多数の研究成果が生み出され，ロシア企業の内部構造について大変豊かな知見が提供されている．しかし，先行研究の争点は，私有化企業の所有構造と経営再建プロセスとの相関関係に著しく偏っている．その結果，極めて重大な問題領域の幾つかが十分な検討に付されていない．ロシア企業の実態を多角的に究明すべく，研究体系に均整をもたらすことが，新世紀の新たな要請である．

はじめに

戦後日本の経済復興が奇跡なら，新生ロシアにおける企業セクターの変貌振りもまた一つの奇跡である．公式統計によると，2004年初頭のロシアには，計415万社の企業が登記されているが，その90.2%(374万社)は民間企業[1]であり，そこに全就業人口の63.2%(4,124万人)が従事している(Rosstat, 2004)．鉱工業部門における民間企業の地位は更に高く，全企業数，総生産高及び全就労者数に占めるその比率は，2002年の段階で既にそれぞれ94.8%，90.5%及び85.0%にも達している(Goskomstat, 2003a)．社会主義時代における民間セクターの矮小さを思えば，隔世の感がある．

市場経済化の進展に伴い，企業活動のあり方も一変した．Barle and Means(1932)の意味での「所有と経営の分離」は今や現実のものであり，残余請求権をめぐる株主と経営者の争いも日常茶飯の出来事となった．また，会社経営や株式投資に対する国民の高い関心を反映して書店には経営書が溢れ，ビジネス・スクールや企業情報産業も活況を呈している．

このような事情を背景に，「コーポレート・ガバナンス」(корпоративное управление)という概念も広く市民権を得ている．今日この言葉は，一般の新聞や雑誌でも特別の注釈無しに用いられている．また，Петухов(2003)やBelikov *et al.*(2004)によると依然として十分な水準ではないものの，企業統治に対する経営者と投資家の関心も格段に向上した(Judge and Naoumova, 2004)．事実，Black(2001)によれば，有力上場企業の市場価値と統治構造の外部評価には，既に緊密な相関関係が成立している．また，Willer(1997)，Гуриев и др.(2002)，Голикова и др.(2003)，Симачев(2004)による一連の実証分析によると，大都市に拠点を持ち，会社規模が大きく，外部株主や少数派株主の出資率が相対的に高い企業は，株主優遇的で，かつ株式会社法や企業統治法典[2]の順守とそれに伴うコスト負担の用意が統計的に有意に高い．つまり，少なくとも産業界を代表する大手企業の間では，企業統治システムのクオリティと透明性の向上は，もはや軽視できない経営課題となりつつあるのである．

実社会のこうした動向は，学会にも強い影響を及ぼした．即ち，新世紀ロシアにおける企業統治研究は，実証経済学の一大分野であり，筆者が確認した限りでも，過去十年間に500点以上の学術書や論文が発表されている．ここに法学や経営学の文献を含めれば，その数は膨大である．また，国際的にも，ロシアの企業統治は，移行経済論の注目分野として，Aoki and Kim(1995)を皮切りに多数の研究業績を生み出している．

これに呼応して，サーベイ論文も少なからず発表された(Bim, 1996；Студенцов, 1996；Goldberg and Desai, 1999；長砂，2000；Клейнер, 2000；Смирнов, 2000；加藤，2001；Sprenger, 2002；Радыгин, 2002；芦田，2003；Radygin and Shmeleva, 2003)．しかしそれらは，検討の対象が，ロシア語ないし英語文献の一方に著しく偏っているか，ないしは，企業統治問題の特定の局面にのみ焦点を当てているという難点がある．そこで本稿は，同分野の代表的業績を余すところなく吟味し，そこに展開された議論の広がりと到達点を解明することを第1の目的とする．後述の通り，それら先行研究の内容は大変豊かである．しかし，研究活動の日の浅さ故に，また，ロシアの移行経済としての側面に研究者の注目が集中し

表1. 国有企業の私有化実績(1993～2003年)　(社)

	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年	1999年	2000年	2001年	2002年	2003年	合計
私有化企業総数	42,924	21,905	10,152	4,997	2,743	2,129	1,536	2,274	2,287	2,557	434	93,938
工業企業	12,052	5,895	2,087	864	365	229	140	160	123	137	84	22,136
電力	80	59	21	11	4	−	3	9	7	4	−	198
燃料	64	205	97	30	9	5	−	5	−	−	4	419
鉄鋼	119	47	15	10	−	2	1	5	2	6	−	207
非鉄金属	80	67	23	6	6	2	1	−	1	−	1	187
化学・石油化学	339	112	45	17	8	2	4	4	1	1	2	535
金属加工	2,131	1,043	336	116	42	33	12	25	16	15	14	3,783
機械製造	770	586	214	91	35	28	15	11	13	10	9	1,782
木材・木材加工・製紙	909	579	198	119	62	34	13	23	10	8	6	1,961
建設資材	826	434	130	60	21	14	16	6	9	7	5	1,528
軽工業	3,374	1,141	478	174	72	41	18	30	25	28	13	5,394
食品工業	2,063	929	253	127	65	39	29	18	16	34	9	3,582
その他	1,297	693	277	103	41	29	28	24	23	24	21	2,560

出所)　Goskomstat(1998；2003a)及びRosstat(2004)に基づき筆者作成.

た結果，企業統治に係わる幾つかの重要な問題領域が不当に等閑視されてもいる．本稿第2の目的は，これら未開拓な研究課題の明示を通じて，ロシア企業統治研究に一つの指針を与えることである．移行経済分野の卓越したサーベイ論文であるDjankov and Murrell(2002)は，検討対象とした実証研究の諸結果に独自の統計的加工を施すことにより，移行諸国の企業再建に関する新しい知見の創造に成功している．本稿も，彼らの方法論に倣い，先行業績の単なる概括に止まらず，ロシア企業統治システムの理解に資する新たな事実発見の提供を試みる．これが，本稿第3の目的である．

本稿の構成は次の通りである．第1節では，ロシア企業の所有構造を検討する．第2節では，所有構造と経営再建の相関関係を考察する．続く第3節では，経営監督機構の実態に接近する．そして最後に，筆者の結論と今後の研究課題を述べる．

1. 私有化政策と企業所有構造

私有化政策の制度的枠組と経過は，西村(1993；1994)，Boycko, Shleifer and Vishny(1995)，Blasi, Kroumova and Kruse(1997)，Чубайс(1999)，Hough(2001)，Radygin(2003)，溝端(2004)らが詳しく検討しているから，縷説には及ばない．ここでは，本稿の主題との係わりで次の3点を確認するに止めたい．第1に，1992年8月から1994年6月に至る「大衆私有化段階」において，対象企業の67%が，額面価格70%で普通株51%を取得するオプションを選択した[3]．国家資産省の高官が認めるように，同オプションは，産業界を含む「あらゆる側面からの圧力」に屈した妥協の産物であり(Braverman, 1999)，この段階でのインサイダーの圧倒は当然の帰結であった．第2に，引き続く「貨幣私有化段階」の一環として1995年12月に行われた「担保型私有化」[4]は，一握りの商業銀行による巨大企業株の草刈場と化した．入札プロセスの不透明性や産業政策としての不適切さ故に批判が絶えないこの政策は，その後，「オリガルヒ」と呼ばれる新興資本家らの大財閥が勃興する重大な契機となった(塩原，2001；Hoffman, 2002；パッペ・溝端，2003)．そして第3に，企業私有化は現在も進行中であるが，そのペースは年を追う毎に低下している．この傾向は工業部門に顕著で，2003年に私有化された工業企業は僅か84社であった(表1)．即ち，国有企業約94,000社，工業企業約22,000社の所有転換を成し遂げたロシアの私有化政策は，今や終結段階にあるといっても過言ではないのである．

さて，ロシアでは，私有化企業の実態を解明すべく，実に数多くの企業調査が行われている．本稿で取り上げた研究業績に限っても，1992～2003年の間に，延べ71の研究者，研究チーム及び研究機関が，計97回の調査を実施し，延べ139,958社(平均被調査企業数1,443社/中央値230社)の企業を精査している．その方法は，訪問調査(50件/平均被調査企業数184社/中央値107社)，郵送アンケート調査(15件/429社/420社)，民間・官庁データベースの利用(24件/5,013社/614社)が主である[5]．また，この中には，国家統計委員会や移行経済研究所のパネル調査(Brown and Earle, 2001；Радыгин, Архипов, 2000；Guriev *et al*. 2003)，国民社会経済問題研究所の国防企業追跡調査(Izymov, Kosals and Ryvkina, 2000)，世界経済国際関係研究所の定期企業調査(Aukutsionek, Dyomina and Kapelyushnikov, 2003)，世界銀行，経済分析ビューロー，国立大学高等経済院等による訪問調査(Commander, Fun and Schaffer, 1996；Бюро экономического анали-

表 2. 工業企業の所有構造を調査した研究業績一覧

文献	調査対象期間[1]	被調査企業数	所有者タイプ内訳[2][3]
Долгопятова (1995)	1995	363	1-4, 7, 8, 10, 12-14
Blasi and Shleifer (1996)	1994	61	1-14
Buck *et al.* (1996)	1994	171	1-3, 5-7, 11
Earle, Estrin and Leshchenko (1996)	1994	439	1-3, 5, 6
Blasi (1997)	1995	185	1-14
Blasi, Kroumova and Kruse (1997)	1994-96	142-357	1-14
Willar (1997)	1996	140	1-4, 7-14
Афанасьев, Кузнецов, Фоминых (1997)	1994-96	312	1-14
Jones (1998)	1996	108	1-3, 5-7, 10
Хорошев (1998)	1997	100	1-14
Djankov (1999)	1995,1997	682	1-8
Filatotchev *et al.* (1999)	1995, 1997-98	98-106	1-14
Filatotchev, Wright and Bleaney (1999)	1994, 1996	84-314	1-14
Izymov, Kosals and Ryvkina (2000)	1995-99	525	1-11
Долгопятова (2000)	1995, 1998	277	1-12, 15-16
Перевалов, Басаргин (2000a)	1994-99	43	1-11
Радыгин, Архипов (2000)	2000	201	1-16
Bevan *et al.* (2001)	2000	351-364	1-3, 5, 6
Бюро экономического анализа (2001)	2000	434	1-11
Витебский и др. (2002)	2002	1,000	1-11
Aukutsionek, Dyomina and Kapelyushnikov (2003)	1995-2003 隔年	102-156	1-14
Dolgopyatova (2003)	2001	243	1-4, 7-9, 12, 15, 16
Radygin (2003)	1994-96	1,713	1-14
Wright *et al.* (2003)	1997, 2002	12-105	1-3, 5, 6
Ясин (2004b)	1999-2002	290-790	1-4, 7-9, 12, 15, 16

注 1) 年を跨いで実施された調査は，調査終了時の年を調査対象年とみなした．
注 2) 各コードは以下の所有者タイプを指す．
1：国家(15+16)，2：インサイダー(5+6)，3：アウトサイダー(4+7+8)，4：外国個人・法人投資家，5：従業員(6 を除く)，6：経営者，7：国内個人投資家，8：国内法人投資家(9+12)，9：金融機関(10+11)，10：商業銀行，11：投資ファンド他(10 を除く)，12：非金融機関(13+14)，13：持株会社，事業集団，14：取引先他(13 を除く)，15：連邦政府，16：連邦構成主体政府(自治共和国，州)及び地方政府(市町村)
注 3) ここには，原典には明示されていないが，利用可能なデータから算定可能な出資者タイプも含まれている．なお，必ずしも全ての調査対象期間について，全タイプのデータが揃っているわけではない．
出所) 筆者作成．

за, 2001；Dolgopyatova, 2004a) といった，ロシアの企業研究に多大な貢献をもたらした，大規模かつ息の長い調査活動も含まれている．

表 2 には，上記諸研究の中から，工業企業の所有構造に関する独自調査結果を開示した文献 25 点が一覧されている．その主な調査対象は，大衆私有化の過程で株式会社に改組した旧国有工業企業である．一見して明らかなように，これらの調査項目は互いに大変重複している．そこで筆者は，各所有者タイプの平均的な出資率(持株比率)に関する利用可能な全てのデータを用いて，その単純平均値，標本数に基づく加重平均値，並びに各平均値の変動係数を算出してみた．結果は，表 3 の通りである．また，図 1 には，所有者タイプ別出資率データの平均値や散らばりの時系列的な推移が表されている．

大衆私有化以後 10 年の間に起こった企業所有構造の変化は，(1)従業員の持株放出に起因するインサイダー所有の縮小，(2)外部民間投資家の目覚しい伸長及び(3)企業私有化の更なる進展に伴う国家出資率の低下という 3 つの特徴を持つ点で，多くの研究者の意見が一致している(Estrin and Wright, 1999；Goldberg and Desai, 1999；Радыгин, Архипов, 2000；Ясин, 2004b)．あらゆる企業調査の結果を総合することで，豊富な情報量を誇る表 3 と図 1 もまた，彼らの見解を積極的に裏付けている．更に，これら企業調査の集計値は，1998 年の金融危機を境に「所有の再配分」が加速する中で，金融機関，特に商業銀行保有株式の散逸が進んだとする Долгопятова (2002) の指摘にも支持を表している．

他方，上記資料は，経営者所有の著しい拡大を主張する一部の見方と整合的ではない．Клейнер (1999)，長砂(2000)，Kuznetsova and Kuznetsov (2001) らが述べるように，旧国営企業における一般従業員の立場は大変弱い．また，1996 年に私有化企

表 3. 工業企業の平均的所有構造の推移(1994～2003 年)　(%)

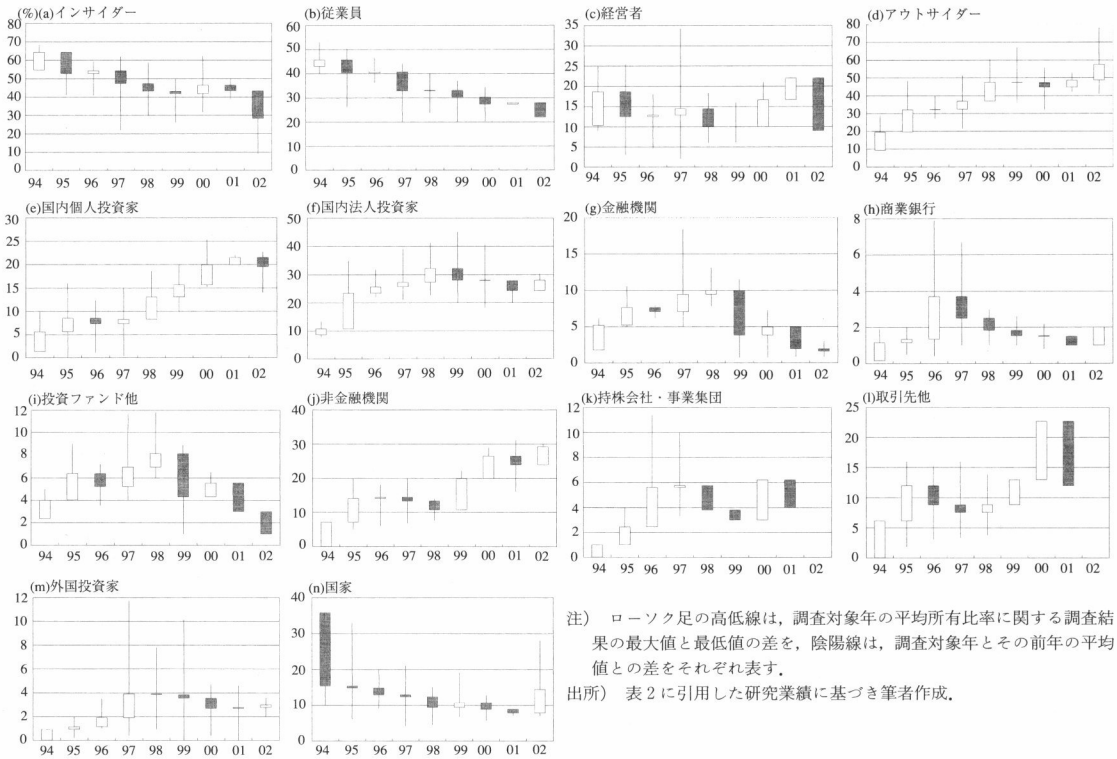
	私有化直後	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	2003 年	変動係数
インサイダー	54.7 (65.5)	64.4 (63.8)	52.7 (53.7)	54.2 (55.0)	47.4 (51.5)	43.2 (43.7)	41.8 (44.6)	46.5 (47.3)	43.3 (41.8)	28.2 (34.1)	50.0 (50.0)	0.19 (0.19)
従業員	43.0 (49.4)	45.7 (49.8)	40.3 (39.8)	40.9 (40.3)	32.9 (31.2)	33.0 (35.0)	30.3 (35.3)	27.4 (28.5)	28.0 (28.0)	22.0 (22.0)	22.0 (22.0)	0.25 (0.28)
経営者	10.4 (13.9)	18.7 (14.0)	12.5 (14.0)	12.9 (14.6)	14.5 (20.4)	10.1 (8.7)	10.0 (9.6)	16.6 (17.8)	22.0 (22.0)	9.0 (9.0)	28.0 (28.0)	0.40 (0.38)
アウトサイダー	9.4 (12.4)	19.6 (20.4)	32.2 (31.6)	32.5 (33.1)	36.9 (30.5)	47.5 (44.5)	47.3 (43.0)	44.7 (44.3)	48.5 (50.2)	57.4 (48.6)	45.0 (45.0)	0.37 (0.33)
国内個人投資家	1.4 (2.1)	5.6 (8.6)	8.5 (8.6)	7.3 (8.3)	8.3 (6.0)	13.1 (12.4)	15.7 (15.9)	19.9 (20.5)	21.5 (21.6)	19.5 (18.4)	21.0 (21.0)	0.55 (0.52)
国内法人投資家	8.6 (9.7)	10.7 (10.9)	23.4 (22.6)	25.7 (24.7)	27.3 (23.7)	32.2 (31.7)	28.0 (25.0)	27.8 (25.0)	24.3 (25.2)	28.0 (27.2)	23.0 (23.0)	0.31 (0.29)
金融機関	1.8 (1.8)	5.2 (5.0)	7.7 (7.9)	7.1 (7.1)	9.5 (8.1)	10.0 (10.1)	3.8 (1.6)	4.9 (3.6)	1.9 (1.3)	1.6 (1.9)	3.0 (3.0)	0.59 (0.67)
商業銀行	0.2 (0.2)	1.2 (1.0)	1.3 (1.5)	3.7 (2.7)	2.5 (2.2)	1.8 (2.2)	1.5 (1.1)	1.5 (1.2)	1.0 (1.0)	2.0 (2.0)	1.0 (1.0)	0.57 (0.50)
投資ファンド他	2.4 (2.6)	4.0 (4.2)	6.4 (6.4)	5.2 (5.2)	7.0 (5.9)	8.2 (7.9)	4.3 (1.9)	5.6 (5.9)	3.0 (3.0)	1.0 (1.0)	2.0 (2.0)	0.50 (0.53)
非金融機関	— (—)	7.2 (7.2)	14.1 (14.2)	14.4 (14.0)	13.3 (13.9)	10.8 (12.3)	19.9 (21.3)	26.6 (25.2)	23.9 (24.8)	29.2 (28.8)	20.0 (20.0)	0.40 (0.38)
持株会社・事業集団	— (—)	1.0 (1.0)	2.4 (1.6)	5.6 (4.6)	5.8 (5.5)	3.8 (3.8)	3.0 (3.0)	6.2 (6.2)	4.0 (4.0)	— (—)	5.0 (5.0)	0.42 (0.45)
取引先他	— (—)	6.2 (6.2)	12.0 (12.8)	8.8 (9.4)	7.6 (8.4)	8.9 (11.3)	13.0 (13.0)	22.7 (22.7)	12.0 (12.0)	— (—)	15.0 (15.0)	0.42 (0.38)
外国個人・法人投資家	0.0 (0.0)	0.9 (0.9)	1.1 (1.2)	1.9 (1.6)	3.9 (3.0)	3.9 (3.2)	3.6 (2.1)	2.7 (2.4)	2.8 (3.4)	3.0 (2.8)	2.0 (2.0)	0.54 (0.51)
国家	35.8 (21.8)	15.4 (15.6)	14.8 (14.4)	12.9 (11.6)	12.3 (15.1)	9.4 (11.7)	10.7 (12.2)	8.9 (8.5)	7.8 (7.9)	14.4 (17.4)	4.0 (4.0)	0.62 (0.38)
連邦政府	— (—)	— (—)	5.1 (5.1)	— (—)	— (—)	4.6 (4.6)	5.6 (5.2)	7.0 (5.4)	3.3 (3.2)	4.0 (3.7)	— (—)	0.26 (0.19)
連邦構成主体・地方政府	— (—)	— (—)	4.6 (4.6)	— (—)	— (—)	3.8 (3.8)	4.8 (4.8)	4.0 (4.4)	5.0 (4.8)	4.3 (3.9)	— (—)	0.11 (0.10)
												合計
調査数	4	7	10	8	7	4	5	4	3	4	1	57
被調査企業総数	814	2,922	4,352	3,512	1,696	943	1,804	1,789	1,187	2,092	102	21,213
1 調査当りの平均被調査企業数	204	417	435	439	242	236	361	447	396	523	102	372

注)　出資率(持株比率)の平均値．括弧内は標本数に基づく加重平均値．所有者タイプによって標本数はまちまちであるから，下位カテゴリーの合計がその上記カテゴリーの値と一致しないこともある．
出所)　表 2 に引用した研究業績に基づき筆者作成．

業 111 社を調査した Jones(1998)によれば，経営者と従業員の力関係と企業所有形態の間に統計的に有意な相関は見出せない．従って，インサイダー保有株式を糾合した「集団トラスト」の存在及び賃金カットや解雇の脅しを含む経営陣からの圧力にも係わらず，株主として決して「一枚岩」ではない労働集団が，資産価値にも乏しい自社株を生活困窮の最中に手放そうと試みるのは容易に想像できる(Афанасьев, Кузнецов, Фоминых, 1997 ; Filatotchev, Wright and Bleaney, 1999 ; Sprenger, 2002)．しかし逆に，様々なステークホルダーとの比較における経営者の優越的な地位や彼らの株式所有を通じた会社支配欲の強さは，Gurkov and Asselbergs(1995), Buck, Filatotchev and Wright(1998), Долгопятова (2001)らの独自調査によって幾度も実証されており，ロシアの企業経営をめぐる政治経済的・制度的環境にも配慮すれば，経営者が容易く自社株を外部投資家に移譲するとは考え難い．よって，多くの企業調査が経営者所有の拡大を感知しない最大の理由は，経営者をして，自らの持株比率を正しく申告せしめる動機付けが困難であることに因ると考えられる．特にロシアでは，配当以外の方法によるキャッシュフローの獲得及び敵対的買収や政府・官僚からの干渉に対する防御を目的として，会社資産を隠蔽ないしその内容を不透明化する様々な策が，経営者や大株主によって講じられているから尚更である(Shama 2001 ; Yakovlev, 2001 ; Розинский, 2002)[6]．

以上は，「典型的な」工業企業株式会社の「平均的な」所有構造に関する議論であるが，ロシアにおける企業所有の有様を把握するためには，以下 3 つの事実関係にも留意する必要がある．第 1 に，研究者が描き出した所有モデルは，「ガスプロム」社や「ノリリスク・ニッケル」社等の上場大企業及びいわゆる「軍産複合体」には適合しない．即ち，Wright *et al.*(2003)によれば，2002 年，上場企業 12 社のインサイダー所有比率は平均 8.9% に過ぎず，内 6 社の

図1. 所有者タイプ別工業企業出資率の推移(1994～2002年)



注)　ローソク足の高低線は，調査対象年の平均所有比率に関する調査結果の最大値と最低値の差を，陰陽線は，調査対象年とその前年の平均値との差をそれぞれ表す．

出所)　表2に引用した研究業績に基づき筆者作成．

それは1%未満であり，国家の出資率も皆無である．また，Radygin(2003)によると，上場企業では，金融産業グループ(FIGs)や持株会社が多くの株を保有し，非居住者の出資率も比較的高い．一方，国家発注や産業補助金に強く依存する軍産複合体の企業長は，民間企業としての独立に極めて消極的で，連邦政府もこれらの企業に対して特別な関心を保持していることから，国防産業における所有者としての国家のプレゼンスは今なお健在である(Ryvkina, 2002)．事実，Витебский и др.(2002)の調査によると，軍事品製造企業の国家出資率は，2002年でも平均28%の高水準に保たれている．なお，相対的に強力な国家所有は，「戦略産業」である燃料・エネルギー産業や通信産業などでも観察される．

第2に，工業資本全体の所有構造も，平均的な企業所有像とは様相が大きく異なる．表4は，高等経済院が，工業企業約27,000社に関する国家統計委員会のマイクロ・データを基に，定款資本(share capital)の所有者タイプ別構成を算定したものである．ここには，会社形態を問わず，零細企業を除く殆ど全ての工業企業が含まれている．同表から，国家と非金融機関営利組織は資本提供者として桁違いの存在感を示しており，更に後者のシェアは，一般従業員の退潮を後目に，年平均6%ものペースで増大したことが確認できる．そこには，(1)2002年の時点でも平均従業員数245名の規模を誇る所有一元企業(純国有・公有企業)約7,900社が存在すること(Goskomstat, 2003a)，(2)国家は今日も自然独占体の大多数で大株主の地位を保持していること，(3)1998年の危機以降，産業界の垂直・水平統合やコングロマリット化が急速に進展した結果，持株会社による株式保有やグループ企業間の相互持合いが一段と進展したこと(Долгопятова, 2003；Соколов, 2003)等の背景がある．ロシア工業の実体は，国有セクターと法人資本セクターの二層から成り立つというこの驚くべき事実発見は，インサイダー支配に気を取られていた多くの研究者に衝撃を以って受け止められている．

そして第3に，以上の様な所有構造のダイナミックな再編が進行する過程で，多くの工業企業に労働集団に代わる真の「支配株主」ないし「ブロック株主」が出現している．表5の通り，個人株主や非金融機関はおろか，平均的所有比率という点ではマイナーな存在の金融機関や外国投資家も，彼らが実際に出資している企業では相当数の株を確保し，かつそのシェアを年々拡大している．この結果，筆頭株

表 4. 工業企業 27,000 社の定款資本所有者タイプ別構成(1999～2002 年)

(%)

	1999 年	2000 年	2001 年	2002 年	1999/2002 年増減率
国家	18.5	12.6	13.5	17.7	−0.8
連邦政府	10.4	6.7	6.6	9.9	−0.5
連邦構成主体政府	7.3	5.0	5.1	6.8	−0.5
地方政府	0.8	0.9	1.8	1.0	0.2
非金融営利組織	41.6	50.7	65.2	65.7	24.1
信用・金融機関	3.2	9.1	6.1	5.3	2.1
非営利組織	4.3	1.2	1.8	1.5	−2.8
個人投資家	20.1	15.7	13.4	9.8	−10.3
従業員	10.3	8.2	n. a.	3.8	−6.5
合計	100.0	100.0	100.0	100.0	−
外国投資家	6.6	7.7	10.0	10.8	4.2

注) 上記は，定款資本金総額で加重された所有比率を意味する．
出所) Ясин(2004b)．

表 5. 企業所有の集中化(1995～2002 年)

(%)

	1995 年 (a)	1998 年 (b)	1999 年 (c)	2001 年 (d)	2002 年 (e)
従業員	44.1 (96.0)	33.0 (98.9)	51.1 (82.8)	49.3 (78.2)	45.3 (77.9)
経営者	10.3 (75.5)	12.1 (76.5)	− (−)	− (−)	− (−)
国内個人投資家	17.4 (77.6)	22.7 (83.8)	31.5 (56.6)	− (−)	34.6 (63.8)
国内金融機関	− (−)	− (−)	11.3 (6.9)	15.6 (4.9)	17.9 (5.9)
商業銀行	10.4 (15.2)	7.8 (18.1)	− (−)	− (−)	− (−)
投資ファンド他	18.8 (47.7)	22.9 (52.7)	− (−)	− (−)	− (−)
国内非金融機関	29.7 (40.4)	33.2 (50.2)	44.3 (47.9)	50.8 (53.1)	53.6 (56.6)
外国投資家	22.5 (7.9)	21.2 (17.7)	38.2 (5.5)	42.9 (10.7)	32.7 (10.3)
国家	− (−)	− (−)	40.9 (26.6)	− (−)	43.2 (22.4)
連邦政府	24.0 (21.3)	23.1 (20.2)	37.7 (16.6)	35.9 (9.1)	36.0 (12.4)
連邦構成主体政府	23.2 (19.9)	21.7 (20.6)	41.8 (7.9)	52.9 (6.6)	45.6 (8.6)
地方政府			38.0 (10.0)	35.9 (13.0)	33.7 (10.0)
被調査企業数	277	277	290	243	290

注) 株主ないし出資者の中に，各タイプの所有者が存在する企業の当該所有者タイプの平均出資率．括弧内は，そのような企業が全被調査企業に占める比率．
出所) (a)及び(b)Долгопятова(2000)，(c)及び(e)Ясин(2004b)，(d)Долгопятова(2003)．

主及び三大株主の平均出資率も，1995～2003 年の間に各々15.5% 及び 16.9% 増加している(図 2)．Belikov *et al.*(2004)によると，この傾向は産業界の頂点に立つ巨大企業にも顕著である．即ち，2003 年 10 月の時点で，株式市場からの資本調達度が最も高い上場大企業 45 社のうち，30 社が支配株主を，44 社がブロック株主を抱えているのである．

大衆私有化の結果，旧社会主義企業の所有権は，国家から一般従業員へ大幅に移譲された．今日も彼らは，およそ 80% の私有化工業企業において，平均 45% の株を保有する一大勢力である．しかし，外部株主も狙いを定めた企業で着実に地歩を固め，2000 年以降はインサイダーをも凌駕する存在にまでその地位を高めた(Радыгин, 2001)．実業界のこうした動向は，所有と経営のリンケージに注目した実証研究を大いに促した．そこで次節では，これら先行研究の内容と含意を吟味する．

2. 企業所有と経営再建

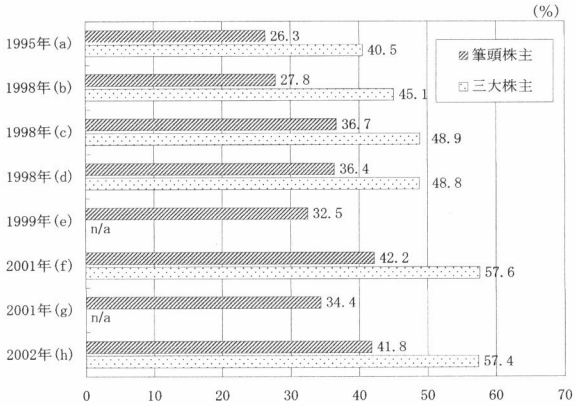
所有形態は，企業の振る舞いやパフォーマンスに決定的に重要であるという見解は，企業統治論の伝統的な信念である．その上，私有化政策と旧社会主義企業のリストラクチャリングは，ロシア企業研究者の最大の関心事でもあったから，彼らによる実証研究の多くが，旧国有企業の所有構造と経営再建の関係を取り上げたのは蓋し当然であった．表 6 には，その中核をなす 47 の文献が列挙されている．これらは，調査期間も実証研究の方法も実に様々であるが，大別すれば，(1)国家所有と私的所有を比較した研究，(2)所有者タイプの質的な差異に着目した研究，(3)所有集中や企業集団化の効果を検証した研究の 3 つに分けることができる．以下では，この区分に従って順次先行研究の検討を進める．

2.1 国家所有 対 私的所有

民間主体に所有権が移転した旧社会主義企業は，国家所有の下に残る企業との対比において，経営再建の積極性や生産効率面で目覚しい改善を示すであろう，とロシア政府関係者や研究者が期待するのには無論訳があった．第 1 に，歴史ある比較経済体制論は，ソ連企業が抱える深刻な問題点と国家所有との密接な関係を剔抉していたし，第 2 に，中東欧の改革先進国では，企業私有化の政策効果が，移行の初期段階から早くも顕在化していたからである．ところが，ロシア企業の実証研究は，この点について今日も明確な結論を得るに至っていない．なぜなら，企業私有化の肯定的なインパクトを認める数多くの研究成果が存在する一方，それらに匹敵する数の否定的証拠も共に提出されているからである．

所有転換のポジティブな効果を示唆する先行研究は，比較的明瞭な証拠を具えたものが多い．例えば，1996 年に連邦下院(ドゥーマ)の要請を受けて，工業企業 2,438 社の 1993～95 年の経営実績を調査したレオンチェフ社会経済研究国際センターは，国有企

図2. 工業企業筆頭株主及び三大株主の平均合計出資率(1995～2002年)



出所)　(a)及び(b)Долгопятова(2001)(被調査企業数:242社),(c)及び(f)Долгопятова(2003)(同345社),(d)及び(h)Ясин(2004b)(同290社),(e)及び(g)Капелюшников(2001)(同150社).

業との比較における私有化企業の平均的な業績の良さや私的所有比率と経営実績の正の相関を見出している．私有化直後の数年間を対象とした国家統計委員会や資産省の追跡調査も，私有化の深度や所有権移転後の経過時間と財務・経済指標との強い結びつきを報告している(Braverman 1999; Смирнов, 2000)．また，工業企業13,288社に関する1993～99年のパネルデータを用いて生産回帰を行ったBrown and Earle(2001)や，1994年6月に世銀が実施した企業調査の結果に基づいて，労働生産性の決定因を分析したEarle(1998)及びEarle and Estrin(2003)は，私有化ダミーや私的所有比率の有意に正のインパクトを，逆に，工業企業4,467社に関する2000年のクロスセクション・データを用いたMuravyev(2002)は，連邦政府の株式保有が労働生産性や収益率に及ぼす有意に負の影響をそれぞれ検出している．更に，世界経済国際関係研究所の調査チームは，民間主体が支配株を握る企業との比較における国有企業の経営状態やリストラ面の劣勢を繰り返し報告しているし(Аукционек, Батяева, 2000; Kapelyushnikov, 2000; Капелюшников, 2001)，1992～95年の人員削減率を被説明変数とする回帰分析を行ったLinz(2002)は，国有企業による雇用調整の相対的な消極性を確認している．なお，国有企業のリストラ活動の不活発さについては，2003年に工業企業477社を対象に高等経済院が実施した調査結果にも明確に示されている(Ясин, 2004b)．

これに対して，拙速な所有転換が旧国有企業の経営活動に及ぼしたダメージの甚大さを強調するFox and Heller(2000), Black, Kraakman and Tarassova(2000)及びKing(2003)を始め，私有化政策の効果を否定ないし疑問視する意見も豊富にある．例えば，財務状態や生産効率面で，国有企業と私有化企業の間に統計的に明確な差は見られないと主張する業績には，Linz(1996), Linz and Krueger(1998), Jones(1998), Perevalov, Gimadii and Dobrodei(2000), Estrin and Angelucci(2003), Judge, Naoumova and Koutzevol(2003), Фоминых(2004)らがあり，より積極的に国有企業は私有化企業よりパフォーマンス的に優る面が少なくないことを指摘した研究として，Перевалов, Гимади, Добродей(1998)及びBevan *et al.*(2001)が挙げられる．また，Earle, Estrin and Leshchenko(1996), Авраамова, Гурков(1999), Moers(2000), Bevan *et al.*(2001)らは，経営戦略上の意思決定面でも，またリストラ活動の積極性でも，国家所有と私的所有の間に顕著な差は存在しないと述べている．

なお，私有化政策そのものの効果に疑念を抱く諸見解の有力な論拠となるのが，私有化直前の経営状態や将来の事業見通しが比較的良好な会社だからこそ，インサイダーや外部投資家は競ってその株を取得したのだという意味での「セレクション・バイアス」の可能性である(Earle, 1998; Бюро экономического анализа, 2001)．しかし，ロシアの現実は想像以上に複雑である．なぜなら，この問題に対処すべく計量モデルに導入された私有化以前の状態を捉える諸変量や地域・産業ダミーの推計結果は決して一様ではない．その上，Perevalov, Gimadii and Dobrodei(2000)の驚くべき分析結果によると，寧ろ業績が劣悪な企業ほど私有化された可能性が高いのである．加えて，労働生産性や収益率等の業績指標や，資産売却，合併，分社化といった経営行動が，ソ連崩壊に端を発する社会の大混乱と未曾有の経済危機という状況下で，経営再建の適切な代理変数になり得るのかというEricson(1998), Djankov(1999), Estrin and Wright(1999)の問題提起も大変重大であり，論争決着を更に困難化している．しかし，私有化企業が国有企業に明らかに劣るという証拠は少なく，かつリストラ面での私有化企業の積極性は多くの研究者が認めていることから，移行初期のロシアにおいても，所有転換の肯定的効果は確かに存在したとみなす見解が有力説である．

2.2　インサイダー 対 アウトサイダー

旧社会主義企業の経営再建に私有化が効果を持つとすれば，次に問われるのは，所有者の種差から生

表 6. 所有構造と経営再建の相関関係を分析した研究業績一覧

文献	分析対象期間	比較項目/被説明変数[1]	所有形態の類型方法[2]	分析手法[3]
Earle, Estrin and Leshchenko (1996)	1994	I	I	DS, RA (OLS)
Linz (1996)	1992-95	I	A	RA
Aukutsionek *et al.* (1998)	1997	III	I	DS
Earle (1998)	1994	I	B, F	RA (OLS)
Jones (1998)	1992-96	I	A, I	RA (OLS)
Linz and Krueger (1998)	1992-95	I	A, B	RA (OLS, PRO)
Муравьев, Савулькин (1998)	1997	III	I	PS
Перевалов, Гимади, Добродей (1998)	1991-96	I	A	DS
Braverman (1999)	1996-98	I	F	DS
Brown, Guriev and Volchkova (1999)	1992-97	I	D	RA
Buck *et al.* (1999)	1995-96	III	E	RA (OLS)
Djankov (1999)	1995-97	II	E	RA (OLS)
Filatotchev, Wright and Bleaney (1999)	1994-96	I	E	RA (OLS, PRO, LOG)
Filatotchev, Wright, Buck and Dyomina (1999)	1995-98	II	I	DS, RA (LOG)
Авраамова, Гурков (1999)	1998	III	A	DS
Buck *et al.* (2000)	1995-97	I	E	RA (LOG)
Filatotchev, Buck and Zhukov (2000)	1997	II	E	DS, RA (OLS, GLS)
Kapelyushnikov (2000)	1999	III	I, J	DS
Кузнецов, Муравьев (2000 ; 2002)	1995-97	I	E	RA (RE)
Linz (2000)	1999	II	B	PS
Moers (2000)	1999	III	A	DS
Perevalov, Gimadii and Dobrodei (2000)	1992-96	III	A	RA (FE, RE)*
Перевалов, Басаргин (2000a)	1992-96	I	J	DS
Радыгин, Архипов (2000)	2000	I	E	RA (OLS)
Bevan *et al.* (2001)	2000	III	I	DS, RA (OLS, LOG)
Brown and Earle (2001)	1993-99	I	A, C	RA (OLS, RE)*
Filatotchev *et al.* (2001)	1999	III	H, J	RA (OLS, LOG)
Kuznetsov and Muravyev (2001)	1995-97	I	F, H	RA (OLS, IV)*
Perotti and Gelfer (2001)	1995-96	II	D	DS, RA (OLS)
Volchkova (2001)	1997	II	D	RA (OLS)
Капелюшников (2001)	2001	III	H, I, J	DS
Linz (2002)	1992-95	II	A	RA (OLS)
Muravyev (2002)	2000	I	K	RA (OLS)
Гуриев и др. (2002)	2001	II	E, J	RA (LOG)
Earle and Estrin (2003)	1994	I	F	RA (OLS, IV)*
Estrin and Angelucci (2003)	1997-99	III	A, I	DS, RA (LOG)
Esrtin and Bevan (2003)	2000	III	I	RA (OLS)
Frye (2003)	2000	II	D	RA (PRO)
Judge, Naoumova and Koutzevol (2003)	2002	III	A	RA (OLS)
King (2003)	2000	III	B, C	PS
Yudaeva *et al.* (2003)	1993-97	I	G	RA (OLS, IV, FE)
Dolgopyatova (2004b)	2003	III	C	PS
Guriev and Rachinsky (2004)	2000-01	III	J	RA (OLS)
Долгопятова (2004)	2003	III	H	DS
Долгопятова, Кузнецов (2004)	2001	III	D, H	DS
Фоминых (2004)	2000-01	I	A	DS
Ясин (2004b)	2003	III	A, B, D, H, I	DS, PS

注 1)　各コードの内容は次の通り．I：パフォーマンス指標(収益率，労働生産性，売上高増加率，設備稼働率，賃金率，市場シェア，配当等)，II：リストラ指標(設備改修，設備投資，商品開発・R & D 活動，広告・マーケティング活動，組織改革，余剰人員の整理，福利厚生制度の改善等)，III：I＋II．

注 2)　各コードの内容は次の通り．A：国有企業/私有化企業の別，B：インサイダー所有/アウトサイダー所有の別，C：外資系企業/非外資系企業の別，D：事業集団参加企業/非参加企業の別，E：所有者タイプ別出資率(%)，F：国家所有比率(%)又は私的所有比率(%)，G：外資出資率(%)，H：所有集中度(%)，I：支配株主の所有者タイプ，J：筆頭株主の所有者タイプ，K：国家所有の制度・組織形態．

注 3)　各コードの内容は次の通り．DS：記述統計分析(平均値の差の t 検定，分散分析等)，RA：回帰分析(OLS：最小二乗法，GLS：一般化最小二乗法，IV：操作変数法，PRO：probit, LOG：logit, FE：fixed effects, RE：random effects，無記載：推計方法不詳，*：私有化企業のセレクション・バイアスに対応した分析)，PS：調査項目得点制．

出所)　筆者作成．

じる影響の違いである．ロシアの場合，大衆私有化の帰結たるインサイダー支配が，企業統治上の深刻な問題と見なされたため(Aoki, 1995)，表 6 に引用した諸文献も，アウトサイダー所有との比較に重点を置いた実証分析を展開している．

所有者タイプの相違は，経営実績やリストラ活動に中立的ないし不明瞭な効果しか認められないとする研究は少なくない(Earle, Estrin and Leshchenko, 1996 ; Jones, 1998 ; Buck *et al.*, 1999 ; Filatotchev, Wright, Buck and Dyomina, 1999 ; Bevan *et al.*, 2001 ; Esrtin and Bevan, 2003)．最新の研究例である Estrin and Angelucci (2003) も，支配株主が

インサイダーかアウトサイダーかは，工業企業約370社に関する1997～99年の従業員当りの付加価値，生産性実質上昇率，雇用変化率，対固定資本投資率，総売上に占める輸出シェア及び能動的/受動的リストラ指標のいずれを取っても，10％水準ですら有意な差は確認できないと報告している．

しかし数の上では，所有者タイプの違いは，私有化企業の経営行動と成果に異なるインパクトをもたらすと主張する研究が明らかに多数派である．但しこれらは，所有形態としての従業員支配が問題含みだという点では総じて見解の一致を見ているものの，経営者と外部株主の評価では意見が鋭く対立している．所有形態としての経営者支配の優位性を一貫して主張しているのは，世界経済国際関係研究所調査チームによる一連の研究(Aukutsionek *et al.*, 1998；Kapelyushnikov, 2000；Капелюшников, 2000；2001)である．また，アウトサイダー所有の効果は認められない一方，経営者所有は，パフォーマンスやリストラ活動に有意に正のインパクトをもたらすという実証を得た研究に，Djankov(1999)やBuck *et al.*(2000)がある．但し，Djankov(1999)は，経営者の持株比率が10～30％の範囲にあると資産売却行動に対しては非有意，労働生産性に対しては負の影響をもたらすという意味で，一方のBuck *et al.*(2000)は，経営者所有比率の二乗値が有意に負であることを捉えて，ロシアの経営者所有にも，先進国研究で見出されたエントレンチメント効果(managerial entrenchment)[7]とインセンティブ効果のトレードオフ関係が看取されると述べている．

しかし逆に，景気後退局面におけるダウンサイジング行動としての人員整理と経営者持株比率は単調に負に相関し，なおかつ後者の二乗値も有意に負であるという意味での強いエントレンチメント効果を検出することで，経営者所有の有害性を主張するFilatotchev, Buck and Zhukov(2000)や，Муравьев, Савулькин(1998)，Filatotchev, Wright and Bleaney(1999)，Кузнецов, Муравьев(2000)，Linz(2000)，Перевалов, Басаргин(2000a)，Радыгин, Архипов(2000)らの様に，経営実績の改善やリストラ活動促進要因としてのアウトサイダー所有の有効性を強く示唆する研究も少なくない．概して云えば，外部株主の優位性を支持する実証成果が比較的多いが，ロシアの企業再建に対するインサイダー株主の脅威は，社会制度の脆弱性を含む事業環境の特殊性に十分な配慮を払わない限り，過大評価する恐れが高いというKuznetsova and Kuznetsov(2001)の説得的な反論もあり，Megginson and Netter(2001)による「インサイダー私有化は失敗であり，経営者への所有集中もロシア経済に有害であった」(p. 363)という見解の是非を判定するには更なる証拠が必要とされる．

ところで，外部オーナーとしての金融機関と外国資本の有効性については，極めて対照的な実証結果が示されている．表3や図1の通り，商業銀行や投資ファンドの平均的所有比率は，大衆私有化後の数年間に漸次上昇したが，1998年危機以降は大幅な低下に陥った．この結果，政策当局の厳しい持株規制とも相俟って，金融機関は現在も企業所有者としては極めてマイナーな存在に甘んじている(Sprenger, 2002)．加えて，企業の資金調達活動における商業銀行の存在感は希薄で(Bevan and Fennema, 2003)[8]，更に，Brana, Maurel and Sgard(1999)によれば，融資先を峻別する能力にも問題があり，与信活動を通じた経営規律の効果も多くは期待できない．但し，数行の有力銀行は，すぐ後に取り上げるFIGsの中核的存在として，企業統治に枢要な役割を果たしている．他方，大衆私有化直後，機関投資家としての活躍が大いに期待された投資ファンドは，アクティビスム的「発言」(voice)行動よりも，インサイダー支配を忌避した「退出」(exit)を選好する傾向が強く，その投資活動は概して受身だと評価されている(Shleifer and Vasiliev, 1996；Frydman, Pistor and Rapaczynski, 1996；Перевалов, Басаргин, 2000a；2000c)．しかし，投資ファンドに関する実証研究は数えるほどしかなく，機関投資家としての機能と能力は十分に検討されていない．

企業経営への外国資本参加の効果は，他のあらゆる所有者タイプよりも，より強くより明確にその有効性が謳われており，論争の余地を感じさせない(Кузнецов, Муравьев, 2000；Перевалов, Басаргин, 2000a；Радыгин, Архипов, 2000；Brown and Earle, 2001；Kortelainen and Kotilainen, 2003；Dolgopyatova, 2004b；Guriev and Rachinsky, 2004)．それは，分析手法の種類を問わないし，調査対象が経営実績かリストラ活動かの区別にも大きな影響を受けていない．Djankov(1999)やYudaeva *et al.*(2003)の計量分析によれば，外国資本の持株比率と生産性には非線形的関係が現れているが，先述した経営者所有のエントレンチメント効果に類似した有害性は認められない．ロシアへの外国直接投資(FDI)は，累積総額でも国民一人当たりの投資額でも中欧諸国の後塵を拝しており，更に，その対象地域や産業部門も大変限られている[9]．従って現時点では，ロシアの企業統治に対する外国資本の実質的

な影響は微々たるものであろう．しかし，多くの先行研究が主張するように，その「限界的」効果は大変強力であるから，近年その機運が高まっているFDIの急増や多国籍企業の大挙進出が現実のものとなれば，ロシアの企業統治に刮目すべき変革が生じる可能性は高い．

2.3　所有集中と企業集団化の効果

大衆私有化直後から，旧国有企業各社の所有権が，労働集団を含むごく少数の株主に掌握されているのは周知の事実であった．これら特定株主への著しい所有の集中は，英米とはおよそ異質なロシアの注目すべき特徴であるため，実証研究の視角は，所有集中そのものの効果にも向けられた．しかし，所有集中と企業経営の関係について一定の結論は得られていない(Ясин, 2004b)．1999年にロストフ州の旧国有企業32社を実地調査したLinz(2000)が示唆するように，ブロック株主や支配株主の存在自体は，経営実績とリストラ活動へポジティブに作用する可能性が高いが，所有集中の程度それ自身の効果は賛否両論である(Braverman, 1999; Kuznetsov and Muravyev, 2001; Гуриев и др., 2002; Долгопятова, 2004; Долгопятова, Кузнецов, 2004)．その理由として，エントレンチメント効果等の影響による所有集中と経営活動の非線形的関係(Filatotchev *et al.*, 2001; Капелюшников, 2001)や既に議論した所有者タイプの差異がもたらすインパクトの複雑さが指摘される．

所有集中という切り口から明瞭な実証が得られない研究者は，その背後で着実に進行している企業集団化という現象に注目し始めている．「金融産業グループに関する連邦法」の施行，担保型私有化，国有持株会社の設立等，1990年代半ばに連邦政府が相次いで打ち出した産業政策は，工業企業の垂直的・水平的統合やコングロマリット化の契機となったが，その時勢は世紀の変わり目を経て一層強まり，今や全国規模で組織されたFIGsや大財閥の伸張に止まらず，地方レベルでの事業集団の勃興にも至っている．これら様々な事業統合は，労働集団や著しい権利侵害に直面していた少数派株主の持株売却だけではなく，経営者からの所有権移転，新株発行や株式併合の活用及び企業同士の買収合併によっても大いに加速した(Дерябина, 2001; Долгопятова, 2003; Mizobata, 2004; Радыгин, Шмелева, 2004)[10]．これら事業集団の経営体制やグループ企業間の所有関係は，企業統治という観点から極めて重大な研究課題であるが，その詳細は優れた先行業績(Johnson, 1997; Мальгинов, 2000; Радыгин, 2001; Соколов, 2003; Radygin and Shmeleva, 2003; 塩原, 2004; Докучаев, 2004; Цветков, 2004)に委ねたい．高等経済院の最新の企業調査によれば，2002年の段階で，少なくとも被調査企業の20～30%はなんらかの事業集団に参加している(Голикова и др., 2003; Ясин, 2004b)．更にそこには，ロシアを代表する巨大企業の殆どが含まれているという確かな証拠もある(Guriev and Rachinsky, 2004)．従って，外国資本とは異なり，事業集団は，産業界全体の趨勢をも左右し得る実質的影響を具えているといって過言ではない(Клепач, Яковлев, 2004)．企業集団化の実証分析が，近年急速に重要性を増した所以である．

事業統合の経済理論(Milgrom and Roberts, 1992; 小田切, 2000)の予測に違わず，一連の研究業績は，集団化と企業経営の肯定的な相関関係を確認している．例えば，FIGsに焦点を当てた研究者は，独立系企業との対比におけるグループ企業の労働生産性，資本配分の効率性，資金調達の機動性，投資活動の積極性に関する統計的に有意な証拠を数多く発見している(Brown, Guriev and Volchkova, 1999; Perotti and Gelfer, 2001; Volchkova, 2001)．加えて彼らは，商業銀行を中核とするグループ(bank-led FIGs)の，大工業企業を中核とするグループ(industry-led FIGs)に対する組織的優位性も示唆している．また，Кузнецов, Муравьев(2000; 2002)によると，政府機関による国有株式の管理は，上場企業103社の全要素生産性に有意な影響を及ぼさないのに対して，国有持株会社のそれは5%水準で正に相関すると報告している．即ち，持株会社の所有比率が1%上昇すると，追加的な要素投入無しに当該企業の産出が平均0.64%増加するのである．この他，Frye(2003)やДолгопятова, Кузнецов(2004)も，事業集団参加のリストラ促進効果に関する明確な実証結果を示している．

この分野の最新かつ画期的な業績として注目されるのが，Guriev and Rachinsky(2004)である．同論文は，工業企業1,297社の上位23大「究極オーナー」が所有する企業群の特性を綿密に分析することで，オリガルヒ及び彼らが率いる事業集団の実態を克明に描き出している．即ち，(1)これら23大オーナーの支配下にある企業は，2001年の工業部門総売上高の35%，総被雇用者数の16.4%を占めており，そのシェアは，他の全ての個人投資家，外国資本及び地方政府に優る，(2)彼らの企業所有は複数の産業部門に跨り，特に燃料エネルギー産業，資源採取業，自動車産業において強大な存在感を誇っている，

(3)彼らが所有する企業の規模は，他の民間オーナーのそれよりも平均76％大きい，(4)これら巨大オーナー支配企業のパフォーマンスは必ずしも他の民間企業を凌駕するものではないが，外資系企業と共に，有意に24～30％程度多くの投資を行っている，等々である．Guriev and Rachinsky(2004)のこうした分析結果は，アネクドータルな事実に依拠したオリガルヒ支配体制のイメージに，より正確な輪郭を与えるものとして高く評価される．

以上の通り，現代ロシアの企業統治研究にとって，企業集団化が専要なファクターであることに疑問の余地はない．独立系企業のクラウディング・アウトや参入阻止といった負の側面を含めて，この新たな経済現象の緻密かつ多角的な検討が期待される．

2.4 政策含意の統計的再評価

本節の締め括りに，以上の考察結果を，Djankov and Murrell(2002)が開発した客観的な評価基準と照らし合わせておきたい．その手法は，所有構造の経営実績やリストラ活動へのインパクトを検証した様々な回帰分析の推計結果が報告する所有変数の t 値を次式，

$$\tau = \sum_{i=1}^{M} t_i / \sqrt{M}$$

で定義された統計量へ集約することにより，異なる所有形態や所有者タイプの統計的有意性を比較するというものである．ここで，t_i は第 i 研究の推計結果に含まれる所有変数の t 値であり，M は採り上げた研究の総数(標本数)である．統計量 τ は正規分布に従う．今回は，表6の研究業績に含まれる109の推計結果を利用した．Djankov and Murrell(2002)に従い，回帰モデルの定式化や分析期間等が根本的に異なる場合のみ，一つの論文から複数の推計結果を抽出した．また，複数の選択肢があるケースでは，決定係数，コントロール変数の有無，同時性バイアスへの対応という観点から最も適切な推計結果を選んだ[11]．

表7は，国家所有に対する私的所有の効果が総括されている．これによると，1990年代を対象とした計量分析は，私的所有のリストラ活動に対する効果については確かな証拠を得ているものの，生産性や収益性等への有意なインパクトの発見には明らかに失敗している．しかし，2000年代に関しては，経営実績への大変有意な効果が確認される．つまり，企業私有化のパフォーマンス改善効果は一定のタイムラッグを伴うことが，ここに示唆されているのである．この事実関係は，説明変数が質的であるか量的であるかに無関係である．また，被説明変数の区別を問わない集計結果は，大衆私有化以降2000年代初頭を通じて，私的所有は国家所有よりも望ましい所有形態であるという見解を支持している．

以上の諸点を別の角度から検証するため，異なる研究の実証結果を総合するより標準的な手法であるvote-counting法での分析も行った[12]．その結果を示す表8(a)によれば，有意水準5％を基準とした場合，正に有意な推計結果と非有意な結果は，数の上でほぼ拮抗している．即ち，企業私有化に否定的な見解にも一定の論拠が認められるのである．

続く図3及び表8(b)では，所有者タイプの差異，支配株主の有無，所有集中及び企業集団化の効果が比較されている[13]．その結果は，2.2節及び2.3節の議論と多くの点で符合する．即ち，所有面での従業員支配は，他の民間オーナーと比して劣る可能性が高いが，注目すべき経営者と外部株主の間に明確な差を読み取ることはできない．株主としての商業銀行の企業経営への影響は一層不明瞭である．逆に，外国資本の経営参加は，とりわけ経営実績面において抜群のインパクトを有している．支配株主の存在は，期待通りの効果を発揮していない．所有集中は，エントレンチメント効果の否定的影響をリストラ活動に顕在化させた可能性がある．その一方，近年の支配株主の増加や所有集中化と表裏一体の関係にある事業集団との所有関係や業務統合は，とりわけリストラ活動面に大変有意な正のインパクトをもたらしている．このことは，有力商業銀行をコアとするFIGsやオリガルヒ率いる新興財閥の傘下企業は，独立系企業との対比においてより活発に投資活動を行う性向が強いという研究者の主張を裏付けている．

3. 経営監督機構と企業コントロール

前節の検討によって，企業所有と経営再建の関係解明に取り組んだ先行業績の全容と到達点がほぼ明らかとなった．続く本節では，現実に会社経営を担っている人間集団，即ち，取締役と経営者の実態に迫った諸研究の内容を検討する．

3.1 取締役会の構成と監督機能

ロシア株式会社の経営監督機関は，業務執行機関と監督機関が完全に分離したドイツの「二層構造」モデルと，それら二つの機能を一機関が担う英米の「単層構造」モデルの中間にあるという意味で一種の「ハイブリッド」型である．というのも，ロシアの会社法は，執行役員の取締役兼任を許容する一方，社長(総支配人)の取締役会会長の兼務と執行役員に

表7. 私的所有の経営実績やリストラ活動へのインパクト

被説明変数の種類	説明変数の種類	全分析期間		1990年代		2000年代	
		τ	標本数	τ	標本数	τ	標本数
I. パフォーマンス指標	A. 質的変数	6.26	30	0.91	8	5.76	22
	B. 量的変数	2.31	8	0.64	7	2.04	1
	A+B	6.63	38	0.79	15	6.06	23
II. リストラ指標	A. 質的変数	5.02	14	2.66	5	4.27	9
	B. 量的変数	2.68	3	2.68	3	−	0
	A+B	5.68	17	3.75	8	4.27	9
I+II	A. 質的変数	8.00	44	3.68	13	7.15	31
	B. 量的変数	3.37	11	2.89	10	2.04	1
	A+B	8.66	55	4.67	23	7.40	32

出所）筆者作成.

表8. Vote-counting 法に基づく分析結果

(a)私的所有の経営実績やリストラ活動へのインパクト

	標本数				構成比(%)			
	有意に負	非有意	有意に正	計	有意に負	非有意	有意に正	計
被説明変数がパフォーマンス指標	1	15	22	38	2.6	39.5	57.9	100.0
被説明変数がリストラ指標	0	9	8	17	0.0	52.9	47.1	100.0
分析期間が1990年代	0	11	12	23	0.0	47.8	52.2	100.0
分析期間が2000年代	1	13	18	32	3.1	40.6	56.3	100.0
全標本	1	24	30	55	1.8	43.6	54.5	100.0

(b)所有者タイプや所有形態の経営実績やリストラ活動へのインパクト

	標本数				構成比(%)			
	有意に負	非有意	有意に正	計	有意に負	非有意	有意に正	計
従業員	0	23	1	24	0.0	95.8	4.2	100.0
経営者	2	24	6	32	6.3	75.0	18.8	100.0
アウトサイダー	2	24	3	29	6.9	82.8	10.3	100.0
国内個人投資家	3	13	4	20	15.0	65.0	20.0	100.0
国内法人投資家	0	1	2	3	0.0	33.3	66.7	100.0
商業銀行	2	5	3	10	20.0	50.0	30.0	100.0
外国投資家	0	7	12	19	0.0	36.8	63.2	100.0
支配株主	0	10	1	11	0.0	90.9	9.1	100.0
所有集中	8	9	6	23	34.8	39.1	26.1	100.0
事業集団	0	6	9	15	0.0	40.0	60.0	100.0

(c)所有者タイプや所有構造変動の社長交代へのインパクト

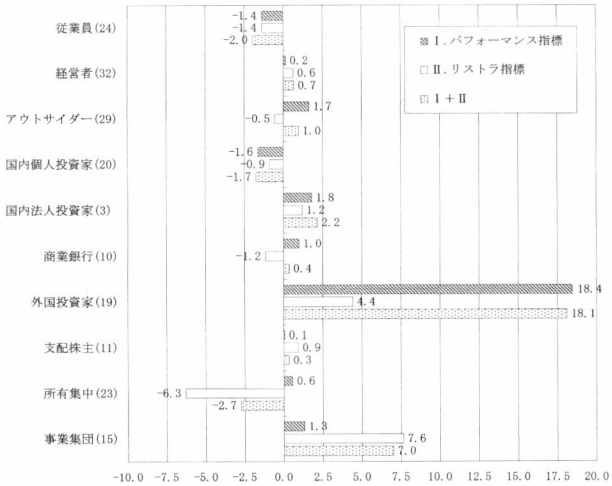
	標本数				構成比(%)			
	有意に負	非有意	有意に正	計	有意に負	非有意	有意に正	計
インサイダー	1	1	0	2	50.0	50.0	0.0	100.0
従業員	2	1	0	3	66.7	33.3	0.0	100.0
アウトサイダー	0	2	2	4	0.0	50.0	50.0	100.0
国内個人投資家	0	1	2	3	0.0	33.3	66.7	100.0
国内法人投資家	0	4	2	6	0.0	66.7	33.3	100.0
金融機関	0	1	3	4	0.0	25.0	75.0	100.0
外国投資家	0	2	1	3	0.0	66.7	33.3	100.0
国家	2	1	2	5	40.0	20.0	40.0	100.0
所有構造の変動	0	0	2	2	0.0	0.0	100.0	100.0

注）各パネルは，表7，図3及び図5に各々対応している．有意水準は5%を基準とした.
出所）筆者作成.

よる取締役会ポストの4分の1以上(2001年末までは2分の1以上)の獲得[14]を固く禁じることにより，英米の株式会社よりも独立性の高い取締役会を標榜しているからである(Black and Kraakman, 1996; Iwasaki, 2003a; 2004)．こうした独特な制度配置の採用は，研究者に次のような問題関心を喚起させた．即ち，ロシア企業の取締役会は，実際にも，社長を筆頭とする経営陣を実効的に監督できているのかという点である．

この問題に接近すべく，多くの先行研究が，所有構造と取締役会構成の相互関係を調査している．それらによると，取締役会の平均定員数は7名であり，移行期を通じて概ね安定している(Blasi and Shleifer, 1996; Dolgopyatova, 2003; Ясин, 2004b)．但し，定員数は会社の規模に比例し，また7名という平均値から大幅に乖離した取締役会を抱える企業も少なくない．例えば，1995〜96年の時点で，有力企業18社における取締役会の定員数は，「レベジンスク採鉱コンビナート」の4名から「ノリリスク・ニッケル」社の19名まで，実に15名の開きがあった(Студенцов, 1996)．また，ロシア連邦有価証券市場委員会と資本市場・経営研究所が，上場企業56

図3. 所有者タイプや所有形態の経営実績やリストラ活動へのインパクト



注)　括弧内は標本数.
出所)　筆者作成.

社を対象に2001年上半期に実施した共同調査は，これら大手株式会社の取締役会は平均9名のメンバーで構成されるが，その内訳は，取締役の総数が1～5名の範囲に入る企業が4%，6～10名の企業が77%，同様に11～15名が15%，16名以上が4%であると報告している(岩﨑，2003)．

所有構造と取締役会の構成には，総じて一定の対応関係が看取されるが，経営陣については，その出資率に優る代表権を獲得する傾向が強いという点で，研究者の見方は一致している(Filatotchev, Wright, Buck and Zhukov, 1999；Перевалов, Басаргин, 2000b；Долгопятова, 2003；Ясин, 2004b)．表9は，所有者タイプ別出資率と共に，取締役会での役員占有率を明らかにした論文6点に基づいて，工業企業の平均的な取締役会構成と役員派遣指数を示したものである．全ての調査結果において，経営者の役員派遣指数は常に1を上回っている．これに対して，企業経営に対する労働者の受動的態度及び経営陣のアウトサイダーに対する敵対心や社外取締役に対する期待や信頼の低さを反映して，一般従業員や外部株主は概して出資率に見合わない代表権に甘んじている．また，国家の役員派遣も，市場経済化の進捗と共に縮小の傾向にある(Афанасьев, Кузнецов, Фоминых, 1997；Wright, Buck and Filatotchev, 1998；Долгопятова, 2001；Беликов, 2003；Belikov *et al.*, 2004；Филатов, 2004)．

第1節で述べた通り，インサイダーの持株比率は徐々に低下している．にも拘わらず，取締役会における経営者と従業員のプレゼンスは強固に維持されている．この事実は，所有権とコントロール権をめぐる緊張関係が，所有構造のダイナミックな再編の結果として寧ろ先鋭化した可能性を暗示している．Bevan *et al.*(2001)が2000年に実施した企業調査によれば，経営者，従業員及び外部株主は，各々被調査企業の32.8%(129社)，24.2%(95社)及び23.9%(94社)の取締役会で多数派を形成している．その内，インサイダーが支配株主である企業群の89.7%は，取締役会もインサイダーが優勢的な地位を獲得しているに対して，アウトサイダー所有が支配的な企業の41.8%でもインサイダーは取締役の過半を制している．更に，世界経済国際関係研究所による2001年の企業調査によれば，取締役会会長の62%は内部昇進者であり，外部登用者の比率を大きく上回っている(Капелюшников, 2001)．加えて，内部昇進の可能性は，インサイダー所有比率や現社長の在任期間と正の相関にあるが，アウトサイダー所有が支配的な企業の50%強でも，取締役会会長はやはり社内から選出されている．取締役会における経営陣の相対的優位性や所有構造と取締役会構成の「捻れ現象」の拡大を示唆する以上の事実関係は，監督機関としての取締役会の実効性に対する研究者の懸念を強く裏付けている．

なお，Долгопятова(2003)，Wright *et al.*(2003)，岩﨑(2003)らが指摘するように，上場企業や大企業の取締役会は，所有構造との対応関係が非上場企業や中小企業よりも明確で，全役員数に占める社外取締役の比率も65～70%と大変高い．また，これらの企業では，経営者や出資者の直接的な影響下にない「独立取締役」の採用も普及している．例えば，先述の有価証券市場委員会と資本市場・経営研究所の調査結果によると，上場企業56社中29社(52%)で独立取締役が存在し，その総数は全取締役の20%にも達している．但し，取締役会の機能強化を目的として，連邦政府が推奨している委員会制度を採用した企業は1社に過ぎず，上場企業においても会社機構の改革が依然初発段階にあることは否めない．

取締役会と経営再建の関係を分析した研究は，(1)外部株主が取締役会の過半数を占める企業は，インサイダーが取締役会を制する企業よりもリストラ活動や経営者の刷新により積極的であることを確認したBevan *et al.*(2001)[15]，(2)取締役会会長の在任期間と経営状態との正の相関を見出したКапелюшников(2001)，(3)経営者及び外部株主の持株比率は，取締役の交代頻度を有意に高めることを

表9．工業企業の平均的な取締役会構成及び役員派遣指数の推移（1994～2002年）　(%)

	1994年 (a)	1995年 (b)	1997年 (c)	1998年 (d)	2000年 (e)	2001年 (f)	2002年 (g)
インサイダー	47.8	40.3	36.1	57.4	67.8	56.2	56.0
	(0.8)	(0.6)	(0.6)	(1.4)	(1.1)	(1.5)	(1.6)
従業員	3.0	18.9	16.3	19.4	28.9	20.9	20.6
	(0.1)	(0.4)	(0.4)	(0.6)	(0.8)	(−)	(−)
経営者	44.8	21.4	19.9	38.0	38.9	35.2	35.4
	(2.6)	(1.5)	(1.1)	(4.2)	(2.2)	(−)	(−)
アウトサイダー	17.9	50.9	56.0	33.7	27.0	37.2	37.3
	(0.6)	(1.7)	(1.7)	(0.7)	(0.8)	(0.7)	(0.7)
国内個人投資家	−	11.3	12.0	5.4	−	23.0	17.9
	(−)	(1.1)	(1.1)	(0.3)	(−)	(1.1)	(0.8)
国内法人投資家	−	32.7	38.0	26.2	−	14.2	14.2
	(−)	(0.6)	(0.7)	(−)	(−)	(−)	(0.4)
金融機関	−	19.5	24.1	11.2	−	1.2	−
	(−)	(3.4)	(3.2)	(0.9)	(−)	(1.5)	(−)
商業銀行	−	7.5	9.0	−	−	−	−
	(−)	(7.5)	(9.0)	(−)	(−)	(−)	(−)
投資ファンド他	−	11.9	15.1	−	−	−	−
	(−)	(2.5)	(2.3)	(−)	(−)	(−)	(−)
非金融機関	−	13.2	13.9	15.0	−	13.0	−
	(−)	(1.0)	(0.9)	(1.1)	(−)	(0.4)	(−)
外国個人・法人投資家	−	6.9	6.0	2.1	−	−	−
	(−)	(34.6)	(15.1)	(0.6)	(−)	(−)	(−)
国家	14.9	8.8	7.8	8.9	5.2	6.6	6.7
	(1.5)	(1.4)	(1.9)	(1.1)	(0.9)	(0.8)	(0.7)
連邦政府	−	−	−	3.2	−	2.5	−
	(−)	(−)	(−)	(0.7)	(−)	(0.8)	(−)
連邦構成主体・地方政府	−	−	−	5.7	−	4.1	−
	(−)	(−)	(−)	(1.5)	(−)	(0.8)	(−)
被調査企業数	61	106	106	278	437	289	294

注）カッコ内が役員派遣指数であり，取締役会全定員に占める平均的役員占有率を平均的出資比率で除したものである．

出所）(a)Blasi and Shleifer (1996), (b)及び(c)Filatotchev, Wright, Buck and Zhukov(1999)及び Filatotchev, Wright, Buch and Dyomina(1999), (d)及び(f)Dolgopyatova(2004a), (e)Bevan *et al.*(2001), (g)Ясин (2004b).

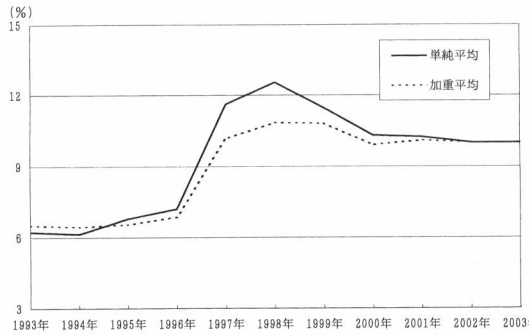
実証したGoltsman(2000)，(4)インサイダーの代表権や取締役会の定員数と社長交代頻度との負の相関を確認したМуравьев(2003)やЯсин(2004b)，(5)取締役会会長の独立性が確保されず，社長が取締役会を事実上統括している企業のパフォーマンスは，株式会社法が定める社長と取締役会会長の兼任禁止条項が形骸化していない企業よりも有意に低いことを計量的に証明したJudge, Naoumova and Koutzevol(2003)と数えるほどしかなく，ましてや，先に述べた所有構造と取締役会構成の間に生じた「捻れ現象」が，私有化企業の経営実績やリストラ活動に及ぼすインパクトを検討した研究は全く見当たらない．今後の進展が強く望まれる実証分野である．

3.2　社長交代と経営再建

最高経営責任者の進退は，企業統治論ならではのユニークな分析視角として，先進諸国を対象に数多の研究業績を生み出しているが，同様の問題関心は，ロシア企業研究者の間でも広く共有されている．更に，経営者の交代は，観測誤差の少ないガバナンス指標であることも，彼らが所有構造に次ぐ程の注意をこの問題に向けた実際的な動機であった．事実，企業調査を組織した研究者や研究チームの多くが，現社長の就任時期や前任者の辞任理由等を質し，その結果を様々な実証分析に反映させている．

社長交代の頻度に関する情報は少なくないが，その殆どは，調査対象期間を通じて被調査企業の何%で社長交代が生じたかを報告するに止まっているという意味で断片的であり，その時系列的な変化を明らかにするものではない．そこで，Клепач, Кузнецов, Крючкова(1996)を始めとする文献14点の事実発見を重ね合わせることにより，1993～2003年の交代率を独自に算定してみた．図4には，利用可能なデータの各年毎の単純平均値と被調査企業数で加重された値がプロットされている．Dolgopyatova(2003)は，1998年の金融危機を境に社長交代の頻度が高まったと述べているが，同図によると，変化はそれ以前に生じた可能性が高い．事実，1996年と97年の平均値の差は，片側検定1%水準で有意だが（$t=3.55$, $p=0.004$），1997年と98年の差は，10%水準でも非有意である（$t=0.474$, $p=0.323$）．更に，社長交代率を，改革年次（1993年＝1）と1997年以降を捉えたレベルシフトダミーに回帰したところ，交代率は同年を境に1%水準で有意に平均5.8%乖離

図 4. 社長交代率の推移(1993～2003 年)



出所) Клепач, Кузнецов, Крючкова(1996)(被調査企業数:66 社), Linz (1996)(同 1,714 社), Filatotchev, Wright and Bleaney (1999)(同 314 社), Filatotchev, Wright, Buck and Dyomina (1999)(同 98 社), Радыгин, Архипов(2000)(同 872 社), Goltsman (2000)(同 217 社), Капелюшников(2001)(同 135～156 社), Rachinsky (2001 ; 2002)(同 110 社), Гурков (2002)(同 530 社), Muravyev (2003)(同 413 社), Dolgopyatova (2003)(同 523 社), Долгопятова(2004)(同 20 社), Долгопятова, Кузнецов(2004)(同 328 社)に基づき筆者作成.

することが確認された[16].

表 3 の通り, 1997 年はインサイダーの平均的所有比率がついに過半を割った年である. また同年, 経営トップの平均年齢は定年年齢に迫り, 60 歳を超す社長の比率も 28% に達していた. 更に, 過去数年の平均在任期間(7～8 年)や交代率(10～11%)は, 日米企業の社長達と遜色が無く, 後任者の外部登用率(40～50%)に至っては, 先進国の水準を 10～20% 上回ってもいる(Weisbach, 1988 ; Martin and McConnell, 1991 ; Kang and Shivdasani, 1995 ; Muravyev, 2001 ; Rachinsky, 2002 ; Muravyev, 2003 ; Ясин, 2004b ; 阿部・小黒, 2004). 従って, 図 4 に表れた社長交代率の上方シフトは, インサイダー支配の減退やソヴェト世代経営者の高齢化を背景に, 社長人事の硬直性が加速度的に弛緩した結果ではないかと推察される. その引き金となった制度的要因の特定等も含めて, 更なる調査が求められる.

社長交代と経営再建の因果関係を分析した実証研究は, 表 10 の通りである. Linz(1996)を唯一の例外として, 社長交代要因を検証した研究者らは, 異口同音に所有構造の決定的重要性を強調している. その共通見解は, 以下 4 点に要約し得る. 即ち, (1)アウトサイダー所有比率は交代頻度と正に相関し, 統計的有意性も極めて高い. (2)逆にインサイダー所有は社長交代を有意に抑制し, また, 経営者や労働集団が支配株主の企業では, ソ連時代から経営トップの座にある社長の比率(40～50%)が他の企業(15～20%)より格段に高い. (3)筆頭株主や支配株主の入れ替わりとして現れる所有構造の大きな変動は, 高い確率で社長交代を誘発する. (4)筆頭株主の出資率や所有集中度が高いほど, 社長交代がより頻繁に起こる[17]. また, 注目に値する少数意見として, (5)国家所有は, 他のタイプの外部株主同様に社長交代率を高めるという意味で, 政府は必ずしも現職経営者の擁護者ではないという見解や(Капелюшников, 2001 ; Muravyev, 2001 ; 2003), (6)後継者の内部昇進率は, インサイダーや連邦政府の出資率と正に相関し, 逆に外部株主や地方政府の出資率は, 外部登用率を高めるという事実発見もある(Муравьев, 2003).

図 5 及び表 8(c)は, 表 10 に一覧された研究業績に含まれる 11 の推計結果に基づいて, 所有者タイプや所有構造変動の社長交代へのインパクトの有意性を比較したものである[18]. ここからも, インサイダーとアウトサイダーでは, インパクトの方向性が正反対であることが確認できる. また, 外部株主の間では, 個人投資家や金融機関の有意性が相対的に高く, 所有構造の変動もそれに匹敵している. なお, 経営再建に対する抜群の影響度とは異なり, 外国投資家の社長交代へのインパクトの有意性は, 他の外部株主に大きく劣っている. 外国資本の企業経営への関与の有り方を示唆するものとして興味深い結果である.

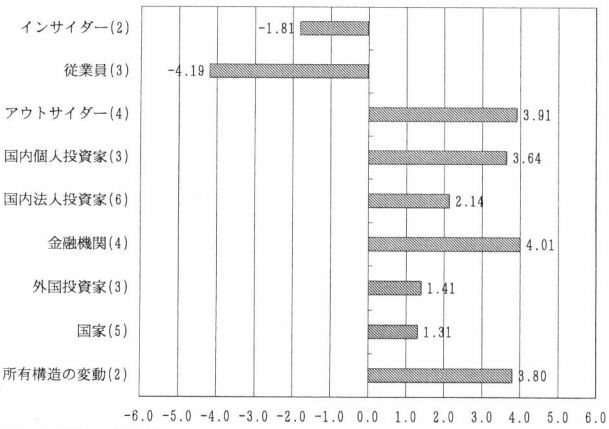
一方, 企業パフォーマンスが, 経営トップの交代頻度に作用するという明確な証拠を提示した研究業績は Muravyev(2001 ; 2003)を措いて他にはない. 寧ろ, 極めて限定的な意味での相関を示唆するものか(Капелюшников, 2001 ; Долгопятова, Кузнецов, 2004), ないしは有意な因果関係の存在を否定する意見(Goltsman, 2000 ; Ясин, 2004b)が多い. こうした結果が, 調査方法や計量的手法の過誤に起因するものでないことは, 上場企業 110 社を対象とした Rachinsky(2002)の丹念なイベント・スタディによって裏付けられている. 即ち, これらの企業では, 1997～2001 年の 5 年間に計 113 回の社長交代が生じたが[19], それら一件一件の原因を調査した結果, 企業業績の悪化を理由とする解雇は全体の 19.5% に過ぎず, 転職や政界への転身, 定年退職, 組織改革に伴うポジションの変更等, 経営問題とは直結しない辞職(計 51.3%)のケースに大きな溝を開けられ, また, 地方政府の経営介入, 会社争議を含む社会的コンフリクト, 会社更生に伴う地位の喪失, 乗っ取りといったその他の原因(計 24.8%)よりも比率が低いのである. Rachinsky(2002)が指摘するように, 上場企業においてすらも, 業績悪化を理由に経営陣

表 10. 経営者交代と経営再建の相関関係を分析した研究業績一覧

文献	分析対象期間	検証された因果関係[1]	分析手法[2]
Barberis *et al.*(1996)	1992-93	II	RA(OLS, 2SLS)*
Frydman, Pistor and Rapaczynski(1996)	1994	I	RA(LOG)
Клепач, Кузнецов, Крючкова(1996)	1995	II	DS
Linz(1996)	1992-95	I	RA(PRO)
Filatotchev, Wright and Bleaney(1999)	1992-96[3]	I	DS
Filatotchev, Wright, Buck and Dyomina(1999)	1995-98	III	DS, RA(LOG)
Goltsman(2000)	1999	I	RA(PRO, TOB)
Басаргин, Перевалов(2000)	1994-99	I	RA(PRO)
Bevan *et al.*(2001)	2000	I	DS
Muravyev(2001 ; 2003)	1999-2000	I	DS, RA(PRO)
Rachinsky(2001)	1997-2000	II	RA(OLS)
Капелюшников(2001)	2001	I	DS
Rachinsky(2002)	1997-2001	I	DS,CS
Dolgopyatova(2003)	2001	I	DS
Peng, Buck and Filatotchev(2003)	1995	II	RA(PRO)
Wright *et al.*(2003)	1997	I	DS
Krueger(2004)	1994-97, 1999	II	RA(OLS)
Долгопятова(2004)	2003	I	DS
Долгопятова, Кузнецов(2004)	2001	III	DS
Ясин(2004b)	2003	III	DS, PS

注 1)　各コードの内容は次の通り．I：企業の所有構造や経営実績が経営者交代に影響する，II：経営者交代が経営実績やリストラ活動に影響する，III：I＋II．
注 2)　各コードの内容は次の通り．CS：ケース・スタディ，DS：記述統計分析(平均値の差の t 検定，分散分析等)，RA：回帰分析(OLS：最小二乗法，2SLS：二段階最小二乗法，PRO：probit, LOG：logit, TOB：tobit, *：私有化企業のセレクション・バイアスに対応した分析)，PS：調査項目得点制．
注 3)　正確には私有化時点から 1996 年までの期間．
出所)　筆者作成．

図 5. 所有者タイプや所有構造変動の社長交代へのインパクト



注)　括弧内は標本数．
出所)　筆者作成．

を辞任に追い込むのは困難であり，従って，分析上社長交代が企業パフォーマンスに非感応的であるのも無理はない．なお，逆の因果関係，つまり経営トップの刷新がリストラ活動や経営実績に及ぼす影響に注目した 8 つの先行研究も，肯定的見解(Barberis *et al.*, 1996 ; Клепач, Кузнецов, Крючкова, 1996 ; Filatotchev, Wright, Buck and Dyomina, 1999 ; Krueger 2004)と中立的・否定的見解(Rachinsky, 2001 ; Peng, Buck and Filatotchev, 2003 ; Долгопятова, Кузнецов, 2004 ; Ясин, 2004b)に二分されており，論争の余地を残している．

ところで，ロシアにおいて社長交代が研究者の注目を集める理由の一つに，いわゆる「赤い経営者」(red executive)の適応力や革新性に対する根強い不信感がある．つまり，旧世代経営者は，市場経済移行という新しい環境に対応する経営能力を欠いているにも拘わらず，インサイダー支配という防御壁の内側で安穏とし，企業改革を等閑にしているという見方が支配的なのである．しかし，Чирикова(2001)や Гурков(2002)が行った訪問調査[20]は，別の見方を示している．即ち，彼らは，(1)世代を問わず，社長の改革行動は等しく社内の強い抵抗に遭遇している，(2)旧・新世代の社長共に，社内改革への中間管理職の態度や対応力に強い不満を抱いている，(3)新世代の社長の大多数も，漸進的(進化的)な事業戦略やソ連的な温情主義に基づく人事政策を支持する傾向が強い，(4)社長の 82.9% は週 40 時間以上，44.2% は週 50 時間以上，13.5% は週 60 時間以上も勤務しており，その働き振りは 1960～70 年代の米国やオランダの CEO にも匹敵するが，勤務時間は，会社の規模に比例しても，産業部門の差や社長の年齢とは無関係である，等の事実関係を明らかにすること

で，ソビエト世代経営者に関する否定的イメージの安易な仮定に疑問符を投げ掛けると共に，経営再建の遅滞は，会社組織全体の問題として捉え直すべきであることを強く求めているのである．この方向での調査と分析の拡充は，ロシア企業の真の姿に迫る上で不可避であろう．また，経営者集団の実態を把握するためには，役員報酬制度や経営者市場の研究も欠かせないが，そうした研究は，Peiperl and Estrin(1998)やТеплова(2003)に限られている．更に，株主総会，合議執行機関(経営管理部)，監査委員会(監査人)，会計監査人といった会社法定機関の実態調査も殆ど手付かずのままである[21]．このように，ロシア企業の内部組織研究は，近年の取締役会構成や社長交代に関する実証研究の充実にも拘わらず，広大な「未開拓地」なのである．

結語

以上，本稿は，ロシア企業統治に関する先行業績の包括的なサーベイを通じて，同分野における議論の広がりと到達点を展望した．研究者の強い問題関心と精力的な調査活動の結果，短期間に驚くほど多数の研究成果が生み出され，ロシア企業の内部構造について大変豊かな知見が提供された．それは，公開企業の経営監督体制の強化と透明性向上を主眼とした企業統治法典の施行を促進する等，実社会にも一定の貢献をもたらしている．

しかしながら，本稿の考察結果によると，これまでの研究プロセスには明らかな偏りがある．即ち，この問題に取り組んだ研究者の大多数にとって，ロシアにおける市場経済化政策の検証，より具体的には，企業私有化に伴う所有権移転の帰結とその旧社会主義企業の経営再建プロセスへの影響の把握が最大の動機であったために，先行研究の争点が，私有化企業の所有構造とその企業パフォーマンスとの相関関係に著しく偏向しているのである．その副作用が，役員報酬制度，経営者市場，会社法定機関を含む内部組織の調査と分析の不足として一部顕在化していることは，先に指摘した通りである．これが，体制転換初期における研究の必要を反映したものだとすれば，今後は，ロシア企業の実態を多角的に究明すべく，研究体系に均整をもたらすことこそ，時代の新たな要請となるだろう．

高水準な所有の集中，経営者のエントレンチメント，事業統合や企業集団化の急速な進展を特徴とする企業統治メカニズムの創発は，経営戦略とキャッシュフローに対するコントロールの確立と外部からの様々な攻撃に対する効果的な防御を実現するためには，先進国の実践を遥かに上回る強さの内部コントロールがロシアでは不可欠であることを如実に物語っている．これは，企業組織にとって外生条件である国家秩序の著しい弛緩や資本市場及び銀行システムの未発達に対する経済合理的な反応様式だと解釈される．かかる事実関係を根拠に，ロシア企業の将来像を語る一連の論考は，それが，改革当初に標榜されたアングロ・サクソン型モデルに指向するものではないとする点で意見の一致を見ている．しかし，ならばロシアは，欧州大陸型モデルへ接近するのか，もしくは固有の文化，伝統，価値観，諸制度に強く規定された独自のシステムへ進化を遂げるのか，という肝心な点において，その結論は大きく分れている(Wintrobe, 1998 ; McCarthy and Puffer, 2002 ; Buck, 2003 ; 溝端, 2003 ; Judge and Naoumova, 2004 ; Yakovlev, 2004)．なぜなら，この問いの真の回答は，国家や金融システムとの相互連関をも含めた，企業システムのより総合的かつ綿密な実証研究によってのみ獲得可能だからである．今後の展開に注目したい．

(一橋大学経済研究所)

注

＊ 本稿は，平成16年度科学研究費補助金(基盤研究(C)(2))「移行諸国の企業統治メカニズムに関する比較制度論的・計量的分析」(課題番号:16530149)及び日本証券奨学財団研究調査助成金による研究成果の一部である．本稿の執筆に当っては，国立大学高等経済院のアンドレイ・ヤコブレフ教授及びタチアーナ・ドルゴピャートヴァ博士より数多くの資料提供を受けた．一橋大学経済研究所定例研究会(2005年1月12日)での研究報告及び黒崎卓氏や杉浦史和氏から頂いたコメントも大変有益であった．また，論文収集に際しては，リサーチ・アシスタントである菅沼桂子さんの協力を得た．記して謝意を表したい． なお，紙幅の都合上，本稿では，市場競争の経営規律効果に関する議論が割愛されている．この点に興味ある読者は，本稿の拡張版である岩崎(2005)を参照されたい(*http://www.ier.hit-u.ac.jp/*でダウンロード可)．

1) 社会・宗教組織が所有する企業及び混合所有企業を含む．

2) 企業統治法典は，2003年4月に，ロシア連邦有価証券市場委員会決定第421/p号として公布された政令の一種である．同法典は，勧告的性格を持つものであり，国内企業を法的に拘束するものではない．しかし，株式公開や社債発行に際しては，証券市場側から一定の格付けを得るために，同法典への準拠が強く求められる(岩崎，2003)．

3) 連邦政府は，この他に，優先株25％の無償供与と普通株10％の額面価格70％での譲渡を認めるオプション及び経営者と従業員がそれぞれ普通株20％を優先的

に取得するオプションも提供したが，これらの2つのオプションを選択した企業は，私有化企業全体の30%及び3%に過ぎなかった(Braverman, 1999; Перевалов, Басаргин, 2000c).

4) 優良企業21社の国家保有株を，連邦政府への信用供与に対する担保として取得する方法．12回のオークションが行われ，総額5.1兆ルーブルの財政収入をもたらした(Radygin, 2003).

5) その他8件の平均被調査企業数及び中央値は，各々501社及び551社である．

6) そこには，(1)営業収益の過少申告，(2)経営者，大株主ないし彼らの親族が登記したペーパーカンパニーによる自社株の買収，(3)移転価格を通じた関連会社への資産流出，(4)有限会社や閉鎖株式会社として設立された持株会社への自社株移管等の手法が含まれている．

7) 株主たる経営者が，他者による干渉を効果的に排除することにより，外部からの規律付けから自由な状態になること．経営者の機会主義やモラルハザードを誘発しやすい．

8) 事実，Goskomstat(2003b)によると，2000～2002年の固定資本投資総額に占める銀行融資の比重は，期間平均で4.0%に過ぎない(自己資本は48.3%)．なお，ロシアの銀行・企業間関係は，Wright, Buck and Filatotchev(1998), Cook(1999)，二村他(2002)，塩原(2004)に詳しい．

9) 即ち，ポーランド，チェコ及びハンガリーの1989～2003年のFDI純累積総額と国民一人当たりの投資額は，各々423.16億ドル/1,105ドル，382.43億ドル/3,709ドル及び208.87億ドル/2,089ドルであるのに対して，ロシアのそれは73.04億ドル/50ドル足らずである(EBRD, 2004)．また，1995～2003年にロシアへ投じられたFDIの57.0%は，燃料産業，食品工業，商業・外食産業及び金融サービス業の4部門に集中している(Iwasaki and Suganuma, 2005).

10) 事実，ロシアにおける2003年のM & A取引額は，欧州諸国中5位であった．但し，その63%は燃料エネルギー産業に集中し，本来M&Aが盛んな化学産業，不動産業及び金融業などは依然として低調なままではある(Сделки слияний..., 2004).

11) なお，この手法が有効であるためには，個々の研究の標本集団が，同一の母集団から無作為かつ独立に抽出されていなければならない．所与の条件下で，この仮定が満たされている保証は必ずしもないという意味で，以下及び次節で述べる同様の分析結果には一定の限界がある(この点に関する黒崎卓氏のコメントに感謝する)．

12) Vote-counting法の詳細は，Hunter and Schmidt(2004)を参照．

13) Djankov and Murrell(2002)は，多様な所有者タイプを相互比較するために，方法論的により厳密な手法も考案しているが，ここでは，支配株主の存在，所有集中化の程度及び事業集団参加の有無が持つ効果との比較も行うため，応用的手法はあえて採用しなかった．但し，追加的に行った分析作業により，応用的手法から得られる含意との間に，特記すべき程の差はないことが確認されている．

14) より正確を期せば，経営幹部で構成される合議執行機関(経営管理部)メンバーによる取締役の兼任が制限されている(株式会社に関する連邦法66条2項)．従って，合議執行機関が設置されていないか，設置されていても合議執行機関の構成員でなければ，執行役員は法的にも取締役会で多数派を構成することが可能である．

15) 但し，経営実績面では，ROEを除き，取締役会における多数派形成主体の差に，統計的に有意な差は検出されなかった(*op cit.*).

16) 分析結果は次の通り．括弧内はt値．＊は1%水準で有意であることを意味する．

$$Turnover = 7.64^{*} - 0.27\,Year + 5.79^{*}\,After1997$$
$$(8.00)\quad (1.18)\quad (4.69)$$
$$N = 56,\ R^2 = 0.480,\ Adj.\ R^2 = 0.461,$$
$$F = 24.484^{*}$$

17) 例えば，工業企業334社を対象とした調査結果によれば，2001年末時点で，現社長の就任時期が1998年以降であった会社における筆頭株主の平均持株比率が45.1%であるのに対して，現社長が10年以上も前に就任した会社のそれは24.2%であった(Dolgopyatova, 2003).

18) その手法は2.4節と基本的に同じだが，ここで用いた推計結果は全て離散選択モデルのそれであることから，集計は，z統計量(漸近的t値)がベースとなっている．

19) これらは，110社中69社で観察され，その内の20社で2度の，9社で3度以上の社長交代が起こっている(*op cit.*).

20) Чирикова(2001)は，1999～2000年に62名の社長と100名以上の上級幹部に，Гурков(2002)は，2000年末から2001年初頭にかけて530社の社長に各々アンケート調査を行っている．

21) Sucher and Bychkova(2001)及びRussell(2002)は，この分野の貴重な研究業績の一つである．

参考文献

阿部修人・小黒曜子(2004)「社長交代と外部出身取締役：Semiparametric推定による分析」『経済研究』第55巻第1号，pp. 72-84.

芦田文夫(2003)「ロシア企業の制度論的特徴」『ロシア・ユーラシア経済調査資料』第853号，pp. 2-17.

岩﨑一郎(2003)『ロシア企業の取締役会：法的枠組と実態』(Discussion Paper No. A443)一橋大学経済研究所.

岩﨑一郎(2005)『ロシア企業統治研究の展望』(Discussion Paper No. A461)一橋大学経済研究所.

加藤志津子(2001)「ロシア企業研究の最近の動向：『経済の諸問題』誌を中心として」『同志社商学』第52巻第4・5・6号，pp. 200-227.

溝端佐登史(2003)「ロシア型企業システムの持続可能性」『比較経営学会誌』第27号，pp. 43-69.

溝端佐登史(2004)「国有企業の民営化と企業統治」大津・吉井編著(2004)所収，pp. 61-83.

長砂實(2000)「移行期ロシア企業における「所有と経営」問題」『関西大学商学論集』第45巻第2号，pp. 169-201.

二村秀彦・金野雄五・杉浦史和・大坪雄介(2002)『ロシア経済10年の軌跡：市場経済化は成功したか』ミネ

ルヴァ書房.
西村可明(1993)「ロシアにおける私有化政策」『経済研究』第44巻第2号, pp. 149-163.
西村可明(1994)「ロシアにおける私有化の進捗状況」『経済研究』第45巻第3号, pp. 203-217.
小田切宏之(2000)『企業経済学』東洋経済新報社.
大津定美・吉井昌彦編著(2004)『ロシア・東欧経済論』, ミネルヴァ書房.
塩原俊彦(2001)『ロシアの新興財閥』東洋書店.
塩原俊彦(2004)『現代ロシアの経済構造』慶應義塾大学出版会.
パッペ, ヤコブ・溝端佐登史(2003)『ロシアのビッグビジネス』文理閣.
Aoki, M. (1995) "Controlling Insider Control : Issues on Corporate Governance in Transition Economies," in Aoki and Kim (1995), pp. 3-29.
Aoki, M. and H. Kim (eds.) (1995) *Corporate Governance in Transitional Economies : Insider Control and the Role of Banks*, World Bank : Washington, D. C.
Aukutsionek, S., N. Dyomina, R. Kapelyushnikov (2003) "Ownership Structure of Russian Industrial Enterprises in 2003," *Russian Economic Barometer*, Vol. 12, No. 3, pp. 3-11.
Aukutsionek, S., I. Filatochev, R. Kapelyushnikov and V. Zhukov (1998) "Dominant Shareholders, Restructuring and Performance of Privatized Companies in Russia : An Analysis and Some Policy Implications," *Communist Economies & Economic Transformation*, Vol. 10, No. 4, pp. 495-517.
Barberis, N., M. Boycko, A. Shleifer and N. Tsukanova (1996) "How Dose Privatization Work ?: Evidence from the Russian Shops," *Journal of Political Economy*, Vol. 104, No. 4, pp. 764-790.
Barle, A. and G. Means (1932) *The Modern Corporation and Private Property*, Macmillan : New York.
Belikov, I., E. Gavrilenkov, G. Konstantinov, J. Kochetygova, T. Medvedeva and A. Timofeev (2004) *Corporate Governance and Economic Growth in Russia*, The National Council on Corporate Governance : Moscow.
Bevan, A. A., S. Estrin, B. Kuznetsov, M. E. Schaffer, M. Angelucci, J. Fennema and G. Mangiarotti (2001) "The Determinants of Privatized Enterprise Performance in Russia," (William Davidson Working Paper No. 452), William Davidson Institute, University of Michigan Business School : Ann Arbor.
Bevan, A. A. and J. Fennema (2003) "Finance, Restructuring and Performance in Privatized Russian Enterprises," *Comparative Economic Studies*, Vol. 45, No. 2, pp. 117-147.
Bim, A. S. (1996) "Ownership and Control of Russian Enterprises and Strategies of Shareholders," *Communist Economies and Economic Transformation*, Vol. 8, No. 4, pp. 471-500.
Black, B. (2001) "The Corporate Governance Behavior and Market Value of Russian Firms," *Emerging Markets Review*, Vol. 2, No. 2, pp. 89-108.
Black, B. and R. Kraakman (1996) "A Self-enforcing Model of Corporate Law," *Harvard Law Review*, Vol. 109, No. 8, pp. 1911-1982.
Black, B., R. Kraakman and A. Tarassova (2000) "Russian Privatization and Corporate Governance : What Went Wrong ?" *Stanford Law Review*, Vol. 52, No. 7, pp. 1731-1808.
Blasi, J. (1997) "Corporate Ownership and Corporate Governance in the Russian Federation," in Lieberman, Nestor and Desai (1997) pp. 162-170.
Blasi, J., M. Kroumova and D. Kruse (1997) *Kremlin Capitalism : The Privatization of the Russian Economy*, Cornell University Press : Ithaca and London.
Blasi, J. and A. Shleifer (1996) "Corporate Governance in Russia : An Initial Look," in Frydman, Gray and Rapaczynski (1996) pp. 78-108.
Boycko, M., A. Shleifer and R. Vishny (1995) *Privatizing Russia*, MIT Press : Cambridge.
Brana, S., M. Maurel and J. Sgard (1999) "Enterprise Adjustment and the Role of Bank Credit in Russia : Evidence from a 420 Firm's Qualitative Survey," (CEPII Working Paper No. 99-06) Centre d'Etudes Prospectives et d'Informations Internationales : Paris.
Braverman, A. (1999) "Comments on Corporate Governance in Russia," in Broadman (1999), pp. 57-60.
Broadman, H. G. (ed.) (1999) "Russian Enterprise Reform : Policies to Further the Transition," (World Bank Discussion Paper No. 400), World Bank : Washington, D. C.
Brown, D. J. and J. S. Earle (2001) "Privatization, Competition and Reform Strategies : Theory and Evidence from Russian Enterprise Panel Data," (CEPR Discussion Paper No. 2758), Center for Economic Policy Research : London.
Brown, D., S. Guriev and N. Volchkova (1999) "Financial-Industrial Groups in Russia : Virtue or Vice," *Russian Economic Trends*, Vol. 8, No. 3, pp. 6-12.
Buck, T. (2003) "Modern Russian Corporate Governance : Convergent Forces or Product of Russia's History ?" *Journal of World Business*, Vol. 38, No. 4, pp. 299-313.
Buck, T., I. Filatotchev and M. Wright (1998) "Agents, Stakeholders and Corporate Governance in Russian Firms," *Journal of Management Studies*, Vol. 35, No. 1, pp. 81-104.
Buck, T., I. Filatotchev, N. Demina and M. Wright (2000) "Exporting Activity in Transitional Economies : An Enterprise-Level Study," *Journal of Development Studies*, Vol. 37, No. 2, pp. 44-66.
Buck, T., I. Filatotchev, M. Wright and Y. Frausman (1996) "The Process and Impact of Privatization in

Russia and Ukraine," *Comparative Economic Studies*, Vol. 38, No. 2/3, pp. 45-69.

Buck, T., I. Filatotchev, M. Wright and V. Zhukov (1999) "Corporate Governance and Employee Ownership in an Economic Crisis: Enterprise Strategies in the Former USSR," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, No. 3, pp. 459-474.

Commander, S., Q. Fan and M. E. Schaffer (eds.) (1996) *Enterprise Restructuring and Economic Policy in Russia*, World Bank: Washington, D. C.

Cook, L. D. (1999) "Trade Credit and Bank Finance: Financing Small Firms in Russia," *Journal of Business Venturing*, Vol. 14, No. 5-6, pp. 493-518.

Djankov, S. (1999) "Ownership Structure and Enterprise Restructuring in Six Newly Independent States," *Comparative Economic Studies*, Vol. 41, No. 1, pp. 75-95.

Djankov, S. and P. Murrell (2002) "Enterprise Restructuring in Transition: A Quantitative Survey," *Journal of Economic Literature*, Vol. 40, No. 3, pp. 739-792.

Dolgopyatova, T. (2003) "Ownership and Corporate Control Structures as Viewed by Statistics and Surveys," *Russian Economic Barometer*, Vol. 12, No. 3, pp. 12-20.

Dolgopyatova, T. (2004a) "Corporate Ownership and Control in the Russian Companies after the Decade of Reforms: As Reflected by Statistical and Sample Surveys," in Ikemoto and Iwasaki (2004), pp. 39-71.

Dolgopyatova, T. (2004b) "Foreign Investors in the Russian Corporate Sector: Quantitative and Qualitative Evidence," *Russian Economic Barometer*, Vol. 13, No. 1, pp. 10-21.

Earle, J. S. (1998) "Post-Privatization Ownership and Productivity in Russian Industrial Enterprises," (SITE Working Paper No. 127) Stockholm Institute of Transition Economics and East European Economies, Stockholm School of Economics: Stockholm.

Earle, J. S. and S. Estrin (2003) "Privatization, Competition, and Budget Constraints: Disciplining Enterprises in Russia," *Economics of Planning*, Vol. 36, No. 1, pp. 1-22.

Earle, J. S., S. Estrin and L. L. Leshchenko (1996) "Ownership Structures, Patters of Control, and Enterprise Behavior in Russia," in Commander, Fan, Schaffer (1996) pp. 205-252.

Ericson, R. E. (1998) "Restructuring in Transition: Conception and Measurement," *Comparative Economic Studies*, No. 40, Vol. 2, pp. 103-108.

Estrin, S. and M. Angelucci (2003) "Ownership, Competition and Enterprise Performance," *Comparative Economic Studies*, Vol. 45, No. 2, pp. 173-191.

Estrin, S. and A. Bevan (2003) "Determinants of Russian Enterprise Performance: Conclusions from the Symposium," *Comparative Economic Studies*, Vol. 45, No. 2, pp. 192-203.

Estrin, S. and M. Wright (1999) "Corporate Governance in the Former Soviet Union: An Overview," *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, No. 3, pp. 398-421.

European Bank for Reconstruction and Development (EBRD) (2004) *Transition Report Update April 2004*, EBRD: London.

Filatotchev, I., T. Buck and V. Zhukov (2000) "Downsizing in Privatized Firms in Russia, Ukraine, and Belarus," *Academy of Management Journal*, Vol. 43, No. 3, pp. 286-304.

Filatotchev, I., R. Kapelyushnikov, N. Dyomina and S. Aukutsionek (2001) "The Effects of Ownership Concentration on Investment and Performance in Privatized Firms in Russia," *Managerial and Decision Economics*, Vol. 22, No. 8, pp. 299-313.

Filatotchev, I., M. Wright and M. Bleaney (1999) "Privatization, Insider Control and Managerial Entrenchment in Russia," *Economics of Transition*, Vol. 7, No. 2, pp. 481-504.

Filatotchev, I., M. Wright, T. Buck and N. Dyomina (1999) "Exporting and Restructuring in Privatized Firms from Russia, Ukraine and Belarus," *World Economy*, Vol. 22, No. 7, pp. 1013-1037.

Filatotchev, I., M. Wright, T. Buck and V. Zhukov (1999) "Corporate Entrepreneurs and Privatized Firms in Russia, Ukraine, and Belarus," *Journal of Business Venturing*, Vol. 14, No. 5-6, pp. 475-492.

Fox, M. B. and M. A. Heller (2000) "Corporate Governance Lessons from Russian Enterprise Fiascoes," *New York University Law Review*, Vol. 75, No. 6, pp. 1720-1780.

Frydman, R., C. W. Gray and A. Rapaczynski (eds.) (1996) *Corporate Governance in Central Europe and Russia Volume 2: Insiders and the State*, Central European University Press: Budapest.

Frydman, R., K. Pistor and A. Rapaczynski (1996) "Exit and Voice after Mass Privatization," *European Economic Review*, Vol. 40, No. 3-5, pp. 581-588.

Frye, T. (2003) "Slapping the Grabbing Hand: Credible Commitment and Property Rights in Russia," (Working Paper No. WP1/2003/02), State University Higher School of Economics: Moscow.

Gaidar, Y. (ed.) (2003) *The Economics of Transition*, MIT Press: Cambridge.

Goldberg, I. and R. Desai (1999) "Corporate Governance in Russia" in Broadman (1999) pp. 41-56.

Goltsman, M. (2000) "Empirical Analysis of Managerial Turnover in Russian Firms," (Working Paper No. BSP/00/035), New Economic School: Moscow.

Guriev, S., O. Lazareva, A. Rachinsky and S. Tsukhlo (2003) "Corporate Governance in Russian Indus-

try," (Working Paper), Centre for Economic and Financial Research : Moscow.

Guriev, S. and A. Rachinsky (2004) "Ownership Concentration in Russian Industry," (CEM Background Paper), Centre for Economic and Financial Research : Moscow.

Gurkov, I. and G. Asselbergs (1995) "Ownership and Control in Russian Privatized Companies : Evidence from a Survey," *Communist Economies & Economic Transformation*, Vol. 7, No. 2, pp. 195-211.

Hoffman, D. E. (2002) *The Oligarchs : Wealth and Power in the New Russia*, Public Affairs : New York.

Hough, J. F. (2001) *The Logic of Economic Reform in Russia*, Brookings Institution Press : Washington, D. C.

Hunter, J. E. and F. L. Schmidt (2004) *Methods of Meta-analysis : Correcting Error and Bias in Research Findings*, Sage Publications : Thousand Oaks.

Ikemoto, S. and I. Iwasaki (eds.) (2004) "Corporate Governance in Transition Economies Part I : The Case of Russia," (IER Discussion Paper No. B29), Institute of Economic Research, Hitotsubashi University : Tokyo.

Iwasaki, I. (2003) "The Governance Mechanism of Russian Firms : Its Self-enforcing Nature and Limitations," *Post-Communist Economies*, Vol. 15, No. 4, pp. 503-531.

Iwasaki, I. (2004) "Corporate Law and Governance System in Russia," *Beyond Transition* (World Bank), Vol. 15, No. 1, p. 11.

Iwasaki, I. and K. Suganuma (2005) "Regional Distribution of Foreign Direct Investment in Russia," *Post-Communist Economies*, Vol. 17, No. 2. (forthcoming)

Izyumov, A., L. Kosals and R. Ryvkina (2000) "Privatization of the Russian Defence Industry : Ownership and Control Issues," *Post-Communist Economies*, Vol. 12, No. 4, pp. 485-496.

Johnson, J. (1997) "Russia's Emerging Financial-Industrial Groups," *Post-Soviet Affairs*, Vol. 13, No. 4, pp. 333-365.

Jones, D. C. (1998) "The Economic Effects of Privatization : Evidence from a Russian Panel," *Comparative Economic Studies*, No. 40, Vol. 2, pp. 75-102.

Judge, W. and I. Naoumova (2004) "Corporate Governance in Russia : What Model Will It Follow ?" *Corporate Governance*, Vol. 12, No. 3, pp. 302-313.

Judge, W. Q., I. Naoumova and N. Koutzevol (2003) "Corporate Governance and Firm Performance in Russia : An Empirical Study," *Journal of World Business*, Vol. 38, No. 4, pp. 385-396.

Kang, J.-K. and A. Shivdasani, (1995) "Firm Performance, Corporate Governance, and Top Executive Turnover in Japan," *Journal of Financial Economics*, Vol. 38, No. 1, pp. 29-58.

Kapelyushnikov, R. (2000) "The Largest and Dominant Shareholders in the Russian Industry : Evidence of the Russian Economic Barometer Monitoring," *Russian Economic Barometer*, Vol. 9, No. 1, pp. 9-46.

King, L. (2003) "Shock Privatization : The Effects of Rapid Large-Scale Privatization on Enterprise Restructuring," *Politics & Society*, Vol. 31, No. 1, pp. 3-30.

Kortelainen, J. and J. Kotilainen (2003) "Ownership Changes and Transformation of the Russian Pulp and Paper Industry," *Eurasian Geography and Economics*, Vol. 44, No. 5, pp. 384-402.

Krueger, G. (2004) *Enterprise Restructuring and the Role of Managers in Russia : Case Studies of Firms in Transition*, M. E. Sharpe : New York.

Kuznetsov, P. and A. Muravyev (2001) "Ownership Concentration and Firm Performance in Russia : The Case of Blue Chips of the Stock Market," *Acta-Oeconomica*, Vol. 51, No. 4, pp. 469-488.

Kuznetsova, O. and A. Kuznetsov (2001) "The Virtues and Weaknesses of Insider Shareholding," *Journal of East-West Business*, Vol. 6, No. 4, pp. 89-106.

Lieberman, I. W, S. S. Nestor and R. M. Desai (1997) *Between State and Market : Mass Privatization in Transition Economies* (Studies of Economies in Transformation No. 23), World Bank : Washington, D. C.

Linz, S. J. (1996) "Red Executives in Russia's Transition Economy," *Post-Soviet Geography and Economics*, Vol. 37, No. 10, pp. 633-651.

Linz, S. J. (2000) "Restructuring with What Success ?: A Case Study of Russian Firms," (William Davidson Working Paper No. 324), William Davidson Institute, University of Michigan Business School : Ann Arbor.

Linz, S. J. (2002) "Ownership and Employment in Russian Industry : 1992-1995," *International Journal of Manpower*, Vol. 23, No. 1, pp. 32-62.

Linz, S. J. and G. Krueger (1998), "Enterprise Restructuring in Russia's Transition Economy : Formal and Informal Mechanisms," *Comparative Economic Studies*, No. 40, Vol. 2, pp. 5-52.

Martin, K. and J. McConnell (1991) "Corporate Performance, Corporate Takeovers, and Management Turnover," *Journal of Finance*, Vol. 46, No. 2, pp. 671-687.

McCarthy, D. and S. Puffer (2002) "Corporate Governance in Russia : Towards a European, US, or Russian Model ?" *European Management Journal*, Vol. 20, No. 6, pp. 630-640.

Megginson, W. L. and J. M. Netter (2001) "From State to Market : A Survey of Empirical Studies on

Privatization," *Journal of Economic Literature*, Vol. 39, No. 2, pp. 321-389.

Milgrom, P. and J. Roberts (1992) *Economics, Organization and Management*, Prentice-Hall: New Jersey.

Mizobata, S. (2004) "Corporate Governance in Russian Enterprises," (Paper submitted to the Symposium of the Russian Economy "Natural Monopoly Reform and Corporate Governance Issues in Russia"), The Japan Research Institute, March 23, Tokyo.

Moers, L. (2000) "Determinants of Enterprise Restructuring in Transition: Description of a Survey in Russian Industry," *Post-Communist Economies*, Vol. 12, No. 3, pp. 307-335.

Muravyev, A. (2001) "Turnover of Top Executives in Russian Companies," *Russian Economic Trends*, Vol. 10, No. 1, pp. 20-24.

Muravyev, A. (2002) "Federal State Shareholdings in Russian Companies: Origin, Forms and Consequences for Enterprise Performance," (BOFIT Discussion Paper No. 12), Institute of Economies in Transition, Bank of Finland: Helsinki.

Muravyev, A. (2003) "Turnover of Senior Managers in Russian Privatized Firms," *Comparative Economic Studies*, Vol. 45, No. 2, pp. 148-172.

Peiperl, M. and S. Estrin (1998) "Managerial Markets in Transition in Central and Eastern Europe: A Field Study and Implications," *International Journal of Human Resource Management*, Vol. 9, No. 1, pp. 58-78.

Peng, M. W., T. Buck and I. Filatotchev (2003) "Do Outside Directors and New Managers Help Improve Firm Performance? An Exploratory Study in Russian Privatization," *Journal of World Business*, Vol. 38, No. 4, pp. 348-360.

Perevalov, Y., I. Gimadii and V. Dobrodei (2000) "Dose Privatization Improve Performance of Industrial Enterprises?: Empirical Evidence from Russia," *Post-Communist Economies*, Vol. 12, No. 3, pp. 337-363.

Perotti, E. C. and S. Gelfer (2001) "Red Barons or Robber Barons?: Governance and Investment in Russian Financial-Industrial Groups," *European Economic Review*, Vol. 45, No. 9, pp. 1601-1617.

Rachinsky, A. (2001) "Managerial Turnover and Firm Performance in Russia," (Working Paper No. BSP/2001/044E), New Economic School: Moscow.

Rachinsky, A. (2002) "Self Enforced Mechanism of Corporate Governance: Evidence from Managerial Turnover in Russia," (Working Paper), Centre for Economic and Financial Research: Moscow.

Radygin, A. (2003) "Privatization, Ownership Redistribution, and Formation of the Institutional Basis for Economic Reforms," in Gaidar (2003) pp. 395-459.

Radygin, A. and N. Shmeleva (2003) "Main Corporate Governance Mechanisms and Their Specific Features in Russia," in Gaidar (2003) pp. 461-510.

Russell, R. (2002) "The Influence of Ownership and Organizational Conditions on Employee Participation in Russian Enterprises," *Economic and Industrial Democracy*, Vol. 23, No. 4, pp. 555-584.

Ryvkina, R. V. (2002) "Privatization in Russian Industrial Enterprises," *Sociological Research*, Vol. 41, No. 3, pp. 28-39.

Shama, A. (2001) "Private Sector Management: The Case of Russia," *Journal of Small Business Management*, Vol. 39. No. 2, pp. 183-192.

Shleifer, A. and D. Vasiliev (1996) "Management Ownership and Russian Privatization," in Frydman, Gray, and Rapaczynski (1996) pp. 62-77.

Sprenger, C. (2002) "Ownership and Corporate Governance in Russian Industry: A Survey," (Working Paper No. 70), European Bank for Reconstruction and Development: London.

Sucher, P. and S. Bychkova (2001) "Auditor Independence in Economies in Transition: A Study of Russia," *European Accounting Review*, Vol. 10, No. 4, pp. 817-841.

Volchkova, N. (2001) "Dose Financial-Industrial Group Membership Affect Fixed Investment?: Evidence From Russia," (EERC Working Paper No. 01/03), Economics Education and Research Consortium: Moscow.

Weisbach, M. (1988) "Outside Directors and CEO Turnover," *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, No. 3, pp. 431-460.

Willar, D. (1997) "Corporate Governance and Shareholder Rights in Russia," (Discussion Paper No. 343) Centre for Economic Performance, London School of Economics and Political Science: London.

Wintrobe, R. (1998) "Privatization, the Market for Corporate Control, and Capital Fight from Russia," *World Economy*, Vol. 21, No. 5, pp. 603-611.

Wright, M., T. Buck and I. Filatotchev (1998) "Bank and Investment Fund Monitoring of Privatized Firms in Russia," *Economics of Transition*, Vol. 6, No. 2, pp. 361-387.

Wright, M., I. Filatotchev, T. Buck and K. Bishop (2003) "Is Stakeholder Corporate Governance Appropriate in Russia?" *Journal of Management and Governance*, Vol. 7, No. 3, pp. 263-290.

Yakovlev, A. (2001) "'Black Cash' Tax Evasion in Russia: Its Forms, Incentives and Consequences at Firm Level," *Europe-Asia Studies*, Vol. 53, No. 1, pp. 33-55.

Yakovlev, A. (2004) "Corporate Governance in Russia: Formal Rules and Real Incentives of Economic Agents," in Ikemoto and Iwasaki (2004), pp. 73-95.

Yudaeva, K., K. Kozlov, N. Melentieva and N.

Ponomareva (2003) "Dose Foreign Ownership Matter?: The Russian Experience," *Economics of Transition*, Vol. 11, No. 3, pp. 383-409.

Авраамова, Е., И. Гурков (1999) Российские предприятия после августовского шока//Вопросы Экономики, №. 10, С. 98-104.

Афанасьев, М., П. Кузнецов, А. Фоминых (1997) Корпоративное управление глазами директората: по материалам обследований 1994-1996 гг.//Вопросы Экономики, №. 5, С. 84-101.

Аукуционек, С., А. Батяева (2000) Российские предприятия в рыночной экономике: ожидания и действительность. Наука: М.

Басаргин, В., Ю. Перевалов (2000) Анализ закономерностей формирования корпоративного контроля на приватизированных предприятиях//Проблемы Прогнозирования, №. 5, С. 120-138.

Беликов, И. (2003) Совершенствование корпоративного управления: подход Российского института директоров//Журнал для Акционеров, №. 11, С. 6-10.

Бюро экономического анализа (2001) Основные направления и факторы реструктуризации промышленных предприятий. Бюро экономического анализа: М.

Витебский, В., Л. Косалс, М. Кузнецов, Р. Рывкина, Ю. Симагин (2002) Оборонные предприятия России: 1995-2002 гг. ИСЭПН РАН: М.

Голикова, В., Т. Долгопятова, Б. Кузнецов, Ю. Симачев (2003) Спрос на право в области корпоративного управления: эмпирические свидетельства//Развитие спроса на правовое регулирование корпоративного управления в частном секторе (научные доклады 148). Московский общественный фонд: М., С. 229-339.

Государственный комитет Российской Федерации по статистике (Goskomstat) (1998) Российский статистический ежегодник 1998: статистический сборник. М.

Государственный комитет Российской Федерации по статистике (2003a) Российский статистический ежегодник 2003: статистический сборник. М.

Государственный комитет Российской Федерации по статистике (2003b) Инвестиции в России 2003: статистический сборник. М.

Государственный Университет - Высшая Школа Экономики (2002) Предприятия России: корпоративное управление и рыночные сделки: институциональные проблемы Российской экономики. Выпуск 1, Государственный Университет-Высшая Школа Экономики: М.

Гуриев, С., О. Лазарева, А. Рачинский, С. Цухло (2002) Спрос на современные стандарты корпоративного управления в частном секторе России//Общество и Экономика, №. 10-11, С. 204-226.

Гурков, И. (2002) Распределение рабочего времени руководителей Российских промышленных предприятий//ЭКО, №. 8, С. 69-79.

Дерябина, М. (2001) Реструктуризация Российской экономики через передел собственности и контроля//Вопросы Экономики, №. 10, С. 55-69.

Долгопятова, Т. (1995) Реструктуризация собственности и контроля в промышленности//Предпринимательство в России, №. 3-4, С. 18-25.

Долгопятова, Т. (2000) Формирование моделей корпоративного контроля в Российской промышленности: по материалам обследований предприятий//Экономический Журнал ВШЭ, №. 3, С. 369-384.

Долгопятова, Т. (2001) Модель и механизмы корпоративного контроля в Российской промышленности: опыт эмпирического исследования//Вопросы Экономики, №. 5, С. 46-60.

Долгопятова, Т. (ред.) (2002) Российская промышленность: институциональное развитие. Государственный Университет - Высшая Школа Экономики: М.

Долгопятова, Т. (2003) Становление корпоративного сектора и эволюция акционерной собственности. (Препринт No. WP1/2003/03) Государственный Университет - Высшая Школа Экономики: М.

Долгопятова, Т. (2004) Собственность и корпоративный контроль в Российских компаниях в условиях активизации интеграционных процессов//Российский Журнал Менеджента, №. 2, С. 3-26.

Долгопятова, Т., Б. Кузнецов (2004) Факторы адаптации промышленных предприятий//Ясин (2004a), С. 237-272.

Докучаев, М. (2004) Российский холдинг: достоинства и недостатки//ЭКО, №. 6, С. 157-160.

Капелюшников, Р. (2000) Крупнейшие и доминирующие собственники в Российской промышленности//Вопросы Экономики, №. 1, С. 99-119.

Капелюшников, Р. (2001) Собственность и контроль в Российской промышленности//Вопросы Экономики, №. 12, С. 103-124.

Клейнер, Г. (1999) Управление корпоративными предприятиями в переходной экономике//Вопросы Экономики, №. 8, С. 64-79.

Клейнер, Г. (2000) Эволюция и реформирование промышленных предприятий: 10 лет спустя//Вопросы Экономики, №. 5, С. 62-74.

Клепач, А., П. Кузнецов, П. Крючкова (1996) Корпоративное управление в России в 1995-1996 гг.//Вопросы Экономики, №. 12, С. 73-87.

Клепач, А., А. Яковлев (2004) О роли крупного бизнеса в современной Российской экономике: комментарий к докладу Всемирного банка//Вопросы Экономики, №. 8, С. 36-45.

Кузнецов, П., А. Муравьев (2000) Государственные холдинги как механизм управления предприятиями государственного сектора//Вопросы Экономики, №. 9, С. 34-47.

Кузнецов, П., А. Муравьев (2002) Механизмы участия государства в управлении акционерными обществами государственной и смешанной форм собственности в России//Вестник Санкт-Петербургского Университета, №. 1, С. 54-80.

Мальгинов, Г. (2000) Участие государства в управлении корпоративными структурами в России//Вопросы Экономики, №. 9, С. 18-33.

Муравьев, А. (2003) Обновление директорского корпуса на

Российских приватизированных предприятиях//Российский Журнал Менеджента, №. 1, С. 77-90.

Муравьев, А., Л. Савулькин (1998) Корпоративное управление и его влияние на поведение приватизированных предприятий//Вопросы Экономики, №. 7, С. 110-119.

Перевалов, Ю., В. Басаргин (2000a) Формирование структуры собственности на приватизированных промышленных предприятиях//ЭКО, №. 1, С. 5-34.

Перевалов, Ю., В. Басаргин (2000b) Формирование корпоративного контроля на приватизированных промышленных предприятиях//ЭКО, №. 2, С. 27-43.

Перевалов, Ю., В. Басаргин (2000c) Формирование структуры собственности на приватизированных предприятиях//Вопросы Экономики, №. 5, С. 75-90.

Перевалов, Ю., И. Гимади, В. Добродей (1998) Влияние приватизации на работу предприятий промышленности: анализ ситуации в Свердловской области//ЭКО, №. 7, С. 73-89; №. 8, С. 22-32.

Петухов, Л. (2003) Ближе к стандартам//Вестник Mckinsey, №. 4, С. 99-113.

Радыгин, А. (2001) Собственность и интеграционные процессы в корпоративном секторе//Вопросы Экономики, №. 5, С. 26-45.

Радыгин, А. (2002) Корпоративное управление в России: ограничения и перспективы//Вопросы Экономики, №. 1, С. 101-124.

Радыгин, А., С. Архипов (2000) Собственность, корпоративные конфликты и эффективность: некоторые эмпирические оценки//Вопросы Экономики, №. 11, С. 114-133.

Радыгин, А., Н. Шмелева (2004) Слияния, поглощения и реорганизационные процессы: некоторые новые тенденции//Проблемы Теории и Практики Управления, №. 4, С. 56-63.

Розинский, И. (2002) Механизмы получения доходов и корпоративное управление в Российской экономике//Государственный Университет - Высшая Школа Экономики (2002), С. 168-182.

Сделки слияний... (2004) Сделки слияний и поглощений в России и в мире//Журнал для Акционеров, №. 1, С. 10.

Симачев, Ю. (2004) Арбитраж как инструмент урегулирования споров в корпоративной сфере: факторы спроса со стороны компаний, масштабы и эффективность//Ясин (2004b), С. 299-314.

Смирнов, В. (2000) Эффективность различных форм собственности в промышенности России//Общество и Экономика, №. 7, С. 166-185.

Соколов, А. (2003) Интегрированные бизнес-группы России: особенности формирования прав собственности//Ясин (2003), С. 197-205.

Студенцов, В. (1996) Корпоративное управление в России: по ком звонит колоколь//Мировая Экономика и Международные Отношения, №.11, С. 51-64; №. 12, С. 76-87.

Теплова, Т. (2003) Системы вознаграждения топ-менеджеров в стоимостной концепции финансового управления//Проблемы Теории и Практики Управления, №. 1, С. 117-123.

Федеральная служба государственной статистики (Rosstat) (2004) Россия в цифрах 2004: краткий статистический сборник. М.

Филатов, А. (2004) Независимые директора в системе корпоративного управления: Российский опыт//Журнал для Акционеров, №. 1, С. 11-14.

Фоминых, А. (2004) Сопоставление эффективности государственного и негосударственного секторов: статистический подход//Вопросы Экономики, №. 9, С. 64-75.

Хорошев, С. (1998) Реформа собственности//Журнал для Акционеров, №. 2, С. 44-46.

Цветков, В. (2004) Финансово-промышленные группы: накопленный опыт и тенденции развития//Экономист, №. 3, С. 41-51.

Чирикова, А. (2001) Российские директора в поисках стратегии//ЭКО, №. 2, С. 14-30.

Чубайс, А. (ред.) (1999) Приватизация по-российски. Вагриус: М.

Ясин, Е. (ред.) (2003) Модернизация экономики России: итоги и перспективы. том 1, Государственный Университет - Высшая Школа Экономики: М.

Ясин, Е. (ред.) (2004a) Модернизация экономики России: социальный контекст. том 2, Государственный Университет - Высшая Школа Экономики: М.

Ясин, Е. (ред.) (2004b) Структурные изменения в Российской промышленности. Издательский дом ГУ ВШЭ: М.