

### 8.3. ВЛИЯНИЕ НЕФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ СОЗДАНИЯ СТОИМОСТИ НА ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПОВЕДЕНИЕ КОМПАНИЙ РОССИЙСКОГО РЫНКА

Удальцов В.Е., магистр экономики, преподаватель кафедры «Экономика и финансы фирмы»

*Государственный университет – Высшая школа экономики (г. Москва)*

В статье рассматриваются нефундаментальные факторы создания стоимости компании и их влияние на инвестиционное поведение. Особое внимание уделено структуре капитала компании и ее характеристикам: уровню концентрации собственного капитала, наличию разных категорий собственников. Представлен анализ влияния системы мотивации топ-менеджеров, принятой в компании, на инвестиционное поведение (на примере доли собственного капитала в руках менеджеров). Даны статистические оценки по ряду нефундаментальных факторов по большой выборке российских компаний, построенной автором по информационной базе Ruslana Bureau van Dijk. Регрессионный анализ, проведенный на построенной выборке компаний, позволил проверить гипотезу о специфичности влияния нефундаментальных факторов на инвестиционную активность.

JEL классификация: G35, G32, G11, J33

#### ВВЕДЕНИЕ

В финансовой теории стоимость актива (компания тоже может рассматриваться как актив) рассчитывается как дисконтированная стоимость свободных денежных потоков, доступных для владельцев капитала. Она зависит от нескольких групп показателей:

- показатели операционной эффективности (темпы роста продаж, рентабельность продаж, эффективная налоговая ставка, выбор бизнес-модели, удовлетворяющей интересы потребителей и максимизирующей объем продаж и др.);
- показатели инвестиционной эффективности (эффективности инвестиций в оборотные и долгосрочные активы, выбора сферы деятельности или отрасли для инвестирования);
- показатели финансовой эффективности (от качества структуры и стоимости капитала).

Все эти показатели можно объединить термином «фундаментальные факторы» создания стоимости компании. В настоящее время концепции, инструменты и практические методики управления фундаментальными факторами хорошо изучены и проверены на практике. Однако наряду с «фундаментальными факторами», на стоимость компании оказывает значительное влияние корпоративное управление компании (к примеру, оценка рисков денежных потоков компании может значительно скорректировать реальную рыночную оценку стоимости компании). Такие внутренние механизмы корпоративного управления, как структура собственности, система мотивация, система принятия решений и др., вероятно, также оказывают значимое влияние на создание стоимости и могут быть объединены в группы так называемых «нефундаментальных факторов» создания стоимости компании. Очевидно, что система корпоративного управления эффективной компании должна быть интегрирована в общую стратегию и систему управления стоимостью, а, следовательно, изучение «нефундаментальных факторов» и разработка концепций и методик их управления, а также анализ их влияния, является важной задачей в рамках проблематики создания стоимости компании.

Качественное и эффективное корпоративное управление компанией всегда было одной из наиболее важных проблем, стоящих перед российскими предприятиями. Российские компании, которые смогли успешно решить вопрос с защитой прав собственности, сталкиваются с новыми задачами: как повысить показатели прибыльности, эффективности управления для противостояния российским и иностранным конку-

рентам. А это возможно благодаря управлению компанией высококвалифицированными специалистами, что неминуемо приводит к разделению функций владения и контроля компанией, а, следовательно, возникает конфликт между владельцами компанией и топ-менеджерами, осуществляющими контроль и управление компанией.

Этот конфликт можно разрешить, используя эффективную систему мотивации (один из ключевых внутренних механизмов корпоративного управления) топ-менеджеров компании. К сожалению, рынок труда топ-менеджеров России только формируется. Отсутствие доступной информационной базы не позволяет проводить широкомасштабные исследования, которые могли бы способствовать регулированию и развитию данного рынка, а, следовательно, и разработке методов по привлечению квалифицированных специалистов с меньшими издержками и использованию их максимально эффективно для компании, благодаря грамотному стимулированию, совершенствованию внутрифирменной политики и нормативно-правовой базы в отношении руководства. А без подробного анализа и исследований в области качества, стимулирования и эффективности работы топ-менеджеров затруднителен анализ эффективности работы компании в целом, так как топ-менеджер играют ключевую роль в принятии долгосрочных стратегических решений в отношении развития компании, ее управления и реакции на меняющиеся условия деятельности в краткосрочном периоде.

Владельцы компании заинтересованы в максимизации стоимости их инвестиций и долгосрочной прибыльности компании, а интересы топ-менеджера могут заключаться в обеспечении личного накопления богатства, в сохранении занимаемого положения, престиже и, как правило, максимизации краткосрочных результатов, с которых менеджеры гарантированно получают бонусы, премии. Отсюда возможно возникновение конфликта между собственником и топ-менеджментом компании, а, следовательно, нарушение эффективной работы компании в целом.

Одним из важных стратегических решений компании, где этот конфликт имеет место, является инвестиционная стратегия компании. Все виды инвестиционных решений: капитальные вложения, финансовые инвестиции, расходы на R&D, инвестиций в долгосрочные инновационные проекты, оказывают существенное влияние на развитие компании, рост ее стоимости, в максимизации которой заинтересованы собственники компании. Очевидно, что большие инвестиции в развитие компании, в частности в долгосрочные проекты, является рискованной стратегией, но и привлекательной для владельцев компании, которые рассчитывают на положительный результат. Кроме того, владельцы компании могут диверсифицировать свои вложения, путем инвестирования в различные компании, тем самым, создавая инвестиционный портфель, сокращая свой финансовый риск. Для менеджеров же наоборот инвестиции в такие проекты означают высокий риск (высокая доля рискованных инновационных проектов заканчивается крахом) и не приносит им краткосрочного дохода, кроме того, неудачный исход таких проектов может привести менеджера к потере работы (риск увольнения), который в отличии финансового риска владельца компании не может быть диверсифицирован.

Возникают вопросы, какие факторы оказывают значимое влияние на инвестиционное поведение компании? Очевидно, что существенное влияние оказывает ряд фундаментальных факторов, описанных выше. Однако нельзя недооценивать и влияние нефундаментальных факторов, которые также могут влиять на инвестиционное поведение компании. В качестве нефундаментальных факторов, которые вероятно оказывают влияние на инвестиционную активность, необходимо выделить параметры структуры собственного капитала компании:

- тип собственников;
- доля в руках топ-менеджеров;
- концентрация собственного капитала;
- наличие доли в руках государственных предприятий;
- система мотивации топ-менеджеров;
- размер компании и ее прозрачность, и т.д.

Иными словами, необходимо рассмотреть нефундаментальные факторы, которые очевидно оказывают влияние на характер принимаемых решений в компании. На стратегические ре-

шения компании могут оказывать влияние топ-менеджеры компании и собственники, у которых, как было описано выше, могут быть различные мотивы и интересы. В данной работе рассматриваются и описываются нефундаментальные факторы создания стоимости компании, приведено описание построения базы данных по этим факторам, а также продемонстрирована проверка ряда гипотез в отношении влияния этих факторов на инвестиционное поведение компании.

## 1. ИНВЕСТИЦИОННЫЕ РЕШЕНИЯ И ИХ ВЛИЯНИЕ НА СТОИМОСТЬ КОМПАНИИ

Согласно традиционной теории создания стоимости компании, предложенной [Miller, Modigliani, 1961], рыночная стоимость компании определяется операционными и инвестиционными решениями, т.е. равна сумме дисконтированных будущих доходов, которые создает компания благодаря имеющимся активам и дисконтируемой стоимости инвестиционных возможностей, которые предполагаются у компании в будущем:

$$\text{MarketFirmValue} = \text{PV}(\text{earnings}) + \text{NPV}(\text{investments}). \quad (1)$$

### 1.1. Капитальные вложения как инструмент инвестиционного поведения компании, влияющий на ее стоимость

Согласно гипотезе о максимизации стоимости, предложенной [Fama, Miller, 1972], при росте капитальных вложений происходит рост дисконтируемой стоимости инвестиционных возможностей компании (*NPV* (inv)), а, следовательно, увеличивается стоимость компании. Авторы предполагают, что менеджер компании принимает такие инвестиционные решения, которые позволяют увеличить стоимость компании и рентабельность этих инвестиций выше рыночной требуемой доходности. К тому же авторы предполагают, что объявление о неожиданном росте / снижении капитальных вложений компании положительно / отрицательно сказывается на котировках акции, а следовательно, и на стоимости компании.

Проверка данной гипотезы проводилась в ряде работ. [McConnell, Muscarella, 1985] провели анализ на выборке из 658 публичных американских компаниях (котируемых на NYSE/AMEX), которые за период с 1975 по 1981 года опубликовывали информацию об изменении своих капитальных вложений. Согласно традиционной теории стоимости компании, котировки акции будут по-разному реагировать в зависимости от соотношения уровня рентабельности компании с уровнем рыночной требуемой доходности. Для этого были рассмотрены отдельно промышленные компании, рентабельность инвестиций которых предполагается выше требуемого рынком уровня, и предприятий общественного пользования (по производству электроэнергии, газа и т.д.) рентабельность инвестиций которых предполагается на уровне рыночной требуемой доходности. В результате на рассматриваемом массиве данных авторы получили следующие результаты для промышленных компаний происходит рост / падение котировок акции при объявлении повышения / снижения капитальных вложений, а для предприятий общественного пользования объявления в отношении изменения капитальных вложений не оказывают никакого влияния на котировки акций данных компаний.

### 1.2. Инвестиции в исследования и разработку новаций (R&D) как инструмент инвестиционного поведения компании, влияющий на ее стоимость

Инвестиции в R&D позволяют компании разрабатывать и внедрять новые технологии в свою деятельность, а, следовательно, захватывать большую долю рынка, увеличивать объемы продаж, снижать издержки, увеличивать рентабельность и как результат увеличивать доходы за счет инвестиционных возможностей, а следовательно, согласно формуле (1) увеличивать стоимость компании. Многие авторы подтвердили своими эмпирическими исследованиями положительную зависимость между этими показателями [McConnell & Muscarella, 1985], [Jarrell, 1985], [Woolridge, 1988].

Более фундаментальное исследование в этой области было выполнено [Chan, Martin, Kensing, 1990]. В этой работе авторы на выборке из 95 компаний проанализировали влияние объявлений об увеличении инвестиций в R&D на стоимость акций компании за период с июня 1979 по июнь 1985 года. Кроме положительной зависимости стоимости акции от роста расходов на R&D авторы отметили долгосрочное влияние объявлений об инвестициях в R&D. Другими словами рынок положительно влияет (растет стоимость акций) на агрессивную политику компании в области инвестиций в R&D даже, если при этом доход на акцию падает (EPS). При этом авторы выявили положительную зависимость благосостояния акционеров от инвестиций в R&D. Кроме того, более явно и существенно на рост инвестиций в R&D реагирует стоимость акции компаний из Hi-Tech отраслей нежели из отраслей Low-Tech. К аналогичным выводам пришли [Gollotto & Kim, 2003], показав в своем исследовании, что стоимость акций Интернет-компаний, инвестировавших значительно в R&D, значительно выросли в последующие годы. [Johnson & Pazderka, 1993] получили аналогичные выводы, проводя исследование на выборке канадских компаний. [Davis & Owens, 2003] рассматривают модель инвестиций в энергосберегающую технологию, которая оказывает положительное влияние на максимизацию стоимости. [Cheng, 2006] предлагает биномиальную модель, с помощью которой менеджер имеет возможность определить оптимальный размер инвестиций в R&D, руководствуясь подходом максимизации стоимости компании. Кроме того, в своей работе [Krušinskis & Vasiliauskaitė, 2005] отмечают, что инвестиционная стратегия в отношении новых технологий должна проводиться в рамках общей бизнес-стратегии компании, для того чтобы возможно было использовать общие критерии оценки этих стратегий, что в результате позволит увеличить стоимость компании.

### 1.3. Структура собственности компании: рыночная позиция мажоритарного собственника (влияние на инвестиционное поведение)

Существует множество эмпирических работ рассматривающих влияние институциональных инвесторов, в качестве мажоритарных собственников на финансовую, производственную и инновационную эффективность компании. К примеру, [Graves, 1988] в своей работе рассматривает влияние институциональных инвесторов на R&D расходы в расчете на одного сотрудника по 22 компьютерным компаниям Америки за 1976-1985 года. В данной

работе автором была выдвинута гипотеза, что, институциональные инвесторы имеют «близорукую точку зрения» и тем самым оказывают негативное влияние на вложения в R&D в компании, так как они являются долгосрочными инвестициями. Данная гипотеза в ходе эмпирического исследования была подтверждена автором. Однако работы [Baysinger, Kosner и Turk, 1991] и [Hansen, Hill, 1991] получили противоположные результаты, показав положительное влияние институциональных инвесторов на расходы в R&D. [Baysinger, Kosner и Turk, 1991] получили такие результаты, выполнив аналогичный анализ по данным 176 компаний из Fortune 500. Следует отметить, что в данном исследовании было показано отсутствие систематической зависимости между расходами на R&D и влиянием со стороны мажоритарных собственников – частных лиц. Это может объясняться разной склонностью к риску среди инвесторов – частных лиц.

В более позднем исследовании на эту тему, проведенном [Kochhar, Parthiban, 1996] был использован совершенно другой подход, в котором использовался другой показатель «инновационности» компании – количество запущенных новых товаров. Анализ проводился по 135 американским компаниям на данных за 1989 год. Кроме того, авторы разделили компании на 2 группы: «устойчивые к давлению» (пенсионные фонды, взаимные фонды и т.д.) и «чувствительные к давлению» (страховые компании, банки). И в результате исследования показали, что только «устойчивые к давлению» компании имеют положительный эффект от инноваций. Все работы, описанные выше, использовали данные по американским компаниям. Напротив, в работе [Crashwell, 1997] использованы статистические данные 349 австралийских компаний за 1986 – 1989 годы. Зависимой переменной в данном исследовании авторы использовали прокси-коэффициента Q – Тобина. В результате их работы они показали, что зависимость между этим показателем и долей собственности институциональных инвесторов в компании отсутствует, объясняя это «пассивностью» институциональных инвесторов в Австралии до конца 80-х годов.

#### 1.4. Структура управления компаний: топ менеджмент-собственник или нет?

Другая важная область исследования в области корпоративного контроля компанией является анализ влияния доли в собственном капитале компании топ менеджмента (или наличие у них опционов на акции компании) на эффективность компании в финансовом и инновационном плане. Соотношение понятий «топ-менеджер» и «собственник компании» зачастую в компаниях неразличимо. Зачастую (особенно в маленьких и средних компаниях) собственник выступает в роли топ-менеджера (генерального директора, финансового директора – это достаточно актуально в России по причине необходимости защиты прав собственности) или топ-менеджер владеет относительно крупным пакетом акций. Различие собственника и топ менеджера, в частности, проявляется в его стимулах, мотивации к работе в компании. Собственник заинтересован в получении дохода от собственности, росте стоимости своей собственности, а топ-менеджер – в размере вознаграждения за свою работу, бонусах и (при наличии) в нематериальных элементах мотивации – престиж, карьерный рост и т.д. Однако при наличии у топ менеджера доли в собственном капитале – перед ним появляется альтернатива: получать доход в

виде прироста стоимости компании, дивидендов или в виде заработной плате. Выбор альтернативы обусловлен размером доли топ-менеджера в собственном капитале, налогообложением, желанием топ менеджера – собственника осуществлять новые инвестиции в компанию, структурой распределения собственного капитала.

В экономических исследованиях, описанных ниже, описывается данная проблематика. Акцент в них делается на финансовых результатах деятельности компании. Мотивация топ менеджеров долей в собственном капитале стимулирует их делать акцент не на текущей прибыли компании, от которой они получают в качестве вознаграждения бонусы, премии, а заставляет их обеспечивать рост стоимости акции компании. Очевидно, что размер прибыли не всегда объективный показатель, который может быть низким из-за высоких инвестиций в данный период, которые впоследствии могут обеспечить рост компании. Наличие опционов на акции или самих акций у топ менеджмента компании стимулирует их на рост стоимости акций компании – показатель, который чувствителен к будущей прибыльности компании. Изучение данной проблематики актуально и существует ряд эмпирических работ не только на американских данных [Hayes, 2000], но и на данных по Канаде [Zhou, 2000], по Японии [Sudipta, 2007].

Существует множество работ [Firth, 1996], [Tevlin, 1996], рассматривающих данную проблему в рамках теоретической модели принципала – агента, задача которой разработать такие механизмы мотивации топ менеджмента, чтобы цели топ менеджмента соответствовали целям собственника компании. Было проведено множество эмпирических исследований в 80-х – начале 90-х годов выявляющих взаимосвязь между долей в собственном капитале топ менеджера и результатов деятельности компании, используя в качестве показателя деятельности благосостояние или доход собственника или доход на акцию компании. В более поздних работах, к примеру, [Main, 1996] была использована комбинированная величина, учитывающая заработную плату топ менеджера и имеющиеся опционы на акции компании у данного менеджера. Авторы данной работы, проверив взаимосвязь данной величины с результатами деятельности компании (используя текущую динамику акций), показали, что вознаграждение топ менеджмента чувствительно к результатам деятельности компании. В своей работе [Zhou, 2000] провел анализ зависимости между вознаграждением топ менеджмента и результатами деятельности компании, используя данные по 755 канадским компаниям. В результате анализа было показано, что размер вознаграждения возрастает с ростом размера компании, и коррелирует с результатами деятельности компании. Автор показал в своей работе, что уровень вознаграждения ниже в компаниях предоставляющих коммунальные услуги, нежели в других отраслях. Кроме того, автором были получены интересные выводы, о том, что эластичность вознаграждения топ менеджмента по объему продаж выше в больших компаниях, а объявления об увольнении топ менеджеров происходят реже в небольших компаниях при демонстрации компанией негативных результатов.

#### 1.5. Гендерные особенности управления компаний

Множество работ написано на тему различий при принятии решений менеджерами-женщинами и менеджера-

ми-мужчинами. Женщины менее склонны к риску и предпочитают предварительно посоветоваться с коллегами, прийти к консенсусу, прежде чем принимать рискованное решение. В своей работе [Jianakorpos&Bernasek,1996] показали гендерные различия с помощью регрессионного анализа, где в качестве объясняемой переменной выступал процент рискованных активов в общем объеме активов, а регрессорами благосостояние и другие объясняющие переменные. Авторы показали, что женщины менее склонны к риску, чем мужчины. Однако сложно определить причины этого различия, так как сложно анализировать сам процесс принятия решения – как правило, мы уже видим результат решения. Такие же результаты получили в своей работе другие авторы [Barber & Odean, 2001], показав, что женщины склонны к держанию менее рискованных портфелей. В своей работе [Sudarsanam & Huang, 2007] показали, что женщины более восприимчивы к стимулам снижения риска в системе вознаграждения, чем мужчины. Кроме того авторы показали, что рынок более благоприятно реагирует в момент объявления о поглощении на поглощения компаниями с топ менеджером – женщиной. Однако в долгосрочном периоде акционеры теряют больше от рискованных поглощений, выполненных топ-менеджером-женщиной. В связи с этими фактами необходимо рассмотреть влияние такого нефундаментального фактора, как пол руководителя компании, который может также оказывать влияние на инвестиционное поведение из-за большей несклонности топ-менеджеров-женщин к риску.

### 1.6. Прозрачность компании и ее размер – нефундаментальные факторы создания стоимости

Вероятно, размер компании и ее прозрачность может также влиять на ее инвестиционное поведение. Так как инвестиционные возможности компании заключаются не только в наличии оправданно выгодных предложений по инвестированию, но и наличии финансовых средств на момент инвестиционной фазы того или иного проекта. Прозрачность же компании делает ее более открытой для привлечения инвестора и позволяет с большей легкостью привлечь средства для организации своей деятельности, что объясняет необходимость рассмотрения данных факторов в данной работе.

Проведенный обзор модельных построений и эмпирических исследований позволил сформулировать шесть гипотез относительно влияния нефундаментальных факторов на инвестиционное поведение. Полученные результаты сформулированы в выводах.

## 2. ОПИСАНИЕ БАЗЫ ДАННЫХ, СОЗДАННОЙ ДЛЯ АНАЛИЗА ВЛИЯНИЯ НЕФУНДАМЕНТАЛЬНЫХ ФАКТОРОВ НА ИНВЕСТИЦИОННОЕ ПОВЕДЕНИЕ

Как было выше описано, наряду с фундаментальными показателями, существуют так называемые нефундаментальные факторы, которые могут влиять как на инвестиционное поведение, так и на эффективность корпоративного управления. Ими в частности являются:

- распределение долей среди собственников компании с учетом типа собственника (юридическое или физическое лицо);
- размера долей;
- наличие среди собственников топ менеджеров данной компании.

Ниже описана база данных, в результате корректировок которой появилась возможность включения данных переменных в анализ.

На основе базы данных Ruslana – Bureau van Dijk были отобраны российские компании следующих отраслей по кодам Nace Rev 1.1:

- 10 – добыча каменного угля, бурого угля и торфа;
- 11 – добыча сырой нефти и природного газа; предоставление услуг в этих областях;
- 12 – добыча урановой и ториевой руд;
- 13 – добыча металлических руд;
- 14 – добыча прочих полезных ископаемых;
- 15 – производство пищевых продуктов, включая напитки.
- 24 – химическое производство;
- 25 – производство резиновых и пластмассовых изделий.
- 26 – производство прочих неметаллических минеральных продуктов;
- 27 – металлургическое производство;
- 40 – производство, передача и распределение электроэнергии, газа, пара и горячей воды;
- 45 – строительство;
- 50 – торговля автотранспортными средствами и мотоциклами, их техническое обслуживание и ремонт;
- 51 – оптовая торговля, включая торговлю через агентов, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами;
- 52 – розничная торговля, кроме торговли автотранспортными средствами и мотоциклами; ремонт бытовых изделий и предметов личного пользования;
- 55 – деятельность гостиниц и ресторанов;
- 64 – связь;
- 66 – страхование.

По этим компаниям из вышеперечисленных отраслей собирались следующие данные:

1. Индекс прозрачности.
2. Размер компании.
3. Основной и дополнительный код по классификации Nace Rev 1.1.
4. Выручка от реализации за 2001-2005 года включительно.
5. Прибыль до налогообложения за 2001-2005 года включительно.
6. Итого Активов за 2001-2005 года включительно.
7. Размер Собственного капитала за 2001-2005 года включительно.
8. Рентабельность акционерного капитала (%) за 2001-2005 года включительно.
9. Рентабельность привлеченного капитала (%) за 2001-2005 года включительно.
10. Размер осозаемых основных средств за 2001-2005 года включительно.
11. Размер долгосрочных финансовых инвестиций за 2001-2005 года включительно.
12. Число работающих сотрудников за 2003-2005 года включительно.
13. ФИО руководителей компании.
14. Занимаемая должность руководителем.
15. ФИО или название собственников.
16. Прямой % владения собственника.
17. Дата актуальности информации о собственниках компании.
18. Число зарегистрированных совладельцев.
19. Показатель независимости BvDEP.

Данные показателей №4-7, №10, №11 представлены в тыс. рублей.

Среди этих компаний было отобрано 15 382 компании с количеством работников больше 10 человек и размер годовой выручки, которых составляет более 1 000 USD (данный фильтр был включен для удаления из выборки недействующих компаний). Ниже представлена табл. 1 распределения отобранных компаний по регионам России и по отраслям.

Таблица 1

РАСПРЕДЕЛЕНИЕ АНАЛИЗИРУЕМЫХ КОМПАНИЙ ПО ОТРАСЛЯМ И ОКРУГАМ

Отрасль	Местоположение							Итого
	Сев.-Запад. фед. округ	Центр. фед. округ	Южный фед. округ	Привол. фед. округ	Урал. фед. округ	Сибир. фед. округ	Дальн. фед. округ	
1. Добыча полезных ископаемых	17	44	23	34	33	29	34	214
2. Производство	287	916	298	431	170	226	67	2 395
3. Снабжение электричеством, газом, водой	25	83	28	48	18	23	14	239
4. Строительство	527	1 183	378	532	306	281	102	3 309
5. Оптовая, розничная торговля и ремонт моторных транспортных средств, мотоциклов, товаров для домашнего хозяйства	1 004	2 815	1 429	1 278	586	1 051	463	8 626
6. Гостиницы и рестораны	32	121	61	60	13	45	23	355
7. Транспортовка, складирование, логистика	21	99	17	39	24	30	14	244
<b>Итого</b>	<b>1 913</b>	<b>5 261</b>	<b>2 234</b>	<b>2 422</b>	<b>1 150</b>	<b>1 685</b>	<b>717</b>	<b>15 382</b>

На рис. 1, представленном ниже, показана круговая диаграмма, отражающая географическую принадлежность компаний к тому или иному региону.

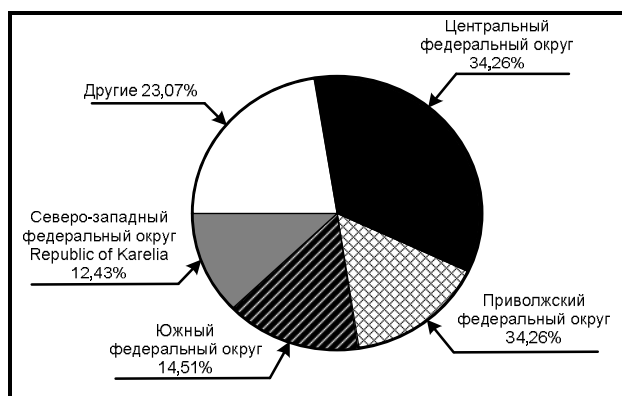


Рис. 1. Распределение компаний, попавших в базу, по округам

3. ПРОВЕДЕНИЕ НЕОБХОДИМЫХ КОРРЕКТИРОВОК В БАЗЕ ДАННЫХ

Для анализа влияния нефундаментальных факторов на инвестиционную активность компаний особый интерес в данном контексте представляет информация о руководителе компании и размере доли собственного капитала в его руках, структуре собственного капитала в целом, размер доли собственного капитала который может находиться в руках других компаний – юридических лиц, физических лиц, мелких акционеров, менеджмента компании. К сожалению, формат, в котором представлена информация в базе Bureau van Dijk не позволяет осуществлять анализ этих данных. Поэтому для последующего анализа были рассчитаны и внесены в таблицу дополнительные показатели:

- (А) пол руководителя компании;
- (Б) % собственного капитала в руках менеджмента компании;
- (В) дата актуальности информации о % владения менеджмента компании;
- (Г) % собственного капитала в руках крупных (доля в руках 1 владельца более 1%) акционеров – физических лиц;
- (Д) дата актуальности информации о % владения крупных акционеров – физических лиц;
- (Е) % собственного капитала в руках мелких (доля в руках одного владельца менее 1%) акционеров – физических лиц;
- (Ж) дата актуальности информации о % владения мелких акционеров – физических лиц;

- (З) % собственного капитала в руках акционеров – юридических лиц;
- (И) дата актуальности информации о % владения акционеров – юридических лиц;
- (К) корректировка показателя числа зарегистрированных владельцев.

Ниже описан процесс расчета этих новых показателей по 15 382 компаниям и формат представления данных по ним.

(А) Пол руководителя компании

На основании данных о ФИО руководителей (показатель №13) и о занимаемой должности руководителей (показатель №14) были выделены генеральные директора компаний и по их ФИО определен их пол. Далее в таблицу был занесен дополнительный показатель (А), где мужской пол был обозначен «0», а женский – «1». Ввиду того, что информация по руководителям состояла из нескольких ФИО и их должностей содержала в хаотичном порядке (табл. 2), да и должность первого лица компании обозначается в разных компаниях поразному: «Директор», «Генеральный директор», «Президент» и т.д. заполнение этих данных происходило вручную.

Таблица №2

ФОРМАТ ПРЕДСТАВЛЕНИЯ ДАННЫХ О РУКОВОДИТЕЛЯХ КОМПАНИИ

№ в выборке	Наименование компании	Имя руководителя	Отчество руководителя	Фамилия руководителя	Обязанности
8658	Петровид	Геннадий	Александрович	Довгань	Генеральный директор
8659	Петрогазторг	Зинаида	Анатольевна	Быкова	Главный бухгалтер
		Руслан	Владимирович	Крлосов	Генеральный директор
8660	Петрохим	Александр	Леонидович	Шитиков	Генеральный директор
8661	Ростовлада	Петр	Петрович	Быстров	Генеральный директор
		Елизавета	Ефимовна	Зимина	Главный бухгалтер
8662	Петрокомплект	Андрей	Донатович	Михайлов	Директор

**(Б)-(К) Данные о структуре собственного капитала и дате актуальности информации**

Данные для этих показателей формировались на основании показателей 15-17 из базы Bureau van Dijk. Ниже, в табл. 3, приведен вид этих показателей в базе Bureau van Dijk.

**3.1. Проблемы при обработке базы данных**

Из данного рисунка видно, что данные далеко не полные и представлены в неудобном виде для обработки. Во-первых, не по всем компаниям информация представлена о всех 100% собственного капитала, во-вторых, названия собственников приведены в транслите и ФИО не всех собственников дано полностью – некоторые с инициалами, что делает не возможным автоматизировать обработку данных. В третьих, данные о количестве совладельцев неверные, так как, к примеру, строчка Natural persons (537) считается как один совладелец, хотя на самом деле это означает 537 совладельцев – физических лиц. В-четвертых, в ряде компаний, когда много мелких совладельцев, не указывается их количество рядом с Natural persons.

**3.2. Описание процесса обработки данных**

Для формирования показателя (Б) сравнивались ФИО руководителей с ФИО собственников и суммарное значение доли собственного капитала в руках менеджмента фиксировалось. Для определения значения показателя Б бралась дата наиболее актуального показателя доли среди менеджмента. Данная процедура проводилась вручную из-за того, что ФИО собственников представлено латиницей в транслите (а перевод в транслит не всегда универсален), а ФИО руководителей кириллицей в базе представлено по-русски.

Аналогично формировались дополнительные показатели (Г) – (И), перечисленные на предыдущей странице. Собственники с маленькой долей заносились (как правило, обозначены без ФИО – natural persons) в столбцы данных дополнительных параметров (Е) и (Ж), а с большой – в столбцы параметров (Г) и (Д). Все собственники – юридические лица фиксировались в столбцах данных дополнительных параметров (З) и (И).

Далее было исправлено количество совладельцев каждой компании, в соответствии с комментарием в отношении количества физических лиц собственников (табл 3).

Таблица 3

**ФОРМАТ ДАННЫХ О СТРУКТУРЕ СОБСТВЕННОСТИ И ИНФОРМАЦИЯ О СОБСТВЕННИКАХ**

Имя собственника	Собственник		Число зарегистрированных совладельцев
	Процент владения (прямой)	Дата информации	
TD Selkhozkomplekt	93,00	08.2007	3
Natural Person (34)	4,00	08.2007	
Suzdalskie zori	1,00	08.2007	
Strunin, Dmitri Ivanovich MR	40,97	03,2004	2
Kuzmia MS	28,71	04,2007	
Natural persons (537)	99,00	08,2007	2
KB Kochubeevskii	1,00	08,2007	
Kholdingovaya kompaniya	53,00	08,2007	2
Saranskstroizakazchik	46,00	08,2007	2
Natural Persons			

**4. ДАННЫЕ ПО ДОЛИ СОБСТВЕННОГО КАПИТАЛА В РУКАХ ТОП МЕНЕДЖЕРОВ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ**

В данном разделе представлена информация по доли собственного капитала в руках топ-менеджеров российских компаний.

Среди 15 382 компаний в 12 599 (или 81,9%) компаниях генеральными директорами являются мужчины, а в 2 783 (или 18,1%) компаниях генеральными директорами являются женщины.

Среди 15 382 компаний в 193 компаниях в собственном капитале имеет долю топ-менеджмент данной компании. Среди этих компаний размер участия в собственном капитале выглядит следующим образом (см. табл. 4).

Таблица 4

**РАЗМЕР УЧАСТИЯ В СОБСТВЕННОМ КАПИТАЛЕ**

Доля (%)	Кол-во компаний (шт)
От 0,01% до 25,00%	78
От 25,01% до 50,00%	57
От 50,01% до 75,00%	23
От 75,01% до 100,00%	35

**Выводы**

В результате проведенного регрессионного анализа были получены следующие результаты по выдвинутым гипотезам.

1. Гипотеза 1 и Гипотеза 2 о значимости показателя прибыли и привлеченного капитала на инвестиционную активность компании подтвердилась. Тем самым мы показали, что эти два показателя положительно влияют на инвестиционную активность российских компаний. Если показатель прибыли и привлеченного капитала за прошлые годы демонстрирует в среднем рост, то происходит рост инвестиций в компанию, иными словами, компания развивается в инновационном плане – вкладывает в R&D, осуществляет долгосрочные финансовые вложения для своего дальнейшего развития.
2. Гипотеза 3 и Гипотеза 4 в отношении нефундаментальных факторов подтвердились. Согласно результатам анализа получается, что в рассматриваемой отрасли доля собственного капитала в руках менеджмента компании и крупных акционеров – частных лиц приводит к повышению инвестиционной активности, что может быть объяснено ориентиром на долгосрочные доходы со стороны менеджмента и акционеров-частных лиц. Второе объяснение может быть найдено в том, что большинство топ менеджеров, а также крупных собственников – частных лиц, рассматриваемых в данной выборке обладают большой долей в собственном капитале компании, а следовательно, они заинтересованы в дальнейшем развитии компании и росте ее стоимости. Резюмируя вышесказанное, менеджмент компании и собственники-частные лица оказывают положительное влияние на реинвестирование прибыли и прочие решения, связанные с инвестиционной стратегией компании.
3. Гипотеза 5 о влиянии доли в руках мелких акционеров не подтвердилась. Согласно регрессионному анализу доля в руках мелких акционеров не оказывает никакого влияния на инвестиционную активность компании, что может объясняться двояким влиянием остальных акционеров данных компаний:
  - с одной стороны крупные акционеры – частные лица могут влиять положительно на инвестиционную активность (см. гипотезу 4);
  - с другой стороны, институциональные инвесторы могут оказывать положительное влияние, а следовательно, необходимо дополнительное исследование по размеру общей доли в руках мелких акционеров. Ведь при нали-

чи определенной доли может получаться положительная зависимость, а при других долях отрицательная.

Кроме того, согласно полученным результатам можно заключить, что наличие большого числа мелких акционеров не приводит к снижению инвестиционной активности, так как совет директоров поддерживает интересы данной структуры собственности (множество мелких акционеров) и не дает менеджменту в данной ситуации неоправданно сокращать расходы на инвестиции.

- Гипотеза 6 об отсутствии влияния размера компании и прозрачности информации на ее инвестиционную активность подтвердилась. Тем самым можно показать, что как небольшие, так и крупные компании тратят значительные средства на инвестиции и причина размера инвестиции не связаны с размером компании, а уж тем более с ее прозрачностью.

## ЗАКЛЮЧЕНИЕ

В приложение №1 к данной статье представлены результаты и выводы к ним, которые были получены на меньшей выборке компаний по добывающей отрасли. Полученные результаты в целом подтверждают выдвинутые в данной статье гипотезы и мотивируют к дальнейшему анализу в данном направлении. Благодаря выполненным корректировкам по представлению данных о доли собственного капитала в руках менеджмента возможно произвести анализ предельного размера доли собственного капитала, которая стимулирует менеджмент к принятию решений в соответствии с пожеланиям собственников и позволяет им чувствовать себя полноценными собственниками.

### Приложение 1

Регрессия инвестиционной активности (Y) добывающей отрасли по фундаментальным и нефундаментальным факторам (регрессоры в полученной регрессии ниже) в результате анализа приняла следующий вид:

$$Y = 0.06 + 3.10 * P_a + 0.18 * C_a - 0.02 * I_t + 33.65 * S_{TM} + 12.60 * S_{BI} + 1.67 * S_{SI} + 0.04 * D1 + 0.12 * D2 + 0.12 * D3,$$

где

- средняя доля прибыли после налогообложения за 2001-2005 года в активах компании (P<sub>a</sub>);
- средняя доля привлеченного (заемного) капитала за 2001-2005 года в активах компании (C<sub>a</sub>);

- прозрачность компании (I<sub>t</sub>);
- доля руководителя в собственном капитале компании (S<sub>TM</sub>);
- доля в собственном капитале крупных акционеров, которые являются частными лицами (S<sub>BI</sub>);
- доля в собственном капитале мелких акционеров (S<sub>SI</sub>);
- размер компании (S<sub>z</sub>).

**D1 = 1, если размер компании = очень большая; иначе = 0;**

**D2 = 1, если размер компании = большая; иначе = 0;**

**D3 = 1, если размер компании = средняя; иначе = 0.**

Из табл. 5 легко заметить, что при уровне значимости 5% на оцениваемый показатель отношения инвестиций к активам (Y) положительно влияет показатель средней доли прибыли в активах (P<sub>a</sub>), средняя доля привлекаемого капитала в активах компании (C<sub>a</sub>). То есть при росте на 1% средней доли прибыли в активах (P<sub>a</sub>) или средней доли привлекаемого капитала в активах компании (C<sub>a</sub>) – отношение инвестиций к активам (Y) возрастает на 3.10% или 0.18% соответственно с поправкой на стандартную ошибку.

Также положительное влияние на отношение инвестиций к активам (Y) оказывают показатели доли руководителя в собственном капитале компании (S<sub>TM</sub>) и доли крупных акционеров – частных лиц (но при уровне значимости 10%). Рост этих показателей на 1% приводит к значительному росту доли инвестиций к активам (Y), однако здесь следует обратить внимание на большую стандартную ошибку этих коэффициентов. Она возникает из-за того, что в рамках полученной выборки только у 36 компаний долей собственного капитала владеет топ менеджмент, и у 46 компаний основным собственником является частное лицо.

Остальные коэффициенты в регрессии, отражающие значимость размера компании, прозрачности компании и др., незначимы и не оказывают влияния на оцениваемый показатель (Y).

Таблица 5

### ЗНАЧЕНИЕ КОЭФФИЦИЕНТОВ И ИХ ЗНАЧИМОСТЬ

Название переменной	Значение коэффициента	Стандартная ошибка	t – статистика	P – Значение	Гипотеза о неравенстве нулю коэффициента при уровне значимости 5%	Гипотеза о неравенстве нулю коэффициента при уровне значимости 10%
C	0.06	0.66	0.09	0.93	Отвергается	Отвергается
P <sub>a</sub>	3.10	0.05	68.87	0.00	Не отвергается	Не отвергается
C <sub>a</sub>	0.18	0.05	3.78	0.00	Не отвергается	Не отвергается
I <sub>t</sub>	-0.02	0.02	-0.66	0.51	Отвергается	Отвергается
S <sub>TM</sub>	33.65	11.44	2.94	0.00	Не отвергается	Не отвергается
S <sub>BI</sub>	12.60	5.01	2.52	0.10	Отвергается	Не отвергается
S <sub>SI</sub>	1.67	28.33	0.06	0.95	Отвергается	Отвергается
D1	0.04	0.56	0.07	0.94	Отвергается	Отвергается
D2	0.12	0.48	0.24	0.81	Отвергается	Отвергается
D3	0.12	0.50	0.25	0.80	Отвергается	Отвергается

## Литература

1. Удальцов В. Влияние доли топ менеджмента в собственном капитале и других нефундаментальных факторов на инвестиционную активность российских компаний, Выпуск №1, 2007, Электронный журнал «Корпоративные Финансы», стр. 49-63.
2. Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании. Практика российских предприятий, – Москва: Вершина, 2007.
3. Bajtelsmit V. ; Bernasek A. ; Why Do Women Invest Differently Than Men?, Financial Counseling and Planning, Volume 7, 1996.
4. Barber, B.M.; T. Odean; Boys Will Be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment, Quarterly Journal of Economics, (2001) 116, 261-292.
5. Baysinger B. ; Kosnik R.; Turk T. Effects of Board and Ownership Structure on Corporate R&D Strategy The Academy of Management Journal, Vol. 34, No. 1. (1991) ,pp. 205-214.
6. Cheng J., Optimal R&D Expenditure- A Value Maximization Approach, International Research Journal of Finance and Economics, issue 5 (2006), pp. 178-185.
7. Craswell A., Taylor S., Saywell R. Ownership structure and Corporate Performance: Australian Evidence. Pacific-Basin Finance Journal, 5(3) (1997), 297 – 319.
8. Hansen G., Hill C. Are Institutional Investors Myopic? A Time-Series Study of Four Technology-Driven Industries. Strategic Management Journal, 12(1) (1991), pp. 1-16.
9. Hayes R., Schaefer S. Implicit Contracts and the Explanatory Power of Top Executive Compensation for Future Performance. The RAND Journal of Economics, Vol. 31, No. 2. (2000), pp. 273-293.
10. Jianakoplos, N. ; Bernasek, A.; Are women more risk averse?. Colorado State University Working Paper (1996).
11. Johnson L., Pazderka B., Firm Value and Investment in R&D, Managerial and Decision Economics, 14, (1993), pp. 15-24.
12. Gollotto J., Kim S., Market Valuation of Dot Com Companies: R&D versus Hype, Managerial Finance, 29, (2003), pp. 61-72.
13. Graves S. Institutional ownership and corporate R&D in the Computer Industry. The Academy of Management Journal, 31(2) (1988), pp. 417-28.
14. Firth M. The Remuneration of CEOs and Corporate Financial Performance in Norway. Managerial and Decision Economics, 17(3) (1996), pp. 291-301.
15. Kochhar R., Parthiban D. Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses. Strategic Management Journal 17 (1996), pp. 73-84.
16. Main B., Bruce A., Buck T. Total Board Remuneration and Company Performance. Economic Journal, 106(439) (1996), pp. 1627-44.
17. Miller, M. H., Modigliani, F. Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares. Journal of Business, 34, (1961), pp. 411-33.
18. Moerland P. Corporate ownership and control structures: An international comparison. Review of industrial organisation, 10(4) (1996), pp. 443-64.
19. Sudarsanam S. ; Huang J.; Gender Diversity in US Top Management: Impact on Risk-taking and Acquirer Performance, Working paper January, 2007.
20. Sudipta B., Hwang L., Mitsudome T., Weintrop J. Corporate governance, top executive compensation and firm performance in Japan., Pacific-Basin Finance Journal 15 (2007), pp. 56-79.
21. Tevlin S. CEO Incentive Contracts, Monitoring Costs, and Corporate Performance. New England Economic Review, 0(0) (1996), 39-50.
22. Zhou X. CEO Pay, Firm Size, and Corporate Performance: Evidence from Canada. The Canadian Journal of Economics / Revue canadienne d'Economie, Vol. 33, No. 1. (2000), pp. 213-251.

*Удальцов Валерий Евгеньевич*

## РЕЦЕНЗИЯ

В представленной статье Удальцовым В.Е. поднята новая и актуальная для развивающихся рынков тема оценки влияния нефундаментальных факторов создания стоимости (внутренних факторов, определяющих конкурентное положение компании на рынке) на инвестиционное поведение. Традиционно постулировалось, что доходность предполагаемых инвестиций и сопоставление ее с требуемой доходностью на рынке, позволяют сделать вывод о целесообразности принятия инвестиционного решения. Часто оговариваются еще ряд фундаментальных параметров, которые влияют на инвестиционный выбор (например, включение кроме систематического риска еще и элементов специфического риска). Эмпирические исследования показывают, что фундаментальные (макроэкономические и отраслевые) факторы могут объяснить только малую часть инвестиционного поведения. В работе Удальцова В.Е. подняты вопросы влияния таких специфических факторов, как структура собственности, мотивированность менеджеров и их психологическая расположенность к принятию риска. Поведенческие характеристики руководителя увязаны с гендерными характеристиками. В работе выдвинуты интересные гипотезы относительно влияния структуры собственности, наличия доли акций у менеджеров, возраста и пола руководителя на инвестиционную активность. Построенные регрессионные зависимости на большой выборке российских компаний позволяют получить интересные результаты.

Достоинство представленного исследования и подготовленной статьи – подробный анализ необходимой работы по формированию базы данных относительно таких специфических внутренних характеристик компании, по которым сформулированы гипотезы исследования (пол и возраст руководителя, структура собственников, наличие среди собственников менеджеров и профессиональных инвесторов и т.п.). Так как эти данные отсутствуют в стандартной финансовой отчетности и не всегда представлены на сайтах компаний в годовых отчетах по анализируемой отраслевой выборке, то несомненный интерес вызывает результат, сформированный отбором по базе Bureau van Dijk. Автор показал не только специфику обработки данных, возникающие сложности в корректности трактовки тех или иных факторов влияния, но и интересные статистические оценки, которые им получены в результате обработки финансовых показателей по компаниям.

Статья рекомендуется к публикации по специализации «Управление».  
Теплова Т.В., д.э.н., профессор ГУ ВШЭ

### 8.3. INFLUENCE OF NON FUNDAMENTAL VALUE CREATION FACTORS ON INVESTMENT BEHAVIOR OF RUSSIAN COMPANIES

V.E. Udaltsov, Master in Finance, State University – Higher School of Economics, Moscow, Russia, Lecturer of Finance

In this article the non fundamental value creation factors are described and their influence on investment behavior of Russian companies is analyzed. The accent is made on capital structure and its characteristics: level of concentration of equity capital, presence of different types of shareholders. The analysis of influence of CEO's motivation schemes on investment activity (using example of the share in the hands of top management). Estimation of non fundamental factors is carried out using a wide sample of Russian companies, made by an author using the data base Ruslana Bureau van Dijk. Regression analysis performed on this data allowed to verify the hypothesis of influence of non fundamental factors on investment activity. JEL Classification: G35, G32, G11, J33