

8.3. ВЛИЯНИЕ СТРУКТУРЫ СОБСТВЕННОСТИ НА ИНВЕСТИЦИОННУЮ АКТИВНОСТЬ РОССИЙСКИХ КОМПАНИЙ

Удалыцов В.Е., аспирант,
магистр экономики, преподаватель кафедры
экономики и финансов фирмы

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

В статье рассматривается структура собственности, ее концентрация, тип собственников и размер их доли в качестве внутренних (не фундаментальных) факторов, влияющих на инвестиционную активность на примере капитальных вложений российских компаний. В статье проведен эмпирический анализ по ряду отраслей на основе базы данных Ruslana Bureau van Dijk, на основании которого сделаны выводы по необходимости участия менеджеров в собственном капитале российских компаний и роли концентрации собственного капитала для увеличения инвестиционной активности компаний с учетом отраслевой специфики.

JEL классификация: G35, G32, G11, J33

ВВЕДЕНИЕ

Влияние структуры собственности компании на результаты их деятельности – предмет дискуссий в академических кругах на протяжении уже более 75 лет. К основополагающей классической работе в данной области следует отнести работу Берла и Минза «Современная корпорация и частная собственность» [Berle, Means, 1932], в которой затрагивается проблема взаимодействия собственников и менеджмента компании. Позднее, в 1970-х гг. XX в. данный вопрос стал рассматриваться в контексте агентских проблем. В общем-то, агентская проблема, как правило, возникает из-за того, что множество мелких собственников не могут совместно и согласованно управлять большой компанией, поэтому приходится привлекать команду менеджеров, которая может преследовать собственные цели относительно развития компании, что приводит к агентским издержкам (снижению потенциально возможной стоимости бизнеса), ухудшению наблюдаемых результатов деятельности компании. Ведь различия в интересах менеджеров и собственников неминуемо приведут к использованию ресурсов компании в целях, не совпадающих с максимизацией доходов собственников. Задача данной статьи – провести эмпирическую проверку влияния различных параметров структуры собственности, таких как доля менеджеров в собственном капитале компании, наличие крупных (мелких) собственников, концентрации структуры капитала на такой важный показатель деятельности российских компаний, как величина капитальных вложений.

Данная тема актуальна, так как ряд отраслей российской экономики испытывают высокую потребность (в частности, отрасли топливно-энергетического комплекса, металлургия и т.д.) в росте капвложений из-за высокого износа основных фондов, ужесточающихся экологических требований, необходимости переноса производства в безальтернативные труднодоступные центры добычи. Кроме того, исследование влияния таких внутренних механизмов в компании, как распределение долей в собственном капитале среди менеджмента компании, концентрация собственного капитала и др. на размер капитальных вложений – малоизученная область. Изучение таких внутренних (нефундаментальных) факторов и выявление значимых зависимостей может позволить российским компаниям эффективно перестраивать свою систему корпоративного управления для достижения наиболее эффективного перераспределения доступных ресурсов для инвестирования и дальнейшего развития компании и роста ее стоимости.

1. КОНЦЕНТРАЦИЯ СОБСТВЕННОСТИ И СИСТЕМА ВНУТРЕННЕГО КОНТРОЛЯ НАД МЕНЕДЖМЕНТОМ

В связи с возникновением проблемы принципала – агента между собственником и менеджером возникает необходимость в контроле над действиями менеджмента компании. Существует ряд механизмов корпоративного контроля в отношении менеджеров, которые ограничивают их свободу и заставляют их принимать решения, оптимальные с точки зрения собственников (т.е. максимизирующие оценку акционерного капитала). К основным механизмам можно отнести рынки капитала, рынки товаров и факторов производства, правовую и регулятивную систему и так называемую систему внутреннего контроля, применение которой рассмотрено подробно в работе Дженсена [Jensen, 1997] на примере европейских стран, Америки и Японии. Система внутреннего контроля, которая представляет наибольший интерес в рамках данного исследования, заключается в том, что собственники имеют право избирать и участвовать в совете директоров и тем самым напрямую влиять на менеджеров. Однако следует учитывать, что если мы сталкиваемся со случаем распыленной структуры собственности, то эффективность системы внутреннего контроля сводится практически к нулю. Улучшение корпоративного управления в компании для мелких собственников – общественное благо: они стремятся переложить функции контроля на других и самим, ничего не делая, получить «кусочек пирога» от достигнутого повышения эффективности благодаря другим собственникам. Таким образом, менеджеры обладают определенной свободой, которая позволяет им различными способами использовать ее в своих собственных целях. Вышеупомянутая работа Берла и Минза убедила всех в том, что при распыленной структуре собственности акционер не защищен от оппортунизма менеджера. Исходя из этого, логично предположить, что одним из способов сглаживания агентской проблемы между собственником и менеджером является рост концентрации собственности. Во многих работах по корпоративному управлению авторы приходят к выводу, что крупные акционеры обладают большими стимулами и возможностями для эффективного контроля над менеджментом компании. В связи с этим ряд экономистов считают, что большая часть существующих механизмов корпоративного управления могут быть рассмотрены как примеры концентрированной собственности [Shleifer, Vishny, 1997].

Резюмируя, можно сказать, что традиционный подход к основной проблеме корпоративного управления рассматривается в виде противостояния менеджмента и собственника с небольшой долей собственного капитала, чьи интересы расходятся.

В настоящее время традиционный подход достаточно узок в рамках современной концепции корпоративного управления. Это обусловлено, во-первых, тем, что количество компаний, собственный капитал которых находится в руках множества собственников, не так велик. В основном такая ситуация складывается в компаниях с англосаксонской правовой традицией, согласно проводимым эмпирическим исследованиям [Bergloef, Thadden, 1999]. В настоящее время как в развивающихся странах, так и во многих европейских государствах собственный капитал находится в руках крупных акционеров, которые возлагают определенные обязательства на менеджмент

компании, что, в общем-то, загоняет менеджмент в определенные рамки при управлении компанией. Таким образом, взаимосвязь между структурой собственности, включающей как крупных, так и мелких собственников с их влиянием на менеджмент, и результатами деятельности компании является не очевидной и достаточно сложной. Ведь возникают также издержки увеличения концентрации собственного капитала, которые заключаются в том, что крупные собственники, обладая значительной властью, извлекают из выгод контроля над менеджментом собственные выгоды в ущерб интересам мелких акционеров (в случае расхождения их интересов), что является достаточно освещенной темой в литературе по корпоративному управлению за последние годы [Barclay, Holderness, 1989]. Кроме того, издержки увеличения концентрации проявляются и в другом аспекте – в росте стоимости привлеченного капитала из-за падения ликвидности акций или сокращения возможностей у инвесторов для диверсификации вложений [Fama, Jensen, 1983]. Ведь увеличение концентрации приводит к сокращению сделок по акциям компании на фондовом рынке, что также сокращает возможности по мониторингу менеджмента со стороны фондового рынка, доступные при распыленности собственного капитала компании и высокой ликвидности акций [Holmstrom, Tirole, 1993]. Другие исследования показывают, что инициатива менеджмента ущемлена сверх меры при высокой концентрации капитала, а она не всегда несет ущерб для компании, а зачастую даже наоборот, в частности, когда менеджеры осуществляют специфические инвестиции для данной компании [Burkart, Gromb, Panunzi, 1997]. Таким образом, необходимо искать баланс в ограничении действий менеджмента при высокой концентрации и свободой в рамках распыленной структуры собственности. И использование более широкого понимания проблемы влияния концентрации собственности на деятельность компании особенно важно для компаний с развивающейся экономикой, где зачастую основными игроками в области корпоративного управления становятся именно крупные инвесторы [Bergloef, Thadden, 1999].

2. ТИП СОБСТВЕННИКА И РАЗМЕР ЕГО ДОЛИ В ДИАГНОСТИРОВАНИИ КАЧЕСТВА ВНУТРЕННЕГО КОНТРОЛЯ

За последнее время в исследованиях по корпоративному управлению и структуре собственности особое внимание стали уделять типу собственника (частное лицо, работник, менеджер, финансовое или нефинансовое юридическое лицо), а не только размеру его доли и концентрации капитала компании в целом. Предполагается, что для разных типов собственников должны предлагаться различные целевые функции и издержки контроля.

2.1. Крупные собственники, не являющиеся менеджментом компании (аутсайдеры)

Существует множество эмпирических работ, рассматривающих влияние крупной доли собственников с учетом их типа на финансовую, производственную и инновационную эффективность компании. К примеру, [Graves, 1988] в своей работе рассматривает влияние институциональных инвесторов¹ на R&D расходы в

расчете на одного сотрудника по 22 компьютерным компаниям Америки за 1976-1985 гг. В данной работе автор выдвинул гипотезу, 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 крупных собственников, являющихся частными лицами. 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 г. Кроме того, авторы разделили компании на две группы: «устойчивые к давлению» (пенсионные фонды, взаимные фонды и т.д.) и «чувствительные к давлению» (страховые компании, банки). В результате исследования показали, что только «устойчивые к давлению» компании имеют положительный эффект от инноваций.

Демсец и Лен [Demsetz, Lehn, 1985] в своей работе с помощью регрессионного анализа пространственных данных выявляли зависимость между прибыльностью и степенью концентрации, которая измерялась ими с помощью нескольких показателей: доля собственного капитала в руках пяти крупнейших собственников, 20 собственников и индексом Херфиндаля-Хиршмана. Авторы не получили значимой зависимости. Все работы, описанные выше, использовали данные по американским компаниям. Такой же результат (отсутствие значимости) был получен на данных Японии с помощью модели Демсеца и Лена [Prowse 1992].

Напротив, в работе [Crashwell, 1997] использованы статистические данные 349 австралийских компаний за 1986-1989 гг. Зависимой переменной в данном исследовании авторы использовали прокси-коэффициента Q-Тобина. В их работе показано, что зависимость между этим показателем и долей собственности институциональных инвесторов в компании отсутствует. Авторы объясняют этот феномен «пассивностью» институциональных инвесторов в Австралии до конца 1980-х гг. Существует еще ряд работ, рассматривающих данную проблему на развивающихся рынках. Так, китайские экономисты рассматривают взаимосвязь между концентрацией собственности и рентабельностью китайских компаний, котирующихся на фондовом рынке. В результате авторы приходят к выводу о наличии значимой положительной корреляции между рентабельностью и концентрацией собственности, а также отмечают важную роль крупных институциональных инвесторов в

¹ Институциональный инвестор – юридическое лицо, активно вкладывающее средства в акции и другие финансовые инстру-

менты. Институциональными инвесторами являются: страховые компании, пенсионные фонды, инвестиционные компании, взаимные и благотворительные фонды.

корпоративном управлении и отрицательную корреляцию между государственной собственностью и результатами деятельности [Xu, Wang 1997]. Фридман и др. [Frydman 1997] обнаружили позитивное влияние собственности частных акционеров на развивающихся рынках. Авторы уделяют особое внимание различным типам собственников. Исследование, проведенное на основе данных по 706 чешским компаниям за период с 1992 по 1997 гг., показывает положительное влияние концентрации собственности на деятельность компании и, в частности, на показатель производительности труда, однако при этом включение переменных с типом собственника слабо влияет на результаты. Исследование, проведенное Виллером [Willer, 1997], показывает, что крупные акционеры оказывают более сильное давление на менеджмент, нежели несколько разрозненных мелких собственников, а следовательно, их присутствие должно улучшать результаты деятельности компании. Полученные эмпирические результаты свидетельствуют о том, что нет единого мнения о влиянии крупных долей собственности на результаты деятельности компании, в том числе инвестиционной, а следовательно, вопрос остается открытым.

2.2. Доля собственности в руках менеджмента компании и качество управления

Наибольший интерес среди всех видов собственников представляет менеджмент компании, владеющий определенной долей в собственном капитале компании, которая, согласно исследованиям, может двояко влиять на результаты деятельности компании. Наличие собственности у менеджеров – один из стимулирующих инструментов в системах вознаграждения менеджмента, который позволяет сблизить интересы менеджмента с остальными собственниками. Увеличение доли собственного капитала стимулирует менеджмент к максимизации прибыли (доля которой принадлежит менеджменту), тем самым происходит положительное влияние на результаты деятельности фирмы [Jensen, Meckling, 1976]. Следует понимать важность этого фактора, ведь эффективность деятельности компании во многом зависит от качества работы и усилий менеджмента в направлении достижения поставленных собственником целей. Результат работы любого человека во многом зависит от того, насколько он заинтересован в результатах своего труда, и топ-менеджеры не являются исключением. Нецелесообразно просто заплатить высокую зарплату топ-менеджеру, необходимо создать систему стимулирования, которая позволит не только нацелить ключевых сотрудников на достижение поставленных целей, но и удержать их в компании.

Изучение и анализ системы стимулирования топ-менеджмента становится все более и более актуальным для Российской Федерации. По данным компании Ward Howell International (WHI)², длительное время в РФ в принципе не существовало спроса на сотрудников, которые должны заменить собственника в управлении компанией, и компания WHI никогда не получала заказов на подбор управленцев для замещения в компании первого лица (как правило, основателя бизнеса). Рынка, на котором взаимодействуют собственники компаний и менеджеры и при этом продаются и покупаются управленче-

ские услуги, не существовало в РФ до конца 1990-х гг. Однако буквально несколько лет назад произошел качественный перелом на рынке труда, и менеджеры, умеющие управлять компанией в условиях конкуренции, потребовались фактически всем: иностранному бизнесу в РФ, российскому крупному, среднему, растущему бизнесу и даже государственному сектору. Также актуальность рассмотрения стимулирования топ-менеджмента связана с переходом российского бизнеса на качественно новый уровень, когда повышается эффективность экономики, и она переходит от стадии частного капитализма к управленческому капитализму, на стадии которого собственник уже не в состоянии заниматься управлением компании, а вынужден призывать наемных менеджеров – профессионалов в данной области. Очевидно, что в данной ситуации зачастую возникает конфликт собственник – менеджер, который затрагивает и область вознаграждения топ-менеджеров.

Однако существует и оборотная сторона медали. При относительно большой доле собственного капитала в руках менеджмента возможно возникновение ситуации «окапывания», когда менеджер-собственник начнет игнорировать интересы других групп акционеров. В силу занимаемых позиций в компании инсайдеру может быть очень легко перетягивать стоимость от аутсайдеров при отсутствии должных противовесов [Morck, Shleifer, Vishny 1988], [Stulz, 1988]. Таким образом, влияние доли собственности менеджмента компании может оказывать противоречивое влияние на результаты инвестиционной деятельности компании, и установить даже направление этого влияния с помощью теоретических конструкций в корпоративных финансах невозможно. Следовательно, единственный способ, позволяющий исследовать влияние данного фактора, – эмпирическое исследование, с помощью которого возможно определить, является ли данный фактор значимым и какое влияние он оказывает на деятельность компании на том или ином рынке.

Поэтому в области корпоративного контроля компанией 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 – важное звено построения качественной системы управления. Соотношение понятий «топ-менеджер» и «собственник компании» зачастую в компаниях неразличимо. Часто (особенно в маленьких и средних компаниях) собственник выступает в роли топ-менеджера (генерального директора, финансового директора – это достаточно актуально в РФ 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 заработной платы. Выбор альтернативы обусловлен размером доли топ-менеджера в собственном капитале, налогообложением, желанием топ-менеджера – собственника осуществлять новые инвестиции в компанию, структурой распределения собственного капитала.

² <http://www.whru.com/>.

В экономических исследованиях, описанных ниже, освещается 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 ее акций. 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, существует ряд эмпирических работ не только на американских данных [Hayes, 2000], но и на данных по Канаде [Zhou, 2000] и Японии [Sudipta, 2007].

2.3. Направление эмпирических исследований – поиск адекватных методов и показателей

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 его цели соответствовали целям собственника компании. В своей работе Морк и др. [Morck 1988] оценивали на выборке из 371 американской компании взаимосвязь показателя Q-Тобина (отношение рыночной стоимости компании к ее восстановительной стоимости активов) и доли собственности в руках членов совета директоров. Они обнаружили, что положительная зависимость присутствует при доле собственности в руках членов совета директоров меньше 5% и слабая положительная – при доле сверх 25%. На интервале от 5% до 25% зависимость отрицательная, что соответствует ситуации «окапывания» со стороны членов совета директоров. В работе Макконелла и Серваеса [Mcconelle, Servaes, 1990] была найдена U-образная обратная связь Q-Тобина и долей собственности инсайдеров, а вот между долей институциональных инвесторов и Q-Тобина была найдена прямая связь. Было проведено множество эмпирических исследований в 1980-х – начале 1990-х гг., выявляющих взаимосвязь между долей в собственном капитале топ-менеджера и результатом 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. Zhou показал, 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.

2.4. Учет российской специфики в исследованиях взаимосвязи структуры собственности и эффективности деятельности

Эмпирические исследования на российских данных в рассматриваемой области очень редки, несмотря на длительные и обширные дискуссии о собственности в РФ. Большая часть работ основана на очень старых данных, собранных на заключительной стадии ваучерной приватизации, и содержит лишь описание структуры собственности. К примеру, Transition Report Европейского банка реконструкции и развития [EBRD, 1995] утверждает на основе малоубедительных эмпирических данных, относящихся к посприватизационному периоду в РФ, что компании неэффективны при доминировании инсайдеров. В своей работе Фридман и др. [Frydman 1996] характеризуют российскую экономику как экономику с доминированием инсайдеров. Однако разделение между менеджментом и работниками в работе не проводилось. Напротив, в работе Блази [Blasi, 1996], которая была выполнена по заказу Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку на основе интервью с генеральными директорами в 1995 г., отмечается, что большей частью компании владеют инсайдеры. Рабочие также имеют долю во многих российских компаниях, но при этом играют пассивную роль в управлении компанией. По мнению автора данной статьи, доля менеджмента значительно выросла с момента окончания ваучерной приватизации.

В свою очередь Эрл [Earle, 1998] рассматривает влияние собственности на конец 1994 г. на результаты функционирования компаний. В качестве зависимой переменной используется производительность труда и применяется двухшаговый метод инструментальных переменных для исключения эндогенности собственности. В результате автор приходит к выводу, что доля менеджмента и внешних акционеров положительно влияет на деятельность. К аналогичным результатам пришел в своей работе Бак [Buck, 1999], показав на основе опросов руководителей компаний РФ, Украины и Белоруссии, что собственность работников и менеджеров благоприятно влияет на результаты деятельности, а наличие внешних акционеров заставляет компании в кризисных ситуациях реструктуризировать свои активы с помощью более быстрых стратегий.

Однако не все авторы пришли к выводу о положительном влиянии концентрации и доли менеджмента в собственности на деятельность компании. Так, проведенное исследование [Brown, Earle, 2000] по обширной панели данных за 1993-1998 гг. по промышленным предприятиям, на которых занято порядка 82% всех занятых российской промышленностью, показало, что наиболее эффективны предприятия с муниципальной собственностью, затем компании со смешанной собственностью (присутствует государственная и частная собственность), компании с региональной, федеральной собственностью, а лишь затем с частной собственностью. Итоги, подведенные по результатам российско-

го экономического барометра за 1995-й, 1997-й, 1999 г., показали нелинейную зависимость между концентрацией собственности и результатами деятельности. В данной работе [Капелюшников, 2000] делается вывод о неэффективности компаний с высокой концентрацией, где крупнейший акционер – нефинансовое учреждение или государство, основной функцией которых является защита от вторжения внешних финансовых инвесторов.

Таким образом, исследования, проведенные как на развивающихся, так и на развитых рынках, приводят к неоднозначным выводам, кроме того, отсутствие исследований по свежим российским данным определило актуальность исследования на тему влияния концентрации и типов собственников на инвестиционную деятельность компании.

3. ГИПОТЕЗЫ

Для того чтобы в эмпирическом исследовании, которое рассмотрено ниже, возможно было оценить дополнительную объясняющую силу именно внутренних факторов (факторов структуры собственности), в данном разделе будут выдвинуты гипотезы в отношении фундаментальных и внутренних факторов. В качестве зависимой переменной в модели, определяющей инвестиционную активность компании, будут использоваться капвложения компаний, поэтому все гипотезы, описанные ниже, будут сформулированы в отношении капвложений компании. Такой выбор зависимой переменной обусловлен тем, что на рассматриваемых данных не удалось получить значимой регрессии по финансовым инвестициям (*LTI*), а по инвестициям в интеллектуальный капитал не удалось собрать данные на основе имеющейся финансовой отчетности. Ввиду того, что потребность в капвложениях российских предприятий достаточно высока, значимость работы не снижается от рассмотрения в качестве инвестиционной активности переменной, определяющей исключительно капвложения компании.

Учитывая тот факт, что внутренние источники финансирования (к примеру, прибыль) и финансовые ограничения, которые являются фундаментальным фактором, влияют существенным образом на размер инвестиций, предполагается необходимым выдвинуть две гипотезы.

Гипотеза 1

Размер доли прибыли в активах компании за период $t-1$ положительно влияет на долю капвложений в активах компании в период t . Размер доли прибыли в активах компании в период t отрицательно коррелирует с размером доли капвложений в активах в период t .

Гипотеза 2

Размер доли задолженности компании в активах компании периода $t-1$ (если предположить, что в этот период происходит принятие решений об инвестициях) находится в обратной зависимости с долей капвложений в активах компании в период t . Доля капвложений в активах компании периода t , вероятно, слабо коррелирует с долей задолженности в активах компании в период t , так как основная часть капвложений осуществляется за счет внутренних источников финансирования.

Выше было подробно рассмотрено влияние доли различных типов собственников на результаты деятельности компании. Обзор эмпирических работ по российским компаниям не дает четкого вывода о влиянии доли ме-

неджмента на их деятельность. Поэтому было решено построить регрессоры таким образом, чтобы проверить наличие диапазона доли, когда менеджмент «окапывается», а когда его интересы сходятся с собственниками.

Гипотеза 3

Доля менеджмента влияет на капвложения компании по-разному в зависимости от размера доли в руках менеджмента компании.

Также в данной работе рассматривалось влияние крупных частных собственников и концентрации собственности на деятельность компании. На основе обзора был получен вывод о том, что крупные частные акционеры влияют положительно на деятельность, так как они обладают возможностью контроля над менеджментом компании. Регрессоры доли крупных частных акционеров было решено построить отдельно для разных размеров доли, чтобы также определить, насколько большой должна быть доля, чтобы положительно влиять на инвестиционную активность компании.

Гипотеза 4

Доля частных акционеров в собственном капитале до определенного размера доли является незначимым фактором, а с определенного значения оказывает прямое воздействие на размер капвложений компании.

Низкая концентрация собственного капитала, согласно обзору традиционного подхода, описанного выше, увеличивает агентские издержки и, вероятно, отрицательно сказывается на капвложениях компании. Однако современная концепция дает неоднозначный ответ на данный вопрос, так как при низкой концентрации менеджмент может обладать большой свободой действий, которую использовать на благо компании и принимать эффективные решения или, наоборот, – в угоду личным интересам.

Гипотеза 5

Размер доли в собственном капитале, которая распределена среди множества мелких акционеров, вероятно, не позволяет им осуществлять контроль над менеджментом, а следовательно, оказывает отрицательное влияние на капвложения компаний.

Гипотеза 6

Большое количество акционеров (низкая концентрация собственного капитала) отрицательно влияет на размер капвложений компании.

4. РЕГРЕССИОННЫЙ АНАЛИЗ

Для регрессионного анализа было отобрано 235 компаний из сформированной выборки данных на основе информационной базы данных Bureau van Dijk³. Индекс независимости, по данным компании Bureau van Dijk, который планировалось включить в число регрессоров модели, подтвердил корректное формирование выборки компаний с позиции наличия информации по структуре собственности (туда попали в основном компании с высоким рейтингом: A+, A, A-). Это означает невозможность наличия собственников, о которых информация не раскрыта и которые владеют компанией косвенно, с суммарной долей более 25%. Попавшим в выборку компаниям Bureau van Dijk присваивает класс A и называет их независимыми компаниями.

³ www.bvdep.com

В сформированную выборку попали компании следующих отраслей, согласно кодам Nace 1.1 (расшифровка приведена в приложении 1) (табл. 1).

Таблица 1

**ОПИСАНИЕ ВЫБОРКИ ПРЕДСТАВЛЕННОГО
ИССЛЕДОВАНИЯ ДЛЯ РЕГРЕССИОННОГО
АНАЛИЗА⁴**

Коды Nace 1.1.	Количество компаний
10-19	40
20-29	30
40-49	37
50-59	125
60-69	3
ИТОГО	235

В результате построения ряда регрессий и анализа возможного использования имеющихся данных были сконструированы следующие показатели в качестве регрессанта и регрессоров: в качестве зависимой переменной Y для отражения инвестиционной активности были взяты показатели капитальных вложений (как изменение осязаемых основных средств) за 2005 г. Из-за отсутствия данных по структуре капитала за другие годы расчет производится только для инвестиционной активности компаний за 2005 г.

Формулы расчета регрессанта (см. табл. 1):

$$Y = (FA_{2005} - FA_{2004}) / A_{2004}, \quad (1)$$

где

FA_{2005} , FA_{2004} – осязаемые основные средства за соответствующие годы;

A_{2004} – размер активов за 2004 г.

В качестве Объясняющих переменных были взяты следующие показатели фундаментальных и внутренних факторов:

- константа (*Intercept*).

Отраслевые различия

Данный показатель учитывается в модели с помощью четырех дамми-переменных. Ввиду того что константа (*Intercept*) демонстрировала как значимость, так и незначимость в различных вариациях модели, то было решено рассмотреть константу с учетом отраслевых различий.

Компании отраслей с кодом Nace v1.1.от 10 до 19 (D_{nace1}). Эта переменная построена следующим образом:

$$D_{nace1} = 1,$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 10 до 19.

$$D_{nace1} = 0,$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 10 до 19.

Компании отраслей с кодом Nace v1.1.от 20 до 29 (D_{nace2}). Эта переменная построена следующим образом:

$$D_{nace2} = 1,$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 20 до 29.

$$D_{nace2} = 0,$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 20 до 29.

Компании отраслей с кодом Nace v1.1.от 40 до 49 (D_{nace4}). Эта переменная построена следующим образом:

$$D_{nace4} = 1,$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 40 до 49.

$$D_{nace4} = 0,$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 40 до 49.

Компании отраслей с кодом Nace v1.1.от 50 до 59 (D_{nace5}). Эта переменная построена следующим образом:

$$D_{nace5} = 1,$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 50 до 59.

$$D_{nace5} = 0,$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 50 до 59.

Количество собственников (N_{of_owners}). Этот показатель используется в качестве показателя концентрации собственного капитала в руках собственников.

Отраслевые различия по влиянию количества собственников

Данный показатель учитывается в модели с помощью четырех дамми-переменных. Ввиду того что переменная «количество собственников» (N_{of_owners}) демонстрировала низкую значимость, было решено рассмотреть этот регрессор с учетом отраслевых различий путем его домножения на дамми-переменную отрасли.

Количество собственников для отраслей с кодом Nace v1.1.от 10 до 19 ($N_{of_owners_D_{nace1}}$). Эта переменная построена следующим образом:

$$N_{of_owners_D_{nace1}} = N_{of_owners} * 1 = N_{of_owners}, \quad (2)$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 10 до 19.

$$N_{of_owners_D_{nace1}} = N_{of_owners} * 0 = 0, \quad (3)$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 10 до 19.

Количество собственников для отраслей с кодом Nace v1.1.от 20 до 29 ($N_{of_owners_D_{nace2}}$). Эта переменная построена следующим образом:

$$N_{of_owners_D_{nace2}} = N_{of_owners} * 1 = N_{of_owners}, \quad (4)$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 20 до 29.

$$N_{of_owners_D_{nace2}} = N_{of_owners} * 0 = 0, \quad (5)$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 20 до 29.

Количество собственников для отраслей с кодом Nace v1.1.от 40 до 49 ($N_{of_owners_D_{nace4}}$). Эта переменная построена следующим образом:

$$N_{of_owners_D_{nace4}} = N_{of_owners} * 1 = N_{of_owners}, \quad (6)$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 40 до 49.

$$N_{of_owners_D_{nace4}} = N_{of_owners} * 0 = 0, \quad (7)$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 40 до 49.

⁴ Источник данных всех таблиц представленных в статье: расчеты автора.

Количество собственников для отраслей с кодом Nace v1.1.от 50 до 59 (D_nace5). Эта переменная построена следующим образом:

$$N_of_owners_D_nace5 = N_of_owners * 1 = N_of_owners, \quad (8)$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 50 до 59.

$$N_of_owners_D_nace5 = N_of_owners * 0 = 0, \quad (9)$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 50 до 59.

Количество собственников для отраслей с кодом Nace v1.1.от 60 до 69 (D_nace6). Эта переменная построена следующим образом:

$$N_of_owners_D_nace6 = N_of_owners * 1 = N_of_owners, \quad (10)$$

если компания принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 60 до 69.

$$N_of_owners_D_nace6 = N_of_owners * 0 = 0, \quad (11)$$

если компания не принадлежит одной из отраслей с кодом Nace v1.1.от 60 до 69.

Пол руководителя компании (Sex_of_CEO). Данный показатель задан в модели через дамми-переменную, значение которой составляет единицу, если руководитель компании женщина, и ноль, если мужчина.

Доля руководителя в собственном капитале компании S_{TM}

Данный показатель был рассчитан, используя показатели долей всех собственников компании S_s , имени руководителя компании F_{CEO} и имени или названия акционеров S_{SH} . Путем сопоставления двух последних показателей были найдены компании, в которых у руководителя есть доля в собственном капитале, а далее был определен размер доли данного акционера (более подробно об определении этого показателя – в разделе 5).

В рамках регрессионного анализа доля руководителя в собственном капитале компании задается с помощью четырех регрессоров следующим способом.

Доля руководителя в собственном капитале компании в интервале от 0% до 7%.

$S_{tm_0_07}$ – доля руководителя в интервале от 0% до 7%, то есть если доля руководителя в собственном капитале компании составляет меньше 7%, то указывается значение этой доли (S_{tm}) для этого показателя.

Если же доля руководителя в собственном капитале компании больше 7%, то указывается – 7%.

Доля руководителя в собственном капитале компании в интервале от 7% до 25%.

$S_{tm_0_07_0_025}$ – доля руководителя в интервале от 7% до 25%, то есть если доля руководителя в собственном капитале компании составляет меньше 7%, то указывается 0% в качестве значения этой доли для этого показателя.

Если же доля руководителя в собственном капитале компании в интервале от 7% до 25%, то указывается значение $S_{tm-7\%}$ для этого показателя, если доля руководителя в собственном капитале компании больше 25%, то указывается – 18%, то есть 25% - 7%.

Доля руководителя в собственном капитале компании в интервале от 25% до 50%.

$S_{tm_0_25_0_50}$ – доля руководителя в интервале от 25% до 50%, то есть если доля руководителя в собственном капитале компании составляет меньше 25%,

то указывается 0% в качестве значения этой доли для этого показателя.

Если же доля руководителя в собственном капитале компании в интервале от 25% до 50%, то указывается значение $S_{tm-25\%}$ для этого показателя, если доля руководителя в собственном капитале компании больше 50%, то указывается 25%, то есть 50% - 25%.

Доля руководителя в собственном капитале компании в интервале от 50% до 100%.

$S_{tm_0_50}$ – доля руководителя в интервале от 50% до 100%, то есть если доля руководителя в собственном капитале компании составляет меньше 50%, то указывается 0% в качестве значения этой доли для этого показателя.

Если же доля руководителя в собственном капитале компании больше 50%, то указывается значение $S_{tm-50\%}$ для этого показателя.

Доля в собственном капитале крупных акционеров, которые являются частными лицами S_{VI} .

Данный показатель брался как сумма долей частных лиц, о которых дана информация с именем и долей каждого в отдельности более 1%. Расчет производится с помощью показателей S_s и F_{SH} из табл. 1.

Доля крупных акционеров в собственном капитале компании в интервале от 0% до 7%.

$S_{bi_0_07}$ – доля крупных акционеров в интервале от 0% до 7%, то есть если доля крупных акционеров в собственном капитале компании составляет меньше 7%, то указывается значение этой доли (S_{bi}) для этого показателя.

Если же доля крупных акционеров в собственном капитале компании больше 7%, то указывается 7%.

Доля крупных акционеров в собственном капитале компании в интервале от 7% до 25%.

$S_{bi_0_07_0_025}$ – доля крупных акционеров в интервале от 7% до 25%, то есть если доля крупных акционеров в собственном капитале компании составляет меньше 7%, то указывается 0% в качестве значения этой доли для этого показателя.

Если же доля крупных акционеров в собственном капитале компании в интервале от 7% до 25%, то указывается значение $S_{bi-7\%}$ для этого показателя, если доля крупных акционеров в собственном капитале компании больше 25%, то указывается 18%, то есть 25% - 7%.

Доля крупных акционеров в собственном капитале компании в интервале от 25% до 50%.

$S_{bi_0_25_0_50}$ – доля крупных акционеров в интервале от 25% до 50%, то есть если доля крупных акционеров в собственном капитале компании составляет меньше 25%, то указывается 0% в качестве значения этой доли для этого показателя.

Если же доля крупных акционеров в собственном капитале компании в интервале от 25% до 50%, то указывается значение $S_{bi-25\%}$ для этого показателя, если доля крупных акционеров в собственном капитале компании больше 50%, то указывается 25%, то есть 50% - 25%.

Доля крупных акционеров в собственном капитале компании в интервале от 50% до 100%.

$S_{bi_0_50}$ – доля крупных акционеров в интервале от 50% до 100%, то есть если доля крупных акционеров в собственном капитале компании составляет меньше

50%, то указывается 0% в качестве значения этой доли для этого показателя.

Если же доля крупных акционеров в собственном капитале компании больше 50%, то указывается значение $S_{bi-50\%}$ для этого показателя.

Доля в собственном капитале мелких акционеров (SS). Данный показатель рассчитывался на основании показателей S_s и F_{SH} из табл. 1, у компаний, в собственном капитале которых определенная доля находится в руках множества акционеров, каждый из которых по отдельности владеет маленькой долей (меньше 1%).

Доля прибыли до налогообложения за 2005 г. в активах компании ($EBIT05_A05$).

$$EBIT05_A05 = (P_{2005}) / (A_{2005}). \quad (12)$$

При анализе показателей прибыли по годам в регрессии присутствовала мультиколлинеарность, которую удалось убрать, используя показатель доли операционной прибыли в активах.

Доля привлеченного (заемного) капитала за 2005 г. в активах компании ($DEBT05_A05$).

$$DEBT05_A05 = 1 - (E_{2005}) / (A_{2005}). \quad (13)$$

Доля прибыли до налогообложения за 2004 г. в активах компании ($EBIT04_A04$).

$$EBIT04_A04 = (P_{2004}) / (A_{2004}). \quad (14)$$

При анализе показателей прибыли по годам в регрессии присутствовала мультиколлинеарность, которую удалось убрать, используя показатель доли прибыли в активах.

Доля привлеченного (заемного) капитала за 2004 г. в активах компании ($DEBT04_A04$).

$$DEBT04_A04 = 1 - (E_{2004}) / (A_{2004}). \quad (15)$$

Показатель роста компании за 2005 г. ($A05_A04$). В данной модели этот показатель задан в виде отношения активов компании за 2005 г. к активам компании в 2004 г.:

$$A05_A04 = (A_{2005}) / (A_{2004}). \quad (16)$$

Показатель роста компании за 2004 г. ($A04_A03$). В данной модели этот показатель задан в виде отношения активов компании за 2004 г. к активам компании в 2003 г.:

$$A04_A03 = (A_{2004}) / (A_{2003}). \quad (17)$$

Размер компании Sz. По данному показателю в базе приводилось четыре варианта размера компании: очень большая, большая, средняя, маленькая. Для учета этого показателя в регрессии были взяты три мнимые переменные: D_1 , D_2 , D_3 , значения которых были построены по следующему принципу:

$$D_size1 = 1,$$

если размер компании = очень большая; иначе = 0.

$$D_size2 = 1,$$

если размер компании = большая; иначе = 0.

$$D_size3 = 1,$$

если размер компании = средняя; иначе = 0.

5. РЕЗУЛЬТАТЫ РЕГРЕССИОННОГО АНАЛИЗА ПО КАПИТАЛЬНЫМ ВЛОЖЕНИЯМ КОМПАНИИ

В результате оценки описанной выше регрессии (регрессант рассчитан согласно формуле (1)) методом МНК была получена модель, из которой были исключены незначимые коэффициенты, и в результате получилась следующая регрессионная модель с такими значениями регрессионной статистики (табл. 2).

Таблица 2

РЕГРЕССИОННАЯ СТАТИСТИКА

Регрессионная статистика	Значение
Множественный R	0,5395
R-квадрат	0,2911
Нормированный R-квадрат	0,2594
Стандартная ошибка	0,2317
Наблюдения	235

Для оценки значимости модели в целом воспользуемся F -критерием Фишера (табл. 3).

Таблица 3

ДИСПЕРСИОННЫЙ АНАЛИЗ

Показатель	df	SS	MS	F	P-значение	Мощность теста (5%)
Регрессия	10	4,9379	0,4938	9,198	0,00	1,00
Остаток	224	12,0253	0,0537	-	-	-
Итого	234	16,9632	0,0725	-	-	-

Пояснения к таблице:

df – число степеней свободы. Для регрессии – число регрессоров модели, для остатков – число наблюдений за вычетом суммы числа регрессоров и единицы;

SS – сумма квадратов (в строке «Регрессия» – сумма квадратов отклонений вычисленных значений регрессанта от среднего значения регрессанта, в строке «Остаток» – сумма квадратов разностей наблюдаемых и вычисленных значений регрессанта)

$$MS = SS / df. \quad (18)$$

Низкое P -значение свидетельствует о том, что гипотеза о значимости регрессии в целом не может быть отвергнута даже на 1% уровне значимости. Проверка регрессии на мультиколлинеарность приведена в приложении 1.

Ниже представлен вид полученной регрессионной функции модели (значимость коэффициентов см. табл. 4):

$$Y = 0.05 + 2.23 * Stm_0_07 - 1.46 * Stm_0_07_0_25 + 0.58 * Stm_0_25_0_50 + 0.48 * Sbi_0_50 - 0.34 * EBIT05_A05 + 0.24 * EBIT04_A04 - 0.14 * DEBT04_A04 + 0.06 * A05_A04 - 0.01 * N_of_owners_D_nace1 - 0.12 * N_of_owners_D_nace6. \quad (19)$$

Из табл. 4 и 5 легко заметить, что при уровне значимости 10% все регрессоры являются значимыми, незначима только константа.

В результате в итоговую модель включены фундаментальные факторы:

- доля прибыли в активах за 2005-й и 2004 г.;
- доля задолженности за 2004 г.;
- рост компании в 2005 г.

Анализ R -квадрата регрессии (см. приложение 3) показал, что R -квадрат в этой регрессии при использовании только этих четырех факторов составит 0,0991, что составляет 34% от R -квадрата регрессии, в которой используются также внутренние факторы (0,0991 / 0,02911).

Внутренние факторы, которые оказались значимыми в модели:

- доля руководителя в собственном капитале компании до 7%;
- доля руководителя в собственном капитале компании от 7% до 25%;
- доля руководителя в собственном капитале компании от 25% до 50%;
- доля крупных акционеров в собственном капитале компании сверх 50%;
- число собственников в компаниях отраслей с кодом Nace 1.1. от 10 до 19;
- число собственников в компаниях отраслей с кодом Nace 1.1. от 60 до 69.

Таблица 4

ЗНАЧЕНИЕ КОЭФФИЦИЕНТОВ И ИХ ЗНАЧИМОСТЬ В МОДЕЛИ

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%
<i>Intercept</i>	0,05	0,0739	0,6552	0,5130	Отвергнуть	Отвергнуть
<i>Stm_0_07</i>	2,23	1,0770	2,0707	0,0395	Не отвергать	Не отвергать
<i>Stm_0_07_0_25</i>	-1,46	0,4686	-3,1097	0,0021	Не отвергать	Не отвергать
<i>Stm_0_25_0_50</i>	0,58	0,2520	2,2937	0,0227	Не отвергать	Не отвергать
<i>Sbi_0_50</i>	0,48	0,1128	4,2397	0,0000	Не отвергать	Не отвергать
<i>EBIT05_A05</i>	-0,34	0,1285	-2,6126	0,0096	Не отвергать	Не отвергать
<i>EBIT04_A04</i>	0,24	0,1346	1,7973	0,0736	Отвергнуть	Не отвергать
<i>DEBT04_A04</i>	-0,14	0,0690	-2,0467	0,0419	Не отвергать	Не отвергать
<i>A05_A04</i>	0,06	0,0164	3,4232	0,0007	Не отвергать	Не отвергать
<i>N_of_owners_D_nace1</i>	-0,01	0,0052	-1,7674	0,0785	Отвергнуть	Не отвергать
<i>N_of_owners_D_nace6</i>	-0,12	0,0684	-1,7757	0,0771	Не отвергать	Не отвергать

Таблица 5

КОЭФФИЦИЕНТЫ И ИХ ДОВЕРИТЕЛЬНЫЕ ИНТЕРВАЛЫ В МОДЕЛИ⁵

Независимая переменная	Коэффициент регрессии	Стандартная ошибка	Нижняя граница доверительного интервала 90%	Верхняя граница доверительного интервала 90%	Нормированный коэффициент
<i>Intercept</i>	0,05	0,0739	-0,0732	0,1701	0,00
<i>EBIT05_A05</i>	-0,34	0,1285	-0,5472	-0,1244	-0,19
<i>EBIT04_A04</i>	0,24	0,1346	0,0205	0,4633	0,14
<i>DEBT04_A04</i>	-0,14	0,0690	-0,2547	-0,0277	-0,15
<i>A05_A04</i>	0,06	0,0164	0,0292	0,0831	0,26
<i>Stm_0_07</i>	2,23	1,0770	0,4587	4,0017	0,28
<i>Stm_0_07_0_25</i>	-1,46	0,4686	-2,2278	-0,6864	-0,45
<i>Stm_0_25_0_50</i>	0,58	0,2520	0,1635	0,9927	0,23
<i>Sbi_0_50</i>	0,48	0,1128	0,2927	0,6637	0,40
<i>N_of_owners_D_nace1</i>	-0,01	0,0052	-0,0178	-0,0006	-0,11
<i>N_of_owners_D_nace6</i>	-0,12	0,0684	-0,2339	-0,0089	-0,13

Анализ R-квадрата регрессии (см. прил. 3) показал, что R-квадрат в этой регрессии при добавлении этих шести факторов возрастает на 0,192, что составляет 66% от итогового значения R-квадрата в модели (1 – 0,0991 / 0,2911).

Проинтерпретируем полученные результаты коэффициентов в регрессии.

Нормированные показатели позволяют нам проинтерпретировать степень влияние регрессоров на регрессант.

Интерпретация коэффициентов при фундаментальных факторах в модели.

- Показатель доли прибыли в активах в 2005 г. отрицательно влияет на капиталовложения российских компаний с коэффициентом 0,19. То есть при сокращении доли прибыли в активах в текущем году на 1% капиталовложения возрастают на 0,19%. Это может объясняться обратным эффектом, так как инвестиции осуществляются, по сути, в текущем году, а следовательно, происходит отток денежных средств, который может частично влиять на прибыль текущего периода.
- Показатель доли прибыли в активах в 2004 г. положительно влияет на капиталовложения российских компаний с коэффициентом 0,14. То есть при росте доли прибыли в активах в текущем году на 1% капиталовложения возрастают на 0,14%. Это объясняется тем фактом, что возросшую прибыль компании можно реинвестировать, но происходит реинвестирование лишь части прироста прибыли – 14% от этого прироста.
- Показатель роста компании в 2005 г., измеряемый как соотношение активов, положительно влияет на капиталовложения компании. Это обусловлено тем, что осуществление новых капложений приводит к росту активов, их обновлению и т.д., а следовательно, зависимость положительная. Коэффициент при регрессоре составляет 0,26. То есть в росте активов компании 26% от этого роста происходит за счет роста капиталовложений компании.

- Показатель доли заемных средств 2004 г. в активах отрицательно влияет на капиталовложения компании. То есть рост заемных средств на 1% в 2004 г. привел бы к сокращению капиталовложений на 0,15%. Это может быть объяснено тем, что наличие долговых обязательств создает для компании ограничения в ее развитии, а следовательно, зависимость отрицательная.

Интерпретация коэффициентов при внутренних факторах в модели.

- Показатель доли руководителя в собственном капитале компании в пределах 7% положительно влияет на долю капиталовложений в активах компании. Показатель доли руководителя в пределах 7% от собственного капитала компании имеет коэффициент 0,28. То есть при росте доли руководителя в данном диапазоне на 1% происходит рост доли капиталовложений в активах на 0,28%. Эта положительная зависимость может быть объяснена тем, что такой размер доли в руках руководителя является эффективным инструментом, мотивирующем руководителя реинвестировать больше средств компании для дальнейшего роста ее конкурентоспособности на рынке. При этом будет происходить рост стоимости компании, вместе с которым будет расти благосостояние руководителя как собственника.
- Показатель доли руководителя в собственном капитале компании в пределах от 7% до 25% отрицательно влияет на долю капиталовложений в активах компании. Показатель доли руководителя в пределах от 7% до 25% от собственного капитала компании имеет коэффициент -0,45. То есть при росте доли руководителя в данном диапазоне на 1% происходит падение доли капиталовложений в активах на 0,45%. Такая зависимость может быть объяснена теорией «окапывания», описанная во второй главе. То есть при росте пакета акций в руках руководителя от 7% до 25% приводит к тому, что руководитель «окапывается», так как он становится достаточно весомым собственником, и его сложно сместить с занимаемой позиции. Таким образом, руководитель начинает работать с меньшим рвением и снижает-

⁵ Нормированный коэффициент – это коэффициент при соответствующих регрессорах в регрессии с нормированным регрессантом и регрессором. В данном случае под нормированием понимается вычитание из значения зависимых и независимых переменных их средних значений и деления на их стандартное отклонение.

ся уровень инвестиций, а следовательно, и конкурентоспособность компании.

- Показатель доли руководителя в собственном капитале компании в пределах от 25% до 50% положительно влияет на долю капиталовложений в активах компании. Показатель доли руководителя в пределах от 25 до 50% от собственного капитала компании имеет коэффициент 0,23. То есть при росте доли руководителя в данном диапазоне на 1% происходит рост доли капиталовложений в активах на 0,23%. Эта положительная зависимость может быть объяснена тем, что такой размер доли в руках руководителя является эффективным инструментом, мотивирующим руководителя реинвестировать больше средств компании для дальнейшего роста ее конкурентоспособности на рынке. При этом будет происходить рост стоимости компании, вместе с которым будет расти благосостояние руководителя, как собственника. В данном случае ситуация «окапывания», видимо, перестает быть актуальной, так как так большая доля в руках руководителя, как правило, подразумевает партнерские отношения с остальными собственниками компании, и руководитель, скорее всего, является наемным сотрудником, появившимся в компании «со стороны», а одним из основателей компании.
- Показатель доли крупных акционеров (физических лиц) в собственном капитале компании свыше 50% положительно влияет на долю капиталовложений в активах компании. Показатель доли крупных акционеров (физических лиц) в собственном капитале компании свыше 50% имеет коэффициент 0,4. Таким образом, при росте доли крупных акционеров (физических лиц) на 1% происходит рост доли капиталовложений в активах на 0,4%. Эта положительная зависимость может быть объяснена тем, что такой большой размер доли крупных акционеров (физических лиц) позволяет им эффективно контролировать компанию и влиять на рост ее эффективности и конкурентоспособности через инвестирование, не участвуя в ее управлении (не являясь менеджментом компании).
- Показатель количества акционеров в отраслях с кодами Насе 1.1. от 10 до 19 и от 60 до 69 отрицательно влияет на размер капиталовложений компании. Иными словами, при росте числа собственников на 10% от их текущего количества происходит снижение капиталовложений на 1,1% и 1,3% соответственно для двух групп отраслей (1-я группа: добыча сырой нефти и природного газа; предоставление услуг в этих областях, добыча металлических руд, добыча прочих полезных ископаемых, производство пищевых продуктов, включая напитки, 2-я группа: связь). То есть в этих отраслях концентрация собственного капитала является значимым показателем в инвестиционном поведении этих компаний.

ВЫВОДЫ

В результате проведенного эмпирического исследования выявлены параметры структуры собственности, которые наряду с фундаментальными факторами оказывают значимое влияние на инвестиционную активность российских компаний, измеряемую по величине ее капложений.

Исследование подтвердило наличие разнонаправленного влияния доли в руках менеджеров компании на принимаемые решения (в данном случае инвестиционные). Исследование показало, что если доля менеджеров в собственном капитале составляет от 7% до 25%, то менеджеры склонны к «окапыванию», и в результате отрицательно влияют на инвестиционную активность компании.

Доля до 7% оказывает положительное влияние на менеджеров, и их интересы сближаются с интересами собственника, что приводит к росту инвестиционной активности компании. Хотя в принципе в данном случае возможно и второе объяснение положительной зависимости – успешные компании выплачивают щедрые компенсации в виде акций компании, и тем самым не доля менеджмента влияет на результаты деятельности, а наоборот, успешная деятельность приводит к росту доли в руках наемного менеджмента. Но даже при такой обратной причинно-следственной связи успешная деятельность обеспечена скорее всего качественной работой менеджмента, которую можно обеспечить эффективной системой вознаграждения, включающей акции компании.

Доля в руках менеджера от 25% до 50% также оказывает положительное влияние на инвестиционную активность компании, что однозначно следует трактовать как эффективный стимул для менеджмента к работе на благо компании, так как в данном случае ситуация «окапывания» будет существенно сокращать благосостояние самого же менеджера.

Кроме того, была получена значимая зависимость в отношении крупных акционеров, которые не являются менеджерами. Их доля свыше 50% в собственном капитале оказывает положительное влияние на инвестиционную активность компании, а следовательно, результаты, полученные некоторыми авторами на данных развитых стран о слишком жестком контроле менеджеров (что снижает эффективность деятельности компании ввиду неэффективных решений) при высокой концентрации собственного капитала, опровергаются. Это можно объяснить тем, что крупные акционеры российских компаний лишь формально не участвуют в управлении компании, а на самом деле контролируют бизнес и его деятельность и корректно ограничивают свободу менеджеров, направляя их решения в правильное русло.

Полученная значимая зависимость для количества собственников в добывающих отраслях и отрасли связи является сигналом для обращения особого внимания на концентрацию собственного капитала. То есть наличие большого числа собственников снижает контроль над менеджерами, что в свою очередь приводит к снижению инвестиционной активности. То есть агентский конфликт в этих отраслях при низкой концентрации собственного капитала значимо влияет на результаты деятельности компании.

Отсутствие значимой зависимости между размером доли в руках мелких акционеров и инвестиционной активности, вероятно, может быть объяснено тем, что важен не размер доли, которая находится в руках множества мелких акционеров, а именно количество этих акционеров, кроме того, анализируемая выборка состояла из компаний, в собственном капитале которых есть доля менеджмента, а следовательно, мелкие акционеры вряд ли могут оказать какое-либо влияние на менеджеров, которые сами являются собственниками.

Литература

- Дробышевский С., Радыгин А., Горшунов И., Изряднова О., Ильин А., Мальгинов Г., Турунцева М., Цухло С., Шкребела И. Инвестиционное поведение российских предприятий. М., 2003.
- Теплова Т.В. Инвестиционные рычаги максимизации стоимости компании: Практика российских предприятий. – М.: Вершина, 2007.
- Капелюшников Р. 2000: Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности: Свидетельства мониторинга РЭБ // Вопросы экономики. – 2000. – №1.
- Barclay, M. and Holderness, C. (1989) Private Benefits from Control of Public.
- Corporations, Journal of Financial Economics 25.
- 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
- Bergloef, E. and von Thadden, E.-L. (1999) The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries (Paper presented at the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., June).
- Berle, A. and Means, G. (1932) The Modern Corporation and Private Property (New York: Macmillan).
- Blasi, J. (1996) Corporate Ownership and Corporate Governance in the Russian Federation (Moscow: The Federal Commission for the Securities Market).
- Brown, D. and Earle, J. (2000) Privatization and Restructuring in Russia: New Evidence from Panel Data on Industrial Enterprises, RECEP Working Paper №1.
- Buck, T., Filatotchev, I., Wright, M., and Zhukov, V. (1999) Corporate Governance and Employee Ownership in an Economic Crisis: Enterprise Strategies in the Former USSR, Journal of Comparative Economics 27.
- Burkart, M., Gromb, D., and Panunzi, F. (1997) Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, Quarterly Journal of Economics 112 (3).
- Craswell A., Taylor S., Saywell R. Ownership structure and Corporate Performance: Australian Evidence. Pacific-Basin Finance Journal, 5(3) (1997), 297-319.
- Demsetz, H. Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, Journal of Political Economy 93.
- EBRD Transition Report (1995) (London: European Bank for Reconstruction and Development).
- Earle, J.S. (1998) Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises (Paper presented at the ACES-ASSA meeting, Chicago, January).

17. Fama, E.F. and Jensen, M. (1983) Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26.

18. Firth M. The Remuneration of CEOs and Corporate Financial Performance in Norway. *Managerial and Decision Economics*, 17(3) (1996), pp. 291-301.

19. Frydman, R., Pistor K., and Rapaczynsky, A. (1996) Investing in an Insider-dominated Firm: A Study of Russian Voucher Privatization Funds, in: Frydman, R., Gray C., Rapaczynsky, A., eds., *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, Vol. 1 (Banks, Funds, and Foreign Investors, New York).

20. Frydman R., Gray C., Hessel M., and Rapaczynski, A. (1997) Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies, *Economic Research Report №9728* (New York: New York University, C.V. Starr Center for Applied Economics).

21. Graves S. Institutional ownership and corporate R&D in the Computer Industry. *The Academy of Management Journal*, 31(2) (1988), pp. 417-28.

22. 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.

23. 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.

24. Holmstrom, B., and Tirole, J. (1993) Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economy* 101.

25. Jensen, Michael C., and William H. Meckling, (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure» *Journal of Financial Economics* 3 (Issue 4, October), pp. 305-360.

26. Jensen, M. (1997) The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems, in: *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan, and Europe* (Oxford University Press).

27. Kochhar R., Parthiban D. Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses. *Strategic Management Journal* 17 (1996), pp. 73-84.

28. Main B., Bruce A., Buck T. Total Board Remuneration and Company Performance. *Economic Journal*, 106(439) (1996), pp. 1627-44.

29. McConell, J.J. Servaes, H. (1990) Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Fin. Economics* 27.

30. Morck, R., Shleifer A., and Vishny R. (1988) Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20.

31. Prowse, S. (1992) The Structure of Corporate Ownership in Japan, *The Journal of Finance* 47 (3).

32. Shleifer, A. and Vishny, R. A. (1997) Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52 (2).

33. Stulz, R. (1988) Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 20.

34. 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.

35. Tevlin S. CEO Incentive Contracts, Monitoring Costs, and Corporate Performance. *New England Economic Review*, 0(0) (1996), 39-50.

36. Willer, D. (1997) Corporate Governance and Shareholder Rights in Russia, *CEPR Discussion Paper No 343*.

37. Xu, X. and Wang, Y. (1997) Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm's Performance: The Case of Chinese Stock Companies, *World Bank Working Paper No 1742*.

38. 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.

39. www.bvdep.com.

Удальцов Валерий Евгеньевич

Приложение 1

- Коды отраслей Nace Rev 1.1., вошедшие в выборку.
- 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 – Metallургическое 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.

Приложение 2

Проверка сокращенной модели на мультиколлинеарность

Вид полученной регрессионной функции модели:

$$Y = 0,05 + 2,23 * Stm_0_07 - 1,46 * Stm_0_07_0_25 + 0,58 * Stm_0_25_0_50 + 0,48 * Sbi_0_50 - 0,34 * EBIT05_A05 + 0,24 * EBIT04_A04 - 0,14DEBT04_A04 + 0,06 * A05_A04 - 0,01 * N_of_owners_D_nace1 - 0,12 * N_of_owners_D_nace6.$$

Таблица 2.1

ПРОВЕРКА МУЛЬТИКОЛЛИНЕАРНОСТИ В СОКРАЩЕННОЙ МОДЕЛИ

Независимая переменная	Вариация	R-квадрат против других X	Толерантность	Диагональные элементы обр. XX
<i>Stm 0 07</i>	5,6019	0,8215	0,1785	21,6072
<i>Stm 0 07 0 25</i>	6,6372	0,8493	0,1507	4,0897
<i>Stm 0 25 0 50</i>	3,2961	0,6966	0,3034	1,1833
<i>Sbi 0 50</i>	2,8576	0,6501	0,3499	0,2370
<i>EBIT05 A05</i>	1,7410	0,4256	0,5744	0,3077
<i>EBIT04 A04</i>	2,0099	0,5025	0,4975	0,3375
<i>DEBT04 A04</i>	1,6967	0,4106	0,5894	0,0887
<i>A05 A04</i>	1,7805	0,4384	0,5616	0,0050
<i>N_of_owners_D_nace1</i>	1,1510	0,1312	0,8688	0,0005
<i>N_of_owners_D_nace6</i>	1,8105	0,4477	0,5523	0,0871

Таблица 2.2

ПРОВЕРКА МУЛЬТИКОЛЛИНЕАРНОСТИ В СОКРАЩЕННОЙ МОДЕЛИ (РАСЧЕТ СОБСТВЕННЫХ ЧИСЕЛ)

№	Собственное значение	Возрастающий %	Кумулятивный %	Условные числа
1	3,3410	33,41	33,41	1
2	1,8694	18,69	52,1	1,79
3	1,6099	16,1	68,2	2,08
4	1,1064	11,06	79,27	3,02
5	0,6100	6,1	85,37	5,48
6	0,4305	4,3	89,67	7,76
7	0,3904	3,9	93,58	8,56
8	0,3113	3,11	96,69	10,73
9	0,2512	2,51	99,2	13,3
10	0,0800	0,8	100	41,78

Все условные числа меньше 100, следовательно, мультиколлинеарности нет.

Вывод. В регрессионной модели капитальных вложений мультиколлинеарность и автокорреляция отсутствуют.

Приложение 3

Вклад регрессоров в R-квадрат сокращенной модели

Таблица 3.1

ВКЛАД РЕГРЕССОРОВ В R-КВАДРАТ СОКРАЩЕННОЙ МОДЕЛИ

Независимая переменная	Кумулятивное значение R-квадрата	Значение R-квадрата при добавлении	Значение R-квадрата при удалении	Значение R-квадрата при использовании	Квадрат частичного корреляционного коэффициента
<i>EBIT05_A05</i>	0,0003	0,0003	0,0216	0,0003	0,0296
<i>EBIT04_A04</i>	0,0473	0,0470	0,0102	0,0254	0,0142
<i>DEBT04_A04</i>	0,0498	0,0025	0,0133	0,0094	0,0184
<i>A05_A04</i>	0,0991	0,0494	0,0371	0,0599	0,0497
<i>Stm_0_07</i>	0,1752	0,0761	0,0136	0,1022	0,0188
<i>Stm_0_07_0_25</i>	0,1948	0,0196	0,0306	0,1226	0,0414
<i>Stm_0_25_0_50</i>	0,2008	0,0060	0,0167	0,0467	0,0229
<i>Sbi_0_50</i>	0,2706	0,0698	0,0569	0,1585	0,0743
<i>N of owners_D_nace1</i>	0,2811	0,0105	0,0099	0,0081	0,0138
<i>N of owners_D_nace6</i>	0,2911	0,0100	0,0100	0,0001	0,0139

Комментарии к табл. 3.1.

- Кумулятивное значение R-квадрата – это значение R-квадрата регрессии при использовании данного регрессора вместе со всеми регрессорами, находящимися выше в таблице.
- Значение R-квадрата при добавлении – это значение R-квадрата, которое добавится к значению R-квадрата регрессии при добавлении данного регрессора в модель к регрессорам, расположенным выше в таблице.
- Значение R-квадрата при удалении – это значение R-квадрата на которое уменьшится значение R-квадрата регрессии при удалении данного регрессора из модели.
- Значение R-квадрата при использовании – значение R-квадрата регрессии, в которой используется в качестве регрессора только один регрессор (по которому смотрим данные в таблице).
- Квадрат частичного корреляционного коэффициента – это показатель, отражающий вариацию регрессанта, объясняемого независимой переменной, контролируя эффекты со стороны других независимых переменных. Таким образом, высокое значение частичного R² свидетельствует о высокой значимости этой независимой переменной для модели.

РЕЦЕНЗИЯ

В статье поднимается актуальная тема построения анализа взаимосвязи качества управленческих решений в компаниях российского рынка и внутренних характеристик выстроенного бизнеса (например, структуры собственности и системы мотивации менеджмента, гендерной принадлежности генерального директора). Исследование факторов, определяющих инвестиционный выбор компаний, которые в большей степени чем другие, влияют на рост и возможности создания рыночной стоимости ведется уже не один десяток лет. Однако, в большинстве работ внимание акцентировано на так называемых, фундаментальных факторах: инвестиционной привлекательности от-

расли и данной компании (показатель Q Тобина), на инвестиционных рисках (прежде всего, систематических), размере активов, финансовых ограничениях. Меньше внимания уделялось таким факторам, которые связаны с принятием внутренних решений (система управления в целом и отдельные ее элементы, например, мотивация персонала и менеджеров, наличие контроля и т.п.), а также институциональным характеристикам внешней среды, в которой работает компания. Практика показывает, что не только фундаментальные характеристики определяют инвестиционный выбор. Значимы также институциональные и внутренние (нефундаментальные) факторы. Исследование их влияния на инвестиционное поведение и динамику стоимости компании актуально и значимо для построения системы управления российскими компаниями.

В статье на высоком уровне представлен реферативный блок анализа поднятой проблемы, приведены результаты как известных академических исследований, так и даны комментарии по новым работам, посвященным раскрытию данной проблемы на развивающихся рынках, включая Российскую Федерацию. Огромный интерес вызывает собственное исследование автора на представительной выборке российских компаний. В исследовании проверяются ряд гипотез о влиянии внутренних факторов на инвестиционное поведение. Используемый метод – множественная регрессия по данным на временном отрезке 2004-2005 гг. Для каждой из гипотез обосновываются объясняющие переменные, которые могут быть построены на основе информации, предоставляемой одной из известных мировых информационных баз. Полученные результаты не тривиальны, позволяют сформулировать интересные рекомендации по построению системы управления российскими компаниями. Обработанные статистические данные наглядно представлены в работе, расчеты по регрессионной модели раскрыты и прокомментированы. Статья рекомендуется к публикации по специализации «Управление».

Теллова Т.В., д.э.н., профессор Государственного университета – Высшей школы экономики

8.3. INFLUENCE OF CAPITAL STRUCTURE ON INVESTMENT ACTIVITY OF RUSSIAN COMPANIES

V.E. Udaltsov, Master in Finance,
Russia, Lecturer of Finance

State University – Higher School of Economics, Moscow

In this article the capital structure and its characteristics such as level of concentration of equity capital, presence of different types of shareholders and their share are analyzed in the role of internal (non fundamental) factors, influencing on investment activity of Russian companies, using capital expenditures. Estimation of these factors is carried out using a 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 these internal factors on investment activity taking into consideration the industry's specificity. JEL Classification: G35, G32, G11, J33

Literature

1. S. Drobishevskij, A. Radigin, I. Gorshunov, O. Izryadnova, A. Il'in, G. Mal'ginov, M. Turuntseva, S. Tshulho, I. Shkrebel. Investment behavior of Russian enterprises. M: 2003 (in Russian).
2. T.V. Teplova. Investment instruments of maximization of company's value. Practice of Russian enterprises. – M: Verzhina, 2007 (in Russian).
3. R. Kapelyushnikov. (2000) Krupneyshie i dominiruyushchie sobstvenniki v rossiyskoy promishlennosti: svidetelstva monitoringa REB (The Larg Barclay, M. and Holderness, C. (1989) Private Benefits from Control of Public. est and Dominant Owners in Russian Industry: Evidence from REB Monitoring), *Voprosy Ekonomiki*, No 1 (in Russian).
4. Corporations, *Journal of Financial Economics* 25.
5. B. Baysinger, R. Kosnik. T. Turk. 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. Bergloef, E. and von Thadden, E.-L. (1999) The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries (Paper presented at the Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., June).
7. Berle, A. and Means, G. (1932) *The Modern Corporation and Private Property* (New York: Macmillan).
8. Blasi, J. (1996) *Corporate Ownership and Corporate Governance in the Russian Federation* (Moscow: The Federal Commission for the Securities Market).
9. Brown, D. and Earle, J. (2000) Privatization and Restructuring in Russia: New Evidence from Panel Data on Industrial Enterprises, RECEP Working Paper No 1.
10. Buck, T., Filatotchev, I., Wright, M., and Zhukov, V. (1999) Corporate Governance and Employee Ownership in an Economic Crisis: Enterprise Strategies in the Former USSR, *Journal of Comparative Economics* 27.
11. Burkart, M., Gromb, D., and Panunzi, F. (1997) Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm, *Quarterly Journal of Economics* 112 (3).
12. Craswell A., Taylor S., Saywell R. Ownership structure and Corporate Performance: Australian Evidence. *Pacific-Basin Finance Journal*, 5(3) (1997), 297-319.
13. Demsetz, H. and Lehn, K. (1985) The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences, *Journal of Political Economy* 93.
14. EBRD Transition Report (1995) (London: European Bank for Reconstruction and Development).
15. Earle, J.S. (1998) Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises (Paper presented at the ACES-ASSA meeting, Chicago, January).
16. Fama, E.F. and Jensen, M. (1983) Agency Problems and Residual Claims, *Journal of Law and Economics* 26.
17. Firth M. The Remuneration of CEOs and Corporate Financial Performance in Norway. *Managerial and Decision Economics*, 17(3) (1996), pp. 291-301.
18. Frydman, R., Pistor K., and Rapaczynsky, A. (1996) Investing in an Insiderdominated Firm: A Study of Russian Voucher Privatization Funds, in: Frydman, R., Gray C., Rapaczynsky, A., eds., *Corporate Governance in Central Europe and Russia*, Vol. 1 (Banks, Funds, and Foreign Investors, New York).
19. Frydman R., Gray C., Hessel M., and Rapaczynski, A. (1997) Private Ownership and Corporate Performance: Some Lessons from Transition Economies, *Economic Research Report No 9728* (New York: New York University, C.V. Starr Center for Applied Economics).
20. Graves S. Institutional ownership and corporate R&D in the Computer Industry. *The Academy of Management Journal*, 31(2) (1988), pp. 417-28.
21. 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.
22. 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.
23. Holmstrom, B., and Tirole, J. (1993) Market Liquidity and Performance Monitoring, *Journal of Political Economy* 101.
24. Jensen, Michael C., and William H. Meckling, (1976), «Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure» *Journal of Financial Economics* 3 (Issue 4, October), pp. 305-360.
25. Jensen, M. (1997) The Modern Industrial Revolution, Exit and the Failure of Internal Control Systems, in: *Studies in International Corporate Finance and Governance Systems: A Comparison of the U.S., Japan, and Europe* (Oxford University Press).
26. Kochhar R., Parthiban D. Institutional Investors and Firm Innovation: A Test of Competing Hypotheses. *Strategic Management Journal* 17 (1996), pp. 73-84.
27. Main B., Bruce A., Buck T. Total Board Remuneration and Company Performance. *Economic Journal*, 106(439) (1996), pp. 1627-44.
28. McConell, J.J. and Servaes, H. (1990) Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value, *Journal of Financial Economics* 27.
29. Morck, R., Shleifer A., and Vishny R. (1988) Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis, *Journal of Financial Economics* 20.
30. Prowse, S. (1992) The Structure of Corporate Ownership in Japan, *The Journal of Finance* 47 (3).
31. Shleifer, A. and Vishny, R. A. (1997) Survey of Corporate Governance, *Journal of Finance* 52 (2).
32. Stulz, R. (1988) Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control, *Journal of Financial Economics* 20.
33. 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.
34. Tevlin S. CEO Incentive Contracts, Monitoring Costs, and Corporate Performance. *New England Economic Review*, 0(0) (1996), 39-50.
35. Willer, D. (1997) Corporate Governance and Shareholder Rights in Russia, CEPR Discussion Paper No 343.
36. Xu, X. and Wang, Y. (1997) Ownership Structure, Corporate Governance, and Firm's Performance: The Case of Chinese Stock Companies, *World Bank Working Paper No 1742*.
37. 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.
38. www.bvdep.com