

Российско-Европейский Центр Экономической Политики

**НАУЧНЫЕ ТРУДЫ РЕЦЭП
«СТРУКТУРА АКЦИОНЕРНОГО КАПИТАЛА И
РЕЗУЛЬТАТЫ ДЕЯТЕЛЬНОСТИ ФИРМ В
РОССИИ: АНАЛИЗ "ГОЛУБЫХ ФИШЕК"
ФОНДОВОГО РЫНКА»**

П.В. Кузнецов, А.А. Муравьев

Август 2001

Аннотация

На основе панельных данных за 1995-1997 гг. мы исследуем влияние структуры акционерного капитала на результаты деятельности нефинансовых приватизированных предприятий России, входящих в группу "голубых фишек" фондового рынка. Нами обнаружено, что концентрация собственности приводит к росту технической эффективности предприятий, который адекватным образом не материализуются в росте прибыльности и рыночной стоимости компаний. Этот результат подтверждает гипотезу об экспроприации, согласно которой крупные собственники используют свое положение для извлечения частных выгод контроля. Исследование также показывает, зависимость результатов деятельности фирм от разных типов собственности выражена достаточно слабо и подвержена влиянию обратной причинно-следственной связи. Мы обнаружили, что рост доли собственности в руках российских негосударственных акционеров приводит к падению рыночной стоимости компаний. Этот результат свидетельствует о том, что указанная группа акционеров склонна к извлечению частных выгод контроля.

Благодарности: Авторы выражают благодарность Российской программе экономических исследований Фонда Евразия за финансовую и профессиональную поддержку в работе над проектом. Мы благодарны Марку Шафферу, Эрику Берглофу, Дэвиду Брауну и Револьду Энтову за замечания и ценные советы. Все оставшиеся ошибки наши собственные.

Ключевые слова: корпоративное управление, структура собственности, Россия.

Содержание

Основные предпосылки и выводы	3
1. Введение	4
2. влияние структуры акционерного капитала на результаты деятельности фирм: обзор теории	5
2.1. Традиционный подход к проблемам корпоративного управления	5
2.2. Современный взгляд на проблему корпоративного управления	6
3. Эмпирические исследования	9
3.1. Страны с развитой рыночной экономикой	9
3.2. Переходные экономики	11
4. Цели исследования	13
5. Описание данных и выборки	14
6. Методология	17
6.1. Измерение результатов деятельности фирм	17
6.2. Переменные, описывающие структуру собственности	19
6.3. Спецификация модели	20
6.4. Процедуры оценки параметров уравнений регрессии	21
6.5. Проблема эндогенности (обратной причинно-следственной связи)	22

7. РЕЗУЛЬТАТЫ ИССЛЕДОВАНИЯ	24
7.1. Результаты регрессионного анализа в предположении экзогенности структуры собственности: оценки по обычному МНК	24
7.2. Результаты регрессионного анализа в предположении эндогенности структуры собственности: оценки по методу инструментальных переменных	25
7.3. Роль государственной собственности, представленной контрольными пакетами акций	25
8. ОБСУЖДЕНИЕ РЕЗУЛЬТАТОВ	26
ПРИЛОЖЕНИЯ	28
СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ	40

Основные предпосылки и выводы

Российскую приватизацию традиционно критиковали за порожденные ей дефекты в структуре собственности предприятий. Важнейшими из них называли доминирование инсайдеров, то есть руководителей и рядовых работников в акционерном капитале компаний, и распыление акций среди множества владельцев. Считалось, что эти акционеры не имели необходимых стимулов и возможностей для проведения реструктуризации предприятий. В 90-е гг. успех экономической реформы на микроуровне связывали с появлением на предприятиях "эффективных собственников", которых обычно отождествляли с крупными внешними акционерами.

Результаты пост-приватизационного перераспределения собственности от инсайдеров к внешним акционерам, сопровождавшегося ее концентрацией, оказались неоднозначными. Это заставило усомниться в справедливости господствовавших ранее представлений о влиянии структуры собственности на эффективность предприятий, в частности, о роли владельцев крупных пакетов акций. Вновь стал актуальным вопрос о том, какая конфигурация собственности способствует улучшению результатов деятельности российских фирм.

В нашем исследовании предпринята попытка оценить на эмпирическом уровне, как структура собственности влияет на результаты деятельности компаний, акции которых котируются на фондовом рынке. Акцент на этих предприятиях связан прежде всего с тем, что в силу своего размера они во многом определяют состояние национальной экономики. Они также заслуживают особого внимания из-за характерной для крупных предприятий распыленности собственности. Разумеется, эти компании специфичны по отраслевой принадлежности, размеру, методам приватизации, да и по многим другим параметрам. В то же время нам представляется, что анализ этой группы фирм позволяет выявить закономерности, свойственные российскому корпоративному сектору в целом.

Мы рассматривали вопрос о том, как структура собственности влияет на производительность труда, прибыльность и стоимость компаний, измеряемую с помощью Q Тобина. Выбор трех показателей связан с тем, что они позволяют проанализировать разные аспекты деятельности фирм. Например, производительность труда является мерой технической эффективности производства, а Q Тобина характеризует стоимость компании с точки зрения мелких акционеров. Далеко не очевидно, что компания с более высокой производительностью труда имеет более высокую стоимость – последняя во многом определяется политикой распределения прибыли между акционерами. Если контролирующие фирму акционеры присваивают львиную долю ее прибыли посредством трансфертного ценообразования или

иных схем, стоимость компании окажется низкой вне зависимости от эффективности производства. Таким образом, отобранные нами показатели характеризуют как технологические, так и связанные с распределением прибыли аспекты деятельности фирмы.

Структура собственности предприятий описана с помощью переменных, характеризующих долю трех крупнейших акционеров, долю трех крупнейших акционеров, не связанных с государством, а также переменных, отражающих доли государства, государственных холдингов, работников и руководителей предприятий (инсайдеров), внешних российских акционеров и иностранных инвесторов.

Регрессионный анализ данных, представляющих собой сбалансированную панель размерностью 101х3, проведен с использованием метода случайных эффектов. Оценки параметров получены как с помощью обычного МНК, так и с помощью метода инструментальных переменных, примененного для корректировки результатов на эндогенность структуры собственности.

В ходе исследования подтвердилась гипотеза о том, концентрация собственности приводит к росту производительности труда. Этот результат можно объяснить улучшением мониторинга при увеличении концентрации собственности, благодаря чему ограничиваются возможности менеджеров преследовать собственные цели.

Проведенный нами анализ показал, что связь между рентабельностью и концентрацией собственности описывается U-образной кривой, достигающей минимума при концентрации, равной 56%. Нами также установлено, что концентрация собственности приводит к падению стоимости компании. Таким образом, повышение эффективности (рост производительности труда), вытекающее из концентрации собственности, адекватным образом не материализуется в более высокой прибыльности и стоимости компаний. По всей видимости, эти результаты свидетельствуют о конфликтах по поводу распределения прибыли, возникающих между крупными и мелкими акционерами. Крупные акционеры, обладающие значительной властью в компании, присваивают ее прибыль, лишая мелких акционеров их части остаточного дохода.

Мы также обнаружили, что наличие контрольного пакета акций у государства или государственных холдинговых компаний не позволяет крупным частным акционерам экспроприировать мелких. Таким образом, в 1995-97 гг. государственные пакеты акций в российских компаниях играли позитивную роль в корпоративном управлении.

Что касается роли разных групп собственников, мы обнаружили, что рост доли российских внешних акционеров, не связанных с государством, негативно влияет на стоимость компаний. Этот результат указывает на то, что именно эта группа собственников склонна к извлечению частных выгод контроля и экспроприации мелких акционеров.

1. Введение

Неоднозначность результатов экономической реформы в России в 90-е гг. связывают с множеством факторов, среди которых заметная роль принадлежит проблемам корпоративного управления. Причинами медленной реструктуризации и низких результатов деятельности российских предприятий обычно называли особенности приватизационного процесса, который привел к существенному распылению собственности и беспрецедентной по всем стандартам доли трудовых коллективов в акционерном капитале компаний. Важнейшей проблемой считалась слабая вовлеченность мелких акционеров в процесс управления компаниями, а также доминирование специфических интересов акционеров-работников, препятствовавших или задерживавших реструктуризацию фирм. Не

удивительно, что перераспределение собственности от акционеров-инсайдеров к внешним инвесторам, равно как и концентрация собственности, особенно в руках внешних акционеров, обычно рассматривались как механизм преодоления порожденных приватизацией неэффективностей. Однако последствия пост-приватизационных изменений в распределении собственности, которые в целом соответствовали вышеупомянутым рекомендациям, для эффективности предприятий оказались неоднозначными. С одной стороны, существует множество примеров успешного развития компаний, обретших крупных акционеров, особенно иностранных. С другой стороны, имеются многочисленные свидетельства, порой анекдотичного характера, поведения крупных акционеров, нацеленного на извлечение частных выгод контроля, а не на реструктуризацию производства и повышение экономической эффективности. Таким образом, вопрос о том, какой тип собственности способствует оживлению российских предприятий и российской экономики в целом, до сих пор остается дискуссионным. Попытка ответить на него предпринята в данном исследовании. В его первой части представлен обзор теории о взаимосвязи собственности и результатов деятельности фирм. Далее представлен обзор наиболее значимых исследований, посвященных указанной тематике. В третьей части описаны данные и методология, а также результаты проведенного нами эмпирического исследования.

2. Влияние структуры акционерного капитала на результаты деятельности фирм: обзор теории

2.1. Традиционный подход к проблемам корпоративного управления

Влияние структуры акционерного капитала на результаты деятельности фирмы является предметом научных дебатов на протяжении 70 лет, прошедших с момента опубликования ставшего классическим труда А. Берла и Г. Минза "Современная корпорация и частная собственность" (Berle and Means, 1932). С 70-х гг. прошлого века данный вопрос обычно рассматривается в контексте агентских отношений между принципалами (собственниками) и агентами (менеджерами). В корпорациях агентская проблема обычно, хотя и не обязательно, возникает в результате распыления акционерного капитала, когда многочисленные владельцы мелких пакетов акций оказываются не в состоянии совместно управлять принадлежащей им фирмой и вынуждены передавать права контроля особому субъекту управления, т.е. команде менеджеров.

На языке агентской теории отделение собственности от управления приводит к возникновению агентских издержек, которые могут повлечь за собой существенное ухудшение результатов деятельности фирм. Из-за несовпадения интересов собственников компаний и менеджеров высок риск того, что ресурсы корпораций будут использованы в целях, отличных от максимизации дохода акционеров. Таким образом, перед собственниками компаний встает проблема контроля над действиями управляющих.

Существуют четыре основных механизма корпоративного контроля, ограничивающих свободу действий менеджеров и вынуждающих их принимать решения, которые являются оптимальными с точки зрения акционеров. К этим механизмам относятся рынки капитала, правовая и регулятивная система, товарные рынки и рынки факторов производства и, наконец, система внутреннего контроля (Jensen, 1997). Последняя обеспечивает участие акционеров в управлении компанией через избрание и представительство в совете директоров и позволяет собственникам напрямую влиять на менеджмент. Однако эффективность системы внутреннего контроля ограничена в условиях распыленной структуры собственности, когда улучшение корпоративного управления является

общественным благом для мелких акционеров. Следствием стремления акционеров переложить функции контроля на других и "проехать бесплатно" становится то, что менеджеры получают значительную свободу действий и могут воспользоваться ей для достижения собственных целей. Этими целями могут быть присвоение средств инвесторов, создание "империй" или "легкая жизнь". После опубликования работы Берла и Минза тезис о том, что в условиях распыления акционерного капитала акционер "беспомощен" перед оппортунизмом менеджеров, получил всеобщее признание.

Такой подход к анализу корпораций приводит к выводу о том, что концентрация акционерного капитала является наиболее простым способом смягчения агентской проблемы во взаимоотношениях собственников и менеджеров. В литературе по корпоративному управлению указывается, что по сравнению с мелкими акционерами у владельцев крупных пакетов акций есть как более сильные стимулы, так и больше возможностей для осуществления контроля над менеджерами. Кроме того, ряд исследователей утверждает, что большинство существующих механизмов корпоративного управления можно рассматривать как примеры концентрированной собственности (Shleifer and Vishny, 1997).

Таким образом, в соответствии с традиционным подходом основная проблема корпоративного управления заключается в противостоянии менеджеров, преследующих собственные интересы, и акционеров, владеющих небольшими пакетами акций.

2.2. Современный взгляд на проблему корпоративного управления

В последние годы концепция корпоративного управления претерпела существенные изменения. Они были связаны с осознанием того, что компании, находящиеся в собственности большого числа мелких акционеров, встречаются достаточно редко за исключением ряда стран с англосаксонской правовой традицией (Bergloef and von Thadden, 1999). В остальных странах, включая большинство европейских, преобладают компании, где концентрация собственности сравнительно высока. В этих компаниях свобода действий менеджеров ограничена необходимостью разработки таких стратегий, которые подчинены обязательствам, в неявной форме налагаемым на них крупными акционерами. В результате рамки корпоративного управления расширяются, охватывая сложные взаимоотношения между менеджерами, владельцами крупных пакетов акций и мелкими акционерами.

Новая трактовка проблемы корпоративного управления существенно усложняет анализ связи между структурой собственности и результатами деятельности компаний. В частности, становятся очевидными издержки, связанные с концентрацией акционерного капитала. Они возникают, когда крупные собственники, имеющие возможность напрямую влиять на процесс принятия решений в корпорации, действуют с целью максимизации собственной выгоды и лишают мелких акционеров их доли остаточного дохода. Такое поведение крупных акционеров, известное как "извлечение частных выгод контроля", широко освещается в литературе по корпоративному управлению (см., например, Barclay and Holderness, 1989). В той мере, в какой частные выгоды контроля имеют финансовую природу (как, например, в случае с использованием механизма трансфертного ценообразования), неизбежно ухудшение результатов деятельности корпораций. Другим негативным следствием концентрации собственности является рост издержек привлечения капитала в результате падения ликвидности акций или сужения возможностей инвесторов в отношении диверсификации своих вложений (Fama and Jensen, 1983). Кроме того, концентрация собственности препятствует дополнительному мониторингу менеджеров со стороны фондового рынка, который доступен при большей распыленности акционерного капитала и связанной с ней более высокой ликвидностью акций (Holmstrom and Tirole, 1993). В ряде последних работ

подчеркивается, что излишняя концентрация собственности приводит к чрезмерному мониторингу, что в свою очередь сковывает инициативу менеджеров. Такая инициатива не обязательно сопряжена с ущербом для фирмы и может оказаться полезной, поскольку побуждает менеджеров осуществлять специфические для фирмы инвестиции (Burkart et al., 1996). Следовательно, имеет место баланс между преимуществами мониторинга, осуществляемого крупными внешними собственниками, и выгодами от предоставления менеджерам некоторой свободы действий при распыленной структуре собственности.

Итак, традиционный подход, который ориентирован на защиту мелких акционеров от оппортунизма менеджеров, в настоящее время считается "чрезмерно узким". Его недостатки особенно четко видны на примере развивающихся стран и стран с переходной экономикой, где крупные стратегические инвесторы чаще всего оказываются основными игроками на поле корпоративного управления (Bergloef and von Thadden, 1999).

Появившиеся в последнее время исследования по корпоративному управлению также уделяют значительное внимание типу или "идентичности" собственников. В этих работах подчеркивается, что целевые функции и издержки контроля над менеджерами неодинаковы для разных типов собственников. Следовательно, значение имеет не только доля капитала в руках акционера, но и то, кем является акционер - частным лицом, работником, менеджером, финансовым институтом или нефинансовым предприятием.

Среди разных типов собственности наибольший интерес представляет собственность в руках менеджеров, поскольку она может двояко влиять на результаты деятельности фирм. С одной стороны, этот тип собственности является инструментом, позволяющим сблизить интересы менеджеров и сторонних акционеров. Увеличение принадлежащей руководителям доли акционерного капитала стимулирует их к максимизации прибыли, и, таким образом, положительно влияет на результаты деятельности фирмы (Jensen and Meckling, 1976). С другой стороны, увеличение доли менеджеров в капитале фирмы способствует их "окапыванию", что влечет за собой особенно большие издержки в тех случаях, когда они не обладают высокой квалификацией или предпочитают "легкую жизнь" (Morck et al., 1988; Stulz, 1988). Влияние собственности менеджеров на результаты деятельности корпорации нередко рассматривается как результат взаимодействия двух вышеупомянутых факторов: совпадения мотивации менеджеров и собственников с одной стороны, и проблемы "окапывания" – с другой. Из этого следует, что оптимальную долю менеджеров в капитале фирмы невозможно установить с помощью известных теорий и следует искать путем эмпирических исследований.

Влияние собственности внешних акционеров на результаты деятельности фирмы определяется жесткостью их контроля над действиями менеджеров. Считается, что концентрация акционерного капитала у внешних инвесторов усиливает этот контроль. Однако эта зависимость не обязательно описывается непрерывной функцией. Более реалистично рассматривать ее как разрывную функцию в зависимости от распределения контроля над фирмой. Например, совершенно разные модели управления могут возникать в ситуациях, когда существует единственный владелец крупного пакета акций, обладающий полным контролем над фирмой, два акционера, владеющие крупными пакетами акций и имеющие разные интересы, или несколько крупных акционеров, причем четко выраженный центр контроля отсутствует.

Некоторые группы акционеров могут сознательно воздерживаться от приобретения крупных пакетов акций. Типичным примером служат финансовые институты - банки, страховые компании, инвестиционные фонды и т.п., предпочитающие ликвидность своих инвестиций в корпоративные активы осуществлению более жесткого контроля над компаниями (Coffee,

1991). Промышленные предприятия, являющиеся акционерами других фирм, обычно принимают более активное участие в корпоративном управлении.

Собственность в руках работников предприятия. Как отмечают Фридман и Рапачински (Frydman and Rapaczynski, 1994), с точки зрения корпоративного управления собственность работников уже долгое время рассматривается западными экономистами как плохая идея. Тем не менее, наряду с теоретическими аргументами против собственности наемных работников существует и ряд доводов в ее пользу. Например, Хансманн (Hansmann, 1990, p. 307) утверждает, что работники предприятий практически всех отраслей находятся в очень выгодном положении для мониторинга действий менеджеров: "большая часть их [работников] дохода обычно напрямую связана с работой в компании; они ежедневно сталкиваются с деятельностью компании и осведомлены о некоторых аспектах этой деятельности, и им сравнительно легко объединиться для совместного принятия решений". С другой стороны, совместные действия и, следовательно, контроль затруднены ввиду того, что цели работников не совпадают, поскольку они относятся к разным возрастным группам, заняты в разных подразделениях и имеют неодинаковую ценность для фирмы (Hansmann, 1990).

Проблема мониторинга - лишь один из целого ряда связанных с собственностью работников эффектов, воздействующих на результаты деятельности предприятий. Собственность работников влияет на возможности фирм привлекать финансирование, а также может смягчать агентские проблемы во взаимоотношениях менеджеров, представляющих собственника, и работниками. Многие исследователи указывают, что у фирмы, находящейся в собственности работников, меньше возможностей для привлечения капитала из внешних источников по сравнению с фирмами, контролируруемыми акционерами-аутсайдерами. Основная проблема состоит в том, что потенциальный инвестор сталкивается с риском, что предоставленные им средства будут использованы для оплаты услуг труда, а не капитала. Собственность работников нередко рассматривается как механизм решения агентской проблемы между менеджером и работником, то есть классического конфликта между трудом и капиталом. Однако оппоненты этой точки зрения утверждают, что собственность работников едва ли способствует росту производительности труда, особенно в крупных фирмах. Каждый работник получает лишь малую часть прибыли, возникающей в результате его дополнительных усилий, следовательно, имеет место эффект "безбилетника". С другой стороны, даже если прямой стимулирующий эффект собственности работников оказывается ничтожным, возможно усиление взаимного мониторинга занятых на фирме, что связано с их заинтересованностью в результатах ее деятельности. Таким образом, теория не дает однозначного ответа на вопрос о влиянии собственности работников на результаты деятельности фирм.

Государственная собственность. Оценка этой формы собственности вызывает значительно меньше споров в академических кругах. На протяжении двух последних десятилетий государственная собственность традиционно критикуется как неэффективная. Например, де Алесси (De Alessi, 1980 и De Alessi, 1982) определяет предприятия, которыми владеет государство, как "политические" фирмы, коллективным собственником которых является общество в целом. Отличительная особенность таких фирм состоит в том, что отдельный гражданин не имеет прямого права на их остаточный доход и не может передать свои права собственности. Права собственности реализуются тем или иным уровнем государственного аппарата, у которого нет четких стимулов к повышению эффективности фирмы. Викерс и Ярроу (Vickers and Yarrow, 1988) рассматривают отсутствие должных стимулов как главный недостаток государственной собственности. Другие концепции связывают ее неэффективность с политикой ценообразования (Shapiro and Willig, 1990), политическим

вмешательством (Shleifer and Vishny, 1994) и проблемой человеческого капитала в государственных предприятиях (Krueger, 1990).

3. Эмпирические исследования

3.1. Страны с развитой рыночной экономикой

В этом параграфе представлен обзор проведенных на Западе эмпирических исследований о влиянии структуры собственности на результаты деятельности компаний. Большинство этих работ базируются на данных из США и в значительной мере опираются на традиционный со времен Берла и Минза подход к проблемам собственности и контроля.

Демсец и Лен (Demsetz and Lehn, 1985) использовали регрессионный анализ пространственных данных для выявления зависимости между прибыльностью и концентрацией собственности, которая измерялась с помощью нескольких показателей: доли акций, контролируемых пятью и 20 крупнейшими акционерами, а также индексом Херфиндаля. Авторы не выявили статистически значимой связи между прибыльностью и концентрацией собственности и предположили, что этот результат подтверждает гипотезу о том, что существующие структуры собственности оптимальны, так как возникли в ходе процесса естественного отбора.

Прауз (Prowse, 1992) применил модель Демсеца-Лена к данным из Японии. Подобно авторам предыдущей работы, он не выявил статистически значимой связи между концентрацией собственности и результатами деятельности фирм.

Морк и др. (Morck et al., 1988) оценивали связь между Q Тобина (отношение рыночной стоимости фирмы и восстановительной стоимости ее активов) и долей акций, находящихся в собственности членов совета директоров для выборки из 371 американской фирмы. Они обнаружили, что концентрация собственности позитивно влияет на Q Тобина до тех пор, пока доля директората не превышает 5%, негативно в интервале от 5 до 25% и имеет слабый позитивный эффект за пределами этого интервала. Более слабая зависимость существует при замене объясняемой переменной на прибыльность. Другими словами, эти результаты свидетельствуют о наличии двух эффектов, связанных с менеджерской собственностью, а именно эффекта сближения интересов и эффекта "окапывания". Авторы также дают другое объяснение прямой зависимости результатов деятельности от собственности менеджеров в интервале от 0 до 5%. Они предполагают, что существенную роль может играть обратная причинно-следственная связь. Их аргумент заключается в том, что менеджеры успешно работающих фирм получают большие компенсации в форме пакетов акций, и, таким образом, результаты деятельности определяют собственность менеджеров, а не наоборот.

Макконнелл и Серваес (McConell and Servaes, 1990) исследовали связь между структурой собственности и стоимостью фирмы, измеряемой Q Тобина. В качестве показателей структуры собственности ими были выбраны доля акций в руках инсайдеров (директората), доля институциональных инвесторов и доля крупных внешних собственников, не представленных в совете директоров. Авторы обнаружили обратную U-образную зависимость между Q Тобина и долей акций в собственности инсайдеров. Кроме того, они выявили прямую связь между Q Тобина и долей институциональных инвесторов в акционерном капитале.

Зекхаузер и Паунд (Zeckhauser and Pound, 1990) установили, что присутствие крупных акционеров, выступающих в качестве заинтересованной в мониторинге группы, позитивно

сказывается на результатах деятельности фирм с низким уровнем специфического капитала (то есть фирм с низким отношением затрат на НИОКР к выручке от реализации). В таких фирмах наличие собственников, владеющих более чем 15 процентами акционерного капитала, позитивно влияет на отношение цены акции к прибыли на акцию. Это означает, что для указанной категории фирм ожидается аномальный рост будущих прибылей.

Агравэл и Кнёбер (Agrawal and Knoeber, 1996) анализировали взаимосвязь альтернативных механизмов контроля, а именно собственности инсайдеров, институциональных инвесторов и крупных акционеров, не представленных в органах управления компании, назначения независимых директоров, финансирования за счет заемных средств, рынка труда менеджеров и рынка корпоративного контроля. Они обнаружили, что увеличение доли инсайдеров в акционерном капитале фирмы оказывает позитивное воздействие на результаты ее деятельности, измеряемые с помощью Q Тобина. Ими также было установлено, что наличие не представленных в органах управления компании крупных акционеров и присутствие институциональных инвесторов являются альтернативными механизмами, усиливающими активность внешних акционеров.

Эдвардс и Вайхенридер (Edwards and Weichenrieder, 1999) анализировали влияние крупных собственников на благосостояние мелких акционеров в Германии. Их исследование показало, что два позитивных эффекта, связанных с присутствием крупных акционеров, а именно более тщательный мониторинг менеджеров и снижение стимулов к эксплуатации миноритарных акционеров преобладают над негативным, связанным с извлечением больших частных выгод от обладания контролем.

Холдернес и др. (Holderness, et al., 1999) исследовали эволюцию собственности и управления со времен Великой депрессии. Они обнаружили, что в корпорациях, акции которых открыто обращаются на рынке, собственность менеджеров выросла в среднем с 13% до 22% за период с 1935 по 1995 г. Этот результат означает, что отделение собственности от контроля не было абсолютным даже в середине 30-х годов, когда была выдвинута гипотеза Берла и Минза. Другой важный результат состоит в том, что для выборки 1935 г. рентабельность компаний существенно возрастает по мере увеличения доли акций в руках менеджеров с 0% до 5% и снижается в интервале от 5% до 25%. Для выборки 1995 года Q Тобина существенно возрастает с увеличением доли менеджеров в капитале компании в интервале 0-5%.

Следует отметить, что доминирующим подходом в исследованиях, посвященным влиянию структуры собственности на результаты деятельности фирм, являлся регрессионный анализ пространственных выборок, в котором прибыльность или Q Тобина выступали в качестве зависимой переменной, а показатели структуры собственности играли роль регрессоров. Наряду с этим существуют и другие методологические подходы. Например, Врак (Wruck, 1988) анализирует изменения стоимости фирмы в момент объявления о закрытой продаже нового выпуска ее акций. Основанием подобного подхода служит то, что закрытое (частное) размещение эмиссии акций, в отличие от ее открытой (публичной) продажи, увеличивает концентрацию собственности. Автор обнаруживает, что рост концентрации собственности позитивно влияет на стоимость фирмы.

Таким образом, проведенные на Западе многочисленные эмпирические исследования не дают четкого ответа на вопрос о связи структуры собственности и результатов деятельности фирм. Отчасти это может быть объяснено различиями в выборе переменных. Например, связь между собственностью и результатами деятельности фирмы не прослеживается во многих работах, использующих в качестве зависимой переменной рентабельность. В то же время работы, базирующиеся на Q Тобина, часто подтверждают теорию, предсказывающую позитивное воздействие концентрации собственности и двойное влияние собственности менеджеров на результаты деятельности фирм.

Важно подчеркнуть, что ряд вопросов не нашел отражения в количественных исследованиях с использованием западных данных. В частности, отсутствуют эмпирические сопоставления собственности внешних инвесторов и работников, поскольку эти типы собственности преобладают в разных отраслях. Например, в США собственность работников доминирует в сфере услуг, включая управленческий консалтинг, рекламу, архитектуру, инжиниринг и медицину и значительно реже встречается в промышленных фирмах, где преобладает собственность инвесторов (Hansmann, 1990).

3.2. Переходные экономики

Взаимосвязь структуры собственности и результатов деятельности предприятий в переходных экономиках стала предметом многочисленных исследований, что было связано с возможностями их использования как для совершенствования экономической политики, так и для проверки ряда гипотез из области корпоративного управления. Как указывают Фридман и др. (Frydman et al., 1997), большое разнообразие форм собственности на ранних стадиях их эволюции и распределение этих форм относительно их эффективности для разных типов бизнеса позволяет изучить их сравнительные преимущества до того, как менее эффективные из них отомрут. Эти авторы также отмечают, что отсутствие или неразвитость в переходной экономике многих механизмов, замещающих роль собственников в условиях свободного рынка (например, таких, как рынок корпоративного контроля и процедуры банкротства), дает шанс выявить истинное значение собственности. Этот параграф содержит краткий обзор исследований, посвященных взаимосвязи структуры собственности и результатов деятельности предприятий и проведенных на материале переходных экономик.

Су и Ванг (Xu and Wang, 1997) исследуют влияние структуры собственности на результаты деятельности китайских компаний, акции которых котируются на фондовом рынке. Они отмечают положительную и значимую корреляцию между концентрацией собственности и рентабельностью, весомую роль крупных институциональных акционеров в корпоративном управлении и неэффективность государственной собственности.

Фридман и др. (Frydman et al., 1997) обнаружили позитивное влияние собственности частных акционеров на доходы фирм, реструктурирование затрат, расширение занятости и преодоление сильнейшего шока "маркетизации" в переходных экономиках. Авторы также уделили внимание неодинаковым результатам деятельности компаний с разными типами частных собственников, а их некоторые выводы идут вразрез с широко распространенными представлениями о влиянии собственности менеджеров на деятельность фирм, а также о роли приватизационных фондов и иностранных инвесторов.

Опираясь на выборку из 706 чешских фирм за период с 1992 по 1997 г., Клэссенс и Дьянков (Claessens and Djankov, 1999) приходят к выводу, что более концентрированная собственность влечет за собой более высокую рентабельность и производительность труда. Эти результаты слабо меняются при включении контрольных переменных для типа собственности или корректировок на эндогенность концентрации собственности.

Несмотря на долгую историю дискуссий о собственности в России, эмпирические исследования в этой области явно недостаточны. Большинство работ основано на сравнительно старых данных, собранных на заключительной стадии процесса ваучерной приватизации. Кроме того, эти работы редко идут дальше описания структур собственности, возникших в ходе приватизации. Характерным примером является Transition Report Европейского банка реконструкции и развития (EBRD, 1995), содержащий утверждения о неэффективности фирм с доминированием инсайдеров, в подтверждение которых

приводятся малоубедительные эмпирические данные, относящиеся к раннему пост-приватизационному периоду в России и Восточной Европе.

Фридман и др. (Frydman et al., 1996) охарактеризовали российскую экономику как экономику с "доминированием инсайдеров", не проводя четких различий между менеджерами и работниками. Показательно подготовленное по заказу Федеральной комиссии по ценным бумагам и фондовому рынку исследование Блази (Blasi, 1996), которое опиралось на проведенные в конце 1995 г. интервью с генеральными директорами. Согласно отчету Блази, российскими компаниями в основном владели инсайдеры, причем наибольшие пакеты акций принадлежали рабочим. Автор указывает, что работники обычно были пассивными акционерами и не участвовали в процессе принятия корпоративных решений. Доля акционерного капитала в руках менеджеров достигла очень высокого уровня в ряде компаний и продолжала увеличиваться. Доля внешних акционеров выросла с момента окончания ваучерной приватизации и, по-видимому, стабилизировалась в 1995 г.

Работа Виллера (Willer, 1997) относится к числу исследований, тесно связанных с обсуждаемой нами проблемой. Работа базируется на выборке из 140 крупнейших акционерных обществ России и показывает, что крупные акционеры способны оказывать более сильное давление на менеджмент, чем разрозненные мелкие собственники. Этот вывод можно интерпретировать в том смысле, что наличие крупных акционеров улучшает результаты работы предприятий.

Эрл (Earle, 1998) рассматривает влияние структуры собственности, сложившейся к моменту окончания в 1994 г. ваучерного этапа приватизации, на результаты работы предприятий. Автор использует производительность труда в качестве зависимой переменной и применяет двухшаговый метод инструментальных переменных с целью корректировки результатов регрессионного анализа на эндогенность собственности. В исследовании выявлено позитивное воздействие концентрации собственности в руках внешних акционеров, а также в руках менеджеров, на производительность фирм.

На основе опросов предприятий в России, Белоруссии и на Украине Бак и др. (Buck et al., 1999) обнаружили, что влияние собственности работников (и менеджеров) на деятельность предприятий является довольно благоприятным. Их результаты также показывают, что компании, в которых имеются внешние акционеры, обычно прибегают к более активным стратегиям реструктуризации активов в кризисных ситуациях.

Браун и Эрл (Brown and Earle, 2000) использовали обширную панель данных за 1993-98 гг. по предприятиям, на которых в 1993 г. работало 82% всех занятых в российской промышленности. Авторы обнаружили, что наилучшими с точки зрения показателей деятельности являются предприятия с муниципальной собственностью, за которыми следуют фирмы со смешанной (государственной и частной) собственностью, фирмы с региональной, федеральной собственностью, совместные предприятия и полностью частные фирмы. В последней группе низкие результаты деятельности демонстрировали фирмы с более высокой долей инсайдеров, а также компании, акции которых продавались на чековых аукционах. В то же время предприятия, где есть пакеты акций, принадлежащие холдингам, доли иностранных инвесторов и "золотые акции", показывали значительно более высокие результаты.

В работе Капелюшникова (2000) подведены итоги трех обследований предприятий, проведенных Российским экономическим барометром в 1995, 1997 и 1999 гг. В работе обнаружена нелинейная зависимость между концентрацией собственности и результатами деятельности предприятий: фирмы с наилучшими показателями характеризуются умеренной концентрацией собственности, измеряемой долей акций в руках крупнейших акционеров.

Автор также подчеркивает необходимость учета "идентичности" крупнейших акционеров при анализе роли концентрации собственности. В его работе наихудшие результаты деятельности характерны для фирм с наиболее высокой концентрацией акционерного капитала. Крупнейшими собственниками в таких компаниях являются внешние нефинансовые акционеры (в основном частные лица, аффилированные с менеджерами предприятий) или государство. Автор предполагает, что основной функцией нефинансовых аутсайдеров является защита фирмы (т.е. ее менеджеров) от вторжения внешних финансовых акционеров.

Таким образом, исследования, проведенные на данных из переходных экономик, приходят к разным и зачастую противоречащим друг другу выводам. Поэтому взаимосвязь между структурой собственности и результатами деятельности фирм заслуживает дополнительного внимания.

4. Цели исследования

Главная цель настоящего исследования состоит в анализе влияния концентрации собственности на результаты деятельности российских нефинансовых приватизированных предприятий, образующих группу "голубых фишек" российского фондового рынка. Тем самым проверяется выдвинутая Берлом и Минзом гипотеза о том, что результаты деятельности компаний в значительной мере зависят от степени концентрации собственности, причем они улучшаются с ростом концентрации. Вторая цель – рассмотреть влияние разных форм собственности или разных типов акционеров на результаты деятельности фирм. Мы предполагаем, что собственность инсайдеров (трудового коллектива и менеджеров) оказывает негативное, а собственность разных групп аутсайдеров (внешних инвесторов) - позитивное воздействие на результаты деятельности предприятий.

Акцент на компаниях, акции которых свободно обращаются на фондовом рынке, сделан по нескольким причинам. Во-первых, большинство этих компаний представляют собой крупные и сверхкрупные предприятия, деятельность которых существенно влияет на состояние российской экономики. Во-вторых, значительная распыленность собственности, характерная для крупных компаний, требует особого внимания. В-третьих, анализ "голубых фишек", которые, как правило, раскрывают информацию о финансовом положении и структуре собственности, позволяет избежать многочисленных проблем, связанных с отсутствием или с низким качеством данных по российским предприятиям.

Новизна нашего исследования в первую очередь связана с использованием более совершенной методологии и свежих данных по сравнению с работами других авторов. В большинстве более ранних работ были использованы данные, относящиеся ко времени приватизации или к раннему пост-приватизационному периоду. Результаты этих исследований часто порождают вопросы, так как не вполне ясно, могли ли преимущества разных типов собственности проявиться в течение короткого периода после приватизации предприятий. Более того, работая с данными за 1993-94 гг., исследователи сталкиваются со значительной долей остаточной государственной собственности, что затрудняет анализ влияния концентрации собственности, как она традиционно понимается в работах по корпоративному управлению - концентрация частной собственности, на деятельность предприятий. Поэтому использование более свежих данных за 1995-97 гг. позволяет получить более точные выводы о связи структуры собственности с результатами деятельности компаний. С чисто технической точки зрения наше исследование выделяется тем, что в нем используются панельные данные и применен метод инструментальных

переменных с целью корректировки результатов регрессионного анализа на эндогенность собственности.

5. Описание данных и выборки

Мы располагаем данными о российских предприятиях, вошедших в список "голубых фишек" агентства финансовой информации "Скейт". Исходная база данных содержит информацию о финансовом положении и структуре собственности 236 компаний, акции которых обращались на фондовом рынке в 1997-98 гг. Из этого списка были исключены финансовые институты, компании, прежде не являвшиеся государственными предприятиями, а также компании, акции которых не котировались на рынке в конце 1995, 1996 или 1997 гг. Кроме того, из базы данных были удалены предприятия, для которых отсутствовали финансовые данные¹ или информация о структуре собственности за 1995-97 гг., а также "Газпром" и РАО "ЕЭС", которые, фактически являясь "государствами в государстве", занимают особое положение в экономике России. В ряде случаев данные агентства "Скейт" были дополнены информацией с официальной Интернет-страницы ФКЦБ², а также из баз данных ГНОЗИС, АК&М, Госкомстата России, ежегодника Russian Equity Guide, издаваемого брокерской фирмой Brunswick Brokerage, и из российской финансовой прессы. Таким образом, база данных содержит ключевые финансовые показатели, информацию о занятости, капитализации и собственности для 101 российского предприятия.

Структура выборки по размеру предприятий. В таблице 1 показано распределение предприятий выборки по размеру согласно принятой в российской статистике классификации: средние предприятия (200-999 работников), крупные предприятия (1000-9999 работников) и сверхкрупные предприятия (более 10000 работников). Выборка охватывает в основном сверхкрупные предприятия, и распределение фирм по размеру достаточно стабильно.

Таблица 1. Структура выборки по размеру предприятий

	1994	1995	1996	1997
Средние	2	2	2	1
Крупные	33	33	35	37
Сверхкрупные	66	66	64	63

Более детальная дескриптивная статистика основных финансовых показателей, показателей занятости и капитализации приведена в приложении 1.

Отраслевая структура выборки. Распределение включенных в выборку предприятий по базовым отраслям приведено в таблице 2. Предприятия пяти агрегированных отраслей (металлургической, электроэнергетики, связи, машиностроения, а также нефтяной, газовой и химической) составляют 86% общего числа включенных в выборку фирм. В таблице 2 также приведено распределение по базовым отраслям 200 российских компаний с наибольшей рыночной капитализацией³. Выборку можно считать репрезентативной в отношении отраслевой принадлежности крупнейших российских предприятий.

¹ Ряд компаний, например, нефтяные холдинги ОНАКО, Сибнефть, Восточная Нефтяная Компания стали публиковать консолидированную финансовую отчетность в лучшем случае в 1997 г.

² Адрес <http://disclosure.fcsm.ru>

³ Список журнала «Эксперт» на сентябрь 1998 г.

Таблица 2. Отраслевая структура выборки

	Выборка		"Эксперт-200"	
	Число фирм	%	Число фирм	%
Нефтяная, газовая, химическая	22	21.8	54	27.0
Металлургия	18	17.8	14	7.0
Электроэнергетика	17	16.8	52	26.0
Связь	16	15.8	41	20.5
Машиностроение	14	13.9	23	11.5
Транспорт	6	5.9	6	3.0
ЛДЦБ	3	3.0	2	1.0
Пищевая	2	2.0	5	2.5
Другие	3	3.0	3	1.5
Итого	101	100	200	100

Распределение предприятий выборки по экономическим районам России приведено в таблице 3. Львиная доля компаний (74%) расположена в пяти районах: на Урале, в Западной Сибири, в Поволжском, Северо-западном и Центральном районах. Таблица также дает представление о территориальном размещении компаний, входивших в 1998 г. в список "Эксперт-200" по размеру рыночной капитализации. С точки зрения более детальной классификации (не показана) предприятия выборки распределены между 33 субъектами Федерации, среди которых доминируют столицы, Тюменская, Челябинская, Самарская, Свердловская и Иркутская области.

Таблица 3. Структура выборки по экономическим районам

	Выборка		"Эксперт-200"	
	Число фирм	%	Число фирм	%
Центральный	5	4.9	7	3.5
Северо-западный	15	14.9	11	5.5
Волго-вятский	12	11.9	48	24.0
Центрально-черноземный	3	3.0	17	8.5
Северный	3	3.0	9	4.5
Северо-Кавказский	12	11.9	18	9.0
Поволжский	4	4.0	16	8.0
Уральский	19	18.8	27	13.5
Западно-Сибирский	17	16.8	24	12.0
Восточно-Сибирский	6	5.9	10	5.0
Дальневосточный	5	4.9	13	6.5
Всего	101	100	200	100

Приватизация предприятий выборки. Способы приватизации входящих в выборку компаний существенно отличаются от тех, которые обычно применялись в России⁴. Так называемый второй вариант приватизации (контрольный пакет акций у работников и руководителей) был выбран 40 предприятиями, а 61 компания была приватизирована по первому варианту

⁴ Российская программа приватизации предусматривала три основных модели приватизации, так называемые первый, второй и третий варианты, основное различие между которыми сводилось к размеру доли акционерного капитала, которая предлагалась инсайдерам на льготных условиях.

(инсайдеры не получили контрольного пакета). Общероссийская статистика следующая: из всех предприятий, приватизированных к концу чекового этапа, 25% избрали первый вариант, 73% - второй и только 2% - третий (Воуско et al., 1995, p. 98). Для выборки характерен высокий удельный вес компаний, приватизированных по первому варианту, поскольку она охватывает преимущественно крупные и сверхкрупные капиталоемкие фирмы, работники которых не имели финансовых возможностей для приобретения 51% акций.

У выборки есть и другая отличительная черта. После первоначального распределения или продажи акций трудовым коллективам механизмами приватизации подавляющего большинства российских компаний были ваучерные аукционы, денежные аукционы и инвестиционные конкурсы. В отличие от этого, значительное число входящих в выборку предприятий было приватизировано путем передачи акций, находившихся в собственности государства, в ряд холдинговых компаний, которые впоследствии либо оставались под контролем государства (например, "Связьинвест"), либо были полностью приватизированы (например, "Юкос")⁵. Другими словами, приватизация многих предприятий была проведена вне рыночных методами и была предопределена политическими решениями. В большинстве случаев холдинговые компании становились собственниками контрольных пакетов акций. Подобная холдинговая приватизация была осуществлена в 48 компаниях, что составляет почти половину выборки.

Этот способ приватизации был типичен для всех телекоммуникационных компаний (за исключением "Ростелекома", в котором государство сохраняло значительный пакет в 1995-97 гг.), региональных энергетических предприятий (исключая "Иркутскэнерго") и многих нефтедобывающих компаний. Следует отметить, что большое число предприятий, приватизированных по этому методу, не является особенностью только данной выборки. Этот метод приватизации был характерен для большинства компаний, составляющих основу российского фондового рынка.

Таким образом, в отношении "холдинговой приватизации" анализируемая выборка является репрезентативной, если под генеральной совокупностью подразумевается группа "голубых фишек" фондового рынка, и нерепрезентативной, если генеральная совокупность ассоциируется со всеми приватизированными предприятиями России. Следует также отметить, что из упомянутых 48 предприятий, прошедших "холдинговую приватизацию", на начало 1997 г. 36 компаний были включены в контролируемые государством холдинги⁶. Кроме того, небольшие пакеты акций ряда других компаний также были переданы в контролируемые государством холдинги. Всего на начало 1997 г. таких фирм было шесть.

Наконец, следует отметить, что шесть из вошедших в выборку предприятий прошли через схему залоговых аукционов в 1995 г., когда несколько российских банков получили значительные пакеты их акций как залог за предоставленные правительству беспроцентные займы. Всего этой схемой было охвачено 12 российских компаний. Ни один из этих займов не был впоследствии возвращен, и банки стали собственниками заложенных пакетов акций.

⁵ Далее в тексте передача контрольного пакета акций в холдинговую компанию именуется "холдинговой приватизацией".

⁶ Холдинговая компания считается контролируемой государством, если правительство обладает контрольным пакетом ее голосующих акций.

6. Методология

6.1. Измерение результатов деятельности фирм

Понятие "результаты деятельности предприятий" допускает множество интерпретаций. В прикладных исследованиях его часто связывают с возросшей рентабельностью, ростом эффективности и увеличением выпуска (Bevan et al., 1999).

В качестве показателей рентабельности могут выступать доходность акционерного капитала, рентабельность активов и рентабельность продаж. Они могут базироваться на прибыли до вычета процентных расходов (доходность держателей акционерного и заемного капитала), налогооблагаемой или чистой прибыли (доходность держателей акционерного капитала), в зависимости от того, на каких аспектах сосредотачивается конкретное исследование.

Совокупная производительность факторов производства, которая с точки зрения теории является лучшим показателем эффективности предприятий, не нашла широкого применения в прикладных исследованиях из-за трудностей с измерением основного капитала. Вместо нее во многих работах в качестве меры эффективности используется производительность труда. Однако этот показатель носит краткосрочный характер, поскольку базируется на неявной предпосылке о неизменности размера основного капитала.

Для измерения ожидаемых долгосрочных результатов деятельности фирм многие исследователи пользуются Q Тобина, определяемого как отношение рыночной стоимости компании к восстановительной стоимости ее активов. Ввиду того, что рыночная оценка заемного капитала и восстановительная стоимость активов часто неизвестны, обычной практикой стало исчисление Q Тобина как отношения суммы рыночной капитализации компании и балансовой стоимости заемного капитала к балансовой стоимости ее активов. Очевидно, что надежность этого показателя зависит от эффективности фондового рынка. Более того, поскольку при его расчете используется балансовая стоимость активов, искажения могут возникать из-за неадекватной оценки капитала.

Измерение результатов деятельности предприятий в переходных экономиках сталкивается с дополнительными трудностями. Они связаны, прежде всего, с высокой инфляцией и изменениями в стандартах бухгалтерского учета. В России проблема измерения основного капитала является особенно острой. Причина в том, что первоначальная (историческая) стоимость основных средств, которая базировалась на "социалистических" ценах, в течение переходного периода была несколько раз проиндексирована с применением жестко установленных коэффициентов переоценки. Кроме того, информация, отражаемая в отчете о прибылях и убытках, может неадекватно отражать деятельность фирмы. Например, на объем реализации может влиять произвольность ценообразования при использовании бартера и других неденежных форм расчетов, которые до сих пор широко распространены в России. Еще менее надежен показатель прибыли после уплаты налогов, не в последнюю очередь из-за того, что налоги в России являются не параметрическими, а скорее эндогенными (Schaffer, 1998).

Многие работы, посвященные деятельности предприятий в переходных экономиках, опираются на производительность труда как лучший показатель результатов деятельности фирм (см., например, Earle, 1998).

Для анализа предприятий в переходных экономиках с достаточно развитым фондовым рынком ряд авторов использовал Q Тобина. Среди таких работ можно назвать исследование чешских фирм (Claessens et al., 1996) и анализ инвестиционной деятельности российских предприятий в 1995–1996 гг., проведенный Перотти и Гельфером (Perotti and Gelfer, 1998).

По мнению Бивэн и др. (Bevan et al., 1998, p.8), выводы, полученные Перотти и Гельфером, свидетельствуют о том, что до кризиса 1998 г. Q Тобина был "достаточно надежной объясняющей переменной" в России.

Таким образом, абсолютный приоритет не может быть отдан ни одному показателю деятельности фирмы. Поэтому вместо одного индикатора, отбираемого на основе субъективных предположений о его уместности, предпочтительнее использовать несколько.

В данном исследовании рассматриваются три показателя, отражающие результаты работы предприятия – производительность труда, рентабельность акционерного капитала и Q Тобина. Такой подход базируется на предположении о том, что эти показатели могут иметь разную интерпретацию, поскольку характеризуют разные аспекты деятельности фирмы. Например, производительность труда можно интерпретировать как показатель эффективности предприятия, описывающий технологический аспект фирмы. В отличие от нее Q Тобина, который рассчитывается на основе рыночных цен акций, отражает стоимость фирмы с точки зрения мелких акционеров. И хотя эти показатели естественным образом связаны (рост производительности труда должен вызвать рост котировок акций и, следовательно, Q Тобина), в нем отражен ряд других существенных факторов, например, риски экспроприации мелких акционеров крупными собственниками. Фирма может иметь высокую производительность труда (или техническую эффективность в целом), но низкие котировки акций, если крупные акционеры присваивают значительную часть ее прибыли путем трансфертного ценообразования или иных способов.

На этапе расчета показателей деятельности нами была проведена корректировка бухгалтерских данных с целью уменьшения влияния инфляции и элиминирования несовершенств российской практики бухгалтерского учета. Описание этих процедур приведено в приложении 2.

Производительность труда определена как отношение объема реализации (исключая НДС и акцизы, все данные скорректированы с учетом инфляции) к среднесписочной численности занятых в соответствующем году. Рентабельность рассчитана как отношение налогооблагаемой прибыли (то есть прибыли после вычета процентов и амортизации, но до уплаты налогов) к балансовой стоимости акционерного капитала на конец года (все данные скорректированы с учетом инфляции). Ввиду больших расхождений между рыночной стоимостью долга российских предприятий и ее бухгалтерской оценкой, традиционная аппроксимация для Q Тобина (отношение суммы рыночной капитализации и балансовой стоимости долга к балансовой стоимости активов) не используется. В данной работе Q Тобина определен как отношение рыночной капитализации компании к балансовой стоимости ее акционерного капитала, причем оба показателя взяты по состоянию на конец года. Такой подход уже применялся в упоминавшейся ранее работе Перотти и Гельфера (Perotti and Gelfer, 1998). При расчете Q Тобина нами использованы рыночная капитализация и балансовая оценка акционерного капитала компаний по состоянию на конец года. Deskриптивная статистика всех используемых показателей деятельности предприятий дана в приложении 3.

Как следует из приложения 4, в котором приведены коэффициенты корреляции между описанными выше показателями деятельности, связь между ними не является тесной. Производительность труда, которую часто считают лучшим индикатором, положительно коррелирована с прибылью. Это означает, что более высокая производительность труда ведет к росту рентабельности акционерного капитала. Однако указанная связь довольно слаба. Q Тобина почти не связан с производительностью труда в 1995 и 1996 гг., однако тесно связан с прибылью. Последний результат свидетельствует о том, что Q Тобина вполне применим для измерения результатов деятельности предприятий. Более общий вывод

состоит в том, что отобранные нами показатели характеризуют разные аспекты деятельности фирм.

6.2. Переменные, описывающие структуру собственности

К настоящему моменту не сложилось традиции выбора переменных, характеризующих структуру собственности, для анализа взаимосвязи структура собственности – результаты деятельности. В каждом случае выбор этих показателей обуславливается располагаемой информацией и их уместностью с точки зрения специфических задач исследования. Например, в работах, рассматривающих влияние концентрации собственности, чаще всего используется индекс Херфиндаля или доля нескольких крупнейших инвесторов (обычно пяти крупнейших акционеров) в акционерном капитале. С целью преобразования ограниченных переменных, характеризующих структуру собственности, в неограниченные, они иногда подвергаются логической трансформации, предложенной Демсецом и Леном (Demsetz and Lehn, 1985). Другие авторы, особенно специализирующиеся на переходных экономиках, где проблема с получением достоверных данных стоит особенно остро, используют долю крупнейшего акционера (Капелюшников, 2000). При анализе разных групп собственников обычно различают государственную собственность, собственность инсайдеров и внешних инвесторов. Последние две категории часто разделяют на собственность менеджеров и работников, а также на собственность финансовых и нефинансовых аутсайдеров соответственно. Иногда собственность внешних инвесторов подразделяется на собственность иностранных инвесторов и отечественных акционеров.

Из-за отсутствия в базе данных агентства "Скейт" детальной информации о структуре собственности нами рассчитаны два простых показателя концентрации. Первый (переменная *sum3*) измеряет концентрацию собственности как процент голосующих акций у трех крупнейших акционеров, безотносительно того, к какому типу собственников они относятся. Поскольку контролируемые государством холдинги, равно как и само государство являются акционерами многих предприятий выборки, а их целевые функции и поведение могут отличаться от целевых функций и поведения частных инвесторов, второй индикатор (переменная *top3*) определен как процент голосующих акций у трех крупнейших акционеров, не связанных с государством.

Среди разных групп собственников выделены: государственная собственность, собственность холдингов, контролируемых государством, собственность инсайдеров и внешних акционеров. Последняя категория подразделена на две подкатегории: собственность иностранных инвесторов и собственность российских юридических и физических лиц. Качество имеющихся данных для большинства фирм не позволяет выделить из собственности инсайдеров доли, принадлежащие работникам и менеджерам. Тем не менее, исходя из размера компаний, можно выдвинуть предположения относительно распределения инсайдерской собственности между этими группами акционеров. Из обследований российских предприятий хорошо известно, что чем меньше предприятие, тем больше в нем доля акционерного капитала, принадлежащая менеджерам (Афанасьев и др., 1997). Учитывая, что в 1994 г. среднее число работников на предприятиях выборки превышало 22 тысячи человек, значительная доля менеджеров в капитале предприятий маловероятна. Таким образом, сколь-нибудь значительная собственность инсайдеров, скорее всего, представлена собственностью работников, а не менеджеров. Это приводит нас к предположению о том, что концентрация собственности имеет отношение главным образом к внешним акционерам, поскольку собственность работников по определению является распыленной, а значительные по размерам пакеты акций в руках менеджеров являются скорее исключением для предприятий выборки, чем правилом.

Дескриптивная статистика переменных, описывающих структуру собственности, приведена в приложении 5. На протяжении 1995–97 гг. основной тенденцией в эволюции собственности было уменьшение доли инсайдеров и быстрый рост доли внешних акционеров, особенно иностранных. Наиболее стабильной среди всех переменных, описывающих структуру собственности, оставалась доля акций у государственных холдингов.

6.3. Спецификация модели

Характер имеющихся данных позволяет использовать несколько стратегий исследования. Во-первых, данные могут быть дезагрегированы и проанализированы отдельно для каждого года. В этом случае появляется возможность раскрыть влияние институциональных изменений, происходивших в России в 90-е гг., таких как принятие нового закона "Об акционерных обществах". Преимуществом этой исследовательской стратегии является возможность избежать смещений в оценках, которые в противном случае возникают из-за трудностей, связанных с учетом наблюдавшейся в 90-е гг. высокой инфляции. Однако размер исследуемой выборки (101 предприятие) вряд ли можно считать достаточным для проведения эконометрического анализа по отдельным годам. Поскольку помимо объясняющих переменных необходимо включить еще и ряд контрольных, число наблюдений для каждого регрессора не превысит десяти, что, вероятнее всего, приведет к статистической незначимости коэффициентов регрессии. Принимая во внимание природу выборки, которая охватывает небольшую группу российских "голубых фишек", увеличение числа наблюдений едва ли возможно. Таким образом, мы анализируем данные как пространственно-временную выборку (панель) размерности 101x3. Панель сбалансирована, в каждом уравнении регрессии 303 наблюдения.

Для того, чтобы исследовать влияние разных структур собственности на результаты деятельности предприятий мы оцениваем параметры уравнений, которые в общей форме могут быть сформулированы следующим образом:

$$\text{Perfit} = \alpha_i + \sum_j \beta_j N(j)_{it} + \sum_k \gamma_k Z(k)_{it} + \epsilon_{it}$$

где Perf – один из выбранных показателей деятельности, $N(j)$ – "j-ый" компонент вектора переменных, описывающих структуру собственности фирмы (например, концентрацию собственности), $Z(k)$ – "k-ый" компонент вектора контрольных переменных, α_i описывает специфические для каждой фирмы неизменные во времени характеристики и ϵ_{it} – случайный член.

Контрольные переменные включены с целью недопущения ситуации, когда значительная корреляция между переменной, отражающей результаты деятельности, и переменной, характеризующей структуру акционерного капитала, является ложным результатом корреляции между этими двумя переменными и третьей, не включенной в модель. По понятным причинам имеет смысл ввести контрольные переменные для отдельных отраслей. Во всех регрессиях присутствуют фиктивные переменные для пяти отраслей: металлургической промышленности, машиностроения, нефтегазового комплекса, электроэнергетики и отрасли связи.

Размер фирмы является еще одним важным параметром, поскольку он может быть коррелирован как со структурой собственности фирмы, так и с результатами ее деятельности. Например, размер фирмы может быть связан с концентрацией собственности, так как для более крупных компаний была изначально характерна более распыленная структура акционерного капитала. Влияние размера фирмы на результаты ее деятельности может оказаться немонотонным. С одной стороны, более крупные фирмы располагают

большими ресурсами, а доступ к большому объему ресурсов может позитивно сказаться на результатах деятельности. Кроме того, крупные фирмы могут небезуспешно лоббировать свои интересы в правительстве (с целью получения налоговых послаблений или государственного заказа на производство определенной продукции и т.п.). Это особенно характерно для вошедших в выборку фирм, среди которых есть компании с численностью работников более ста тысяч. Таким образом, вероятно наличие положительной связи между результатами деятельности и размером фирмы. С другой стороны, реструктуризация крупных предприятий обычно сложнее и требует большего времени (например, причины политического и социального характера могут помешать крупным фирмам в проведении реструктуризации занятости), следовательно, их результаты могут быть хуже, чем у более мелких компаний. Поэтому в уравнения включены две контрольные переменные, характеризующие размер фирм – логарифм занятости в 1994 г. и его возведенное в квадрат значение. Полный список переменных приведен в приложении 15.

Везде, где это было возможно, мы рассматривали мультипликативные модели, в которых зависимая переменная является логарифмом какого-либо показателя деятельности. Линейные спецификации использовались для показателей рентабельности, которые могли принимать отрицательные значения, что не позволяло перейти к логарифмам.

6.4. Процедуры оценки параметров уравнений регрессии

Существуют три основных метода оценивания, применимых к панельным данным. Во-первых, с помощью обычного метода наименьших квадратов панель можно анализировать как обыкновенную пространственную выборку в том случае, когда различия между фиксированными во времени специфическими для каждой фирмы характеристиками несущественны. Это предположение можно проверить с помощью теста Бреуша-Пагана. В ситуации, когда вариация фиксированных характеристик фирм отличается от нуля, необходимо использовать либо модель случайных эффектов, либо модель фиксированных эффектов. Различия между этими моделями заключаются в интерпретации фиксированных характеристик фирм и в предположениях относительно природы остатков.

Модель фиксированных эффектов уместна, если мы уверены в том, что различия между фирмами можно рассматривать как параметрические сдвиги уравнения регрессии. Считается, что оценки, полученные с помощью модели фиксированных эффектов, характеризуют только фирмы, вошедшие в выборку, а не всю генеральную совокупность. Иногда более уместна интерпретация специфических для каждой фирмы эффектов как случайным образом распределенных среди фирм (если вошедшие в выборку предприятия принадлежат к большой генеральной совокупности). В этом случае предпочтительнее использовать модель случайных эффектов (Greene, 1997). Грин (Greene, 1997) также отмечает, что различие между методами фиксированных и случайных эффектов - следствие ошибочной интерпретации. В целом не существует однозначного ответа на вопрос, какую модель следует использовать в конкретной ситуации. Одна из точек зрения состоит в том, что индивидуальные эффекты всегда следует интерпретировать как случайные (Mundlak, 1978). Однако перед использованием модели случайных эффектов необходимо убедиться в том, что выполняются ее предпосылки. Тест Хаусмана позволяет проверить ортогональность случайных эффектов и регрессоров, что является необходимым условием применения этой модели.

Существует ряд оснований для априорных утверждений о том, что модель случайных эффектов более уместна в данном исследовании. Основным аргументом состоит в том, что для короткой панели данных и объясняющих переменных с незначительной вариацией (как в

случае с переменными, характеризующими структуру собственности) использование метода фиксированных эффектов приведет к тому, что лишь несколько фирм будут определять значения коэффициентов регрессии. Помимо неверно оцененных коэффициентов, более острой может стать и проблема эндогенности. Таким образом, исходя из рекомендаций Мандлака и вышеприведенных аргументов, для оценки параметров уравнений мы применяем метод случайных эффектов.

6.5. Проблема эндогенности (обратной причинно-следственной связи)

Анализ влияния структуры собственности на результаты деятельности фирм часто опирается на неявное предположение о том, что структура собственности экзогенна, то есть не зависит от результатов деятельности. В большинстве случаев это едва ли соответствует действительности. Как указывалось в обзоре теории, наиболее очевидный пример – доля акционерного капитала в руках менеджеров, зависящая от результатов работы фирм (одной из форм вознаграждения менеджеров являются опционы на акции компании). Для структур собственности, формирующихся в переходный период, проблема эндогенности может быть особенно острой. Разные заинтересованные группы могут пытаться отобрать наиболее перспективные фирмы как объекты для инвестирования, причем подобную селекцию можно ожидать как со стороны инсайдеров, так и со стороны внешних акционеров.

В настоящее время рассмотрение проблемы эндогенности считается важной частью анализа влияния структуры собственности на результаты деятельности фирм. В 80-е гг. этой проблеме обычно не уделяли должного внимания, во многих работах содержались лишь оговорки о возможности обратной причинно-следственной связи между "зависимой" и "независимыми" переменными (см., например, Demsetz and Lehn, 1985; McConnel and Servaes, 1990). В последние годы проблема эндогенности структуры собственности была рассмотрена в работах целого ряда авторов (см., например, Earle, 1998; Claesenes and Djankov, 1999; Brown and Earle, 2000). В ряде случаев это приводило к существенной корректировке результатов исследований.

Применительно к анализируемой выборке есть основания рассматривать некоторые переменные, характеризующие собственность, как экзогенные, а другие – как эндогенные. К первой группе относятся переменные, содержащие информацию о размере пакетов акций, находящихся в собственности государства и государственных холдингов. Представляется вероятным, что по окончании массовой приватизации значения этих переменных определялись политическими, а не экономическими факторами (то есть, на них едва ли влияли результаты работы предприятий). В частности, решение о передаче государственных пакетов акций в холдинговые компании выглядит как мотивированное исключительно политическими соображениями. Также вероятно, что решения о "замораживании" крупных пакетов некоторых компаний (чьи акции достаточно ликвидны и могут быть сравнительно легко размещены на фондовом рынке) в государственной собственности имеют не экономические, а политические корни⁷.

Менее ясна картина с другими переменными, характеризующими структуру собственности. С одной стороны, все перечисленные выше аргументы по поводу эндогенности остаются в

⁷ В отношении экзогенности государственной собственности полной определенности нет. Многие малые по размерам пакеты оставались в распоряжении государства только потому, что их не удалось продать на ваучерных и денежных аукционах. В большинстве случаев государственная собственность представлена именно такими пакетами, и лишь в нескольких рассматриваемых компаниях крупные пакеты акций были "заморожены" в государственной собственности по политическим мотивам.

силе. С другой стороны, из-за проведения "холдинговой приватизации" концентрацию собственности можно рассматривать как в значительной степени "навязанную" предприятиям, а не определенную рынком. Эффект отбора "лучших" предприятий со стороны инвесторов также может быть сравнительно слабым – все предприятия, входящие в выборку, формируют относительно однородную группу "голубых фишек" фондового рынка. Кроме того, попытка уменьшить остроту проблемы эндогенности была предпринята на этапе создания базы данных и выбора переменных. Значения всех переменных, характеризующих структуру собственности, относятся к началу каждого года и, таким образом, могут коррелировать с результатами деятельности предприятия за предыдущий, но не за текущий год. Другими словами, по отношению к показателям деятельности переменные, характеризующие структуру собственности, содержат лаговые значения.

С учетом этих соображений анализ проводится в несколько этапов. Сначала оцениваются параметры уравнений, в которых переменные, отражающие структуру собственности, рассматриваются как экзогенные, то есть возможность обратной причинно-следственной связи не принимается во внимание. С этой целью применен стандартный метод случайных эффектов. Затем с помощью метода инструментальных переменных проводится корректировка на эндогенность. С этой целью использован двухшаговый метод оценивания EC2SLS, предложенный Бальтаджи (см. Baltagi, 1995).

Суть метода инструментальных переменных состоит в получении сглаженных значений "плохих" объясняющих переменных с помощью вспомогательных регрессий и в подстановке этих значений в исходное уравнение регрессии. Для построения сглаженных значений переменных, отражающих структуру собственности, мы воспользовались инструментальными переменными, большинство которых варьирует во времени, а некоторые остаются неизменными. Все инструментальные переменные могут быть отнесены к одной из трех групп. В первую входят переменные, характеризующие процесс приватизации фирм. Инструменты второй группы описывают экономические и социальные условия в регионах, где расположены вошедшие в выборку предприятия. Третья группа включает переменные, характеризующие ситуацию в отраслях, к которым относятся рассматриваемые компании.

В первую группу мы включили фиктивные переменные для второго варианта приватизации, залоговых аукционов, "холдинговой приватизации", переменную, отражающую время, истекшее с момента приватизации предприятия (в месяцах). Вторая группа охватывает переменные, описывающие региональные различия, такие как инвестиционный риск, институциональный рейтинг, положение региона в отношении инвестиций, просроченной дебиторской задолженности, доли убыточных предприятий, развития малого бизнеса и криминализации по сравнению с Российской Федерацией в целом. К третьей группе отнесены две переменные, характеризующие положение отраслей в отношении просроченной дебиторской задолженности и роста объема производства по сравнению с экономикой страны в целом. Более детальное описание инструментальных переменных приведено в приложении 6.

7. Результаты исследования

7.1. Результаты регрессионного анализа в предположении экзогенности структуры собственности: оценки по обычному МНК

С целью выявления эффекта концентрации собственности на результаты деятельности предприятий рассмотрены две спецификации. В первой из них не проводится различий между отдельными типами собственников; концентрация измеряется механистически – при помощи переменной $sum3$ (совокупная доля трех крупнейших акционеров в капитале предприятия). Результаты (см. приложение 7) показывают, что связь между концентрацией собственности, с одной стороны, и рентабельностью и Q Тобина, с другой, описывается U-образной кривой. Точкой минимума для рентабельности является уровень концентрации примерно равный 57,7%, для Q Тобина – 80,2%. В уравнении с Q Тобина квадратичный член концентрации собственности значим только на уровне 10%. Поскольку в выборке присутствует лишь 25 наблюдений (из 303), с концентрацией собственности превышающей 80,2%, этот результат следует интерпретировать как обратную нелинейную связь между концентрацией и Q Тобина, а не как U-образную зависимость. В то же время связь между концентрацией и рентабельностью действительно описывается U-образной кривой, поскольку имеется 170 наблюдений, для которых концентрация собственности больше либо равна 57,7%. Проведенный анализ не выявил какой-либо связи между производительностью труда и концентрацией собственности. В соответствующей регрессии коэффициенты при переменных, описывающих структуру собственности, статистически незначимы.

Во второй спецификации концентрация измеряется только для группы частных (не связанных с государством) акционеров. В уравнения дополнительно включены контрольные переменные $state$ и $sthld$, представляющие собой доли акционерного капитала, принадлежащие государству и государственным холдингам. Результаты регрессионного анализа показаны в приложении 8. Они свидетельствуют об отсутствии связи между концентрацией собственности у частных акционеров и производительностью труда, а также рентабельностью. Однако концентрация собственности негативно влияет на Q Тобина. Этот результат значим на уровне 5%.

С целью выявления роли разных групп собственников в корпоративном управлении рассмотрены уравнения, в которых регрессорами выступают переменные, отражающие доли разных групп акционеров, а именно, инсайдеров, российских частных внешних собственников, иностранных инвесторов и холдингов, контролируемых государством. Государственная собственность рассматривается как базовая категория. Результаты анализа приведены в приложении 9. Они свидетельствуют об отсутствии связи между производительностью труда и Q Тобина, с одной стороны, и долями акционерного капитала в руках разных групп собственников, с другой. В уравнении с рентабельностью коэффициент при переменной, характеризующей долю инсайдеров, положителен и значим на уровне 1%. Это означает, что увеличение доли инсайдерской собственности ведет к росту рентабельности. Коэффициент при переменной, отражающей долю иностранных инвесторов, также положителен, но значим только на уровне 10% в уравнении с рентабельностью.

7.2. Результаты регрессионного анализа в предположении эндогенности структуры собственности: оценки по методу инструментальных переменных

Ввиду того, что экзогенность некоторых переменных, характеризующих структуру собственности, вызывает сомнения, параметры всех рассмотренных выше моделей были оценены с использованием метода инструментальных переменных. Результаты представлены в приложениях 10-12.

Применение метода инструментальных переменных позволяет выявить позитивное влияние концентрации собственности среди всех категорий инвесторов на производительность труда, при этом результат значим на уровне 5% (см. приложение 10). В частности, однопроцентное увеличение (в номинальном выражении) концентрации собственности приводит к росту производительности труда на 0,99%. Влияние концентрации на рентабельность и Q Тобина в целом остается таким же, как и в уравнениях, оцененных по обычному МНК (U-образные кривые). Рентабельность достигает минимального значения при концентрации 56%, а Q Тобина - 62%. Как и прежде, квадратичный член в уравнении с Q Тобина значим лишь на уровне 10%.

Результаты регрессионного анализа показывают, что концентрация собственности в руках частных инвесторов приводит к более высокой производительности труда и одновременно - к падению Q Тобина (см. приложение 11). Эти зависимости носят линейный характер. В частности производительность труда увеличивается на 0,86% с ростом концентрации собственности на один процент в номинальном выражении. Мы не обнаружили связи между рентабельностью и концентрацией собственности в руках частных инвесторов.

Анализ роли отдельных групп акционеров дает только один статистически значимый результат: собственность российских физических и юридических лиц негативно влияет на Q Тобина (см. приложение 12). Он резко расходится с выводами, полученными ранее с помощью обычного МНК, когда было обнаружено позитивное воздействие собственности инсайдеров и иностранных акционеров на рентабельность. Важно подчеркнуть, что эти результаты подтверждают наличие обратной причинно-следственной связи между структурой собственности и результатами деятельности фирм.

7.3. Роль государственной собственности, представленной контрольными пакетами акций

В данном параграфе рассматривается вопрос о том, в какой мере на результаты, полученные для концентрации собственности в руках частных акционеров, повлияло широкое распространение государственной собственности, особенно собственности государственных холдингов, которая во многих компаниях представлена контрольными пакетами акций. Представляется вероятным, что интересы и поведение этих акционеров отличаются от интересов и поведения частных юридических и физических лиц. Когда основным акционером компании является государственный холдинг, концентрация собственности в руках частных инвесторов может оказаться несущественной, поскольку они не имеют большого влияния на процесс принятия решений в фирме.

Для ответа на этот вопрос создана дополнительная переменная $top3wsc$, которая принимает значения переменной $top3$, если государство и государственные холдинги, рассматриваемые как единая категория, не имеют контрольного пакета акций в компании, и равна нулю в противном случае. Эта переменная включена в уравнения регрессии вместе с переменными $top3$, $sthld$ и $state$. Параметры уравнений оценивались по методу случайных эффектов

(обычный МНК). Результаты регрессионного анализа приведены в приложении 13. Вновь введенная переменная значима в уравнениях с рентабельностью и Q Тобина, а переменная $top3$ становится значимой в уравнении с производительностью труда. Уравнения регрессии показывают, что зависимость результатов деятельности компании от концентрации собственности в руках частных акционеров не является непрерывной функцией. Знаки коэффициентов регрессии указывают на негативное влияние концентрации собственности в руках частных акционеров на рентабельность и Q Тобина, если государство и контролируемые государством холдинги не имеют контрольного пакета акций. Кроме того, оказывается, что концентрация собственности позитивно влияет на производительность труда. Однако в уравнениях с производительностью труда и Q Тобина коэффициенты значимы только на уровне 10%. В следующем разделе представлено более подробное обсуждение полученных результатов, которые обобщены в приложении 14.

8. Обсуждение результатов

Проведенный анализ показал, что связь между структурой собственности и результатами деятельности фирм достаточно сложна и едва ли может быть описана с помощью простых моделей, таких как модель Берла и Минза.

Концентрация собственности, измеряемая как для всех категорий собственников, так и только для не связанных с государством акционеров, приводит к росту производительности труда. Этот результат вполне ожидаем, так как он согласуется с теорией, утверждающей, что концентрация собственности улучшает мониторинг и ограничивает возможности менеджеров преследовать собственные цели, например, присваивать средства инвесторов или наслаждаться "легкой жизнью". Однако связь между концентрацией собственности с одной стороны, и рентабельностью и Q Тобина с другой существенно сложнее и заслуживает особого внимания.

Связь между рентабельностью и концентрацией собственности в руках акционеров всех типов описывается U-образной кривой, достигающей минимума при концентрации, равной 56%. Этот результат вместе с упоминавшимся ранее результатом для производительности труда, указывает на то, что прирост эффективности (более высокая производительность труда), возникающий благодаря концентрации собственности, адекватным образом не материализуется в более высокой прибыли. Причинами этого могут быть конфликты между крупными и мелкими акционерами по поводу распределения прибыли. Крупные акционеры обладают властью, достаточной для присвоения львиной доли прибыли компании и исключения мелких акционеров из процесса ее распределения. Чем большей долей акций владеют крупные собственники, тем больше вероятность их успеха на этом поприще. Однако стимулы крупных акционеров к ущемлению мелких собственников скорее всего являются убывающей функцией от концентрации собственности: когда последняя приближается к 100%, крупные собственники имеют законные основания для присвоения почти всей прибыли. Неудивительно, что угнетение мелких акционеров достигает пика тогда, когда концентрация собственности незначительно превышает 50%, что дает крупным собственникам полный контроль над компанией.

Ключ к более глубокому пониманию взаимосвязи между рентабельностью и концентрацией собственности лежит в рассмотрении различий между частными и связанными с государством акционерами. Связь между концентрацией собственности в руках частных акционеров и рентабельностью компании не прослеживается. Однако нам удалось установить, что концентрация частной собственности негативно влияет на рентабельность, если связанные с государством акционеры не обладают контрольным пакетом акций. Отсюда

следует вывод, что не связанные с государством акционеры склонны к извлечению частных выгод контроля и экспроприации мелких собственников, а контрольные пакеты акций в руках государства служат барьером для такого поведения. Эта интерпретация согласуется с выводами, Блэка и др. (Black et al., 1999), показавших, что вскоре после завершения приватизации прибыльных нефтедобывающих предприятий многие из них в одночасье превратились в убыточные. Таким образом, мы обнаружили подтверждения того, что в предкризисный период (до 1998 г.) крупные пакеты акций в руках государства играли позитивную роль в корпоративном управлении, ограничивая экспроприацию акционеров.

Результаты анализа связи между Q Тобина и концентрацией собственности напоминают результаты, полученные при анализе рентабельности. Концентрация собственности в руках всех групп акционеров уменьшает рыночную стоимость компаний, и эта зависимость описывается выпуклой функцией. Как и в уравнении с рентабельностью, данный результат можно интерпретировать как свидетельство высокого риска экспроприации мелких акционеров. Тот факт, что отсутствует четко выраженная U-образная зависимость наподобие той, что была выявлена для рентабельности, можно объяснить издержками меньшей ликвидности акций в условиях более концентрированной собственности. В ситуации, когда ликвидность падает, акции торгуются с дисконтом, который отражается в более низких значениях Q Тобина. Мы также обнаружили обратную связь между Q Тобина и концентрацией собственности в руках частных акционеров. Однако когда контрольный пакет акций компании принадлежит государству, связанный с концентрацией собственности негативный эффект исчезает. Это согласуется с нашими выводами в отношении рентабельности - контрольные пакеты акций в государственной собственности служат препятствием для извлечения крупными собственниками частных выгод контроля.

Анализ разных типов собственности показывает, что наличие крупных пакетов акций у российских собственников, не связанных с государством, приводит к падению Q Тобина. Это можно рассматривать как подтверждение склонности данной группы акционеров к извлечению частных выгод контроля, что отражается в более низких ценах акций компаний. Обычный МНК показывает, что рост доли инсайдеров и иностранных акционеров в капитале компаний увеличивает их рентабельность, однако метод инструментальных переменных не подтверждает этот вывод. Следовательно отсутствуют основания для утверждений о том, что рост доли этих групп акционеров улучшает показатели деятельности предприятий.

Интересным "побочным продуктом" данного исследования является вывод о том, что существенное воздействие на результаты работы компаний оказывает их размер и отраслевая принадлежность. Это согласуется с результатами Бака и др. (Buck et al., 1999), которые обнаружили, что ряд не связанных с корпоративным управлением переменных, таких как масштаб кризиса на отраслевом уровне, влияют на выбор стратегии предприятия намного сильнее, чем переменные, характеризующие структуру собственности. Связь между размером фирмы и результатами ее работы в чем-то может показаться неожиданной, поскольку предстает в форме U-образной кривой, достигающей минимума при численности занятых около 20 тыс. чел. Это означает, что фирмы сравнительно малого размера (на которых занято несколько тысяч человек) и компании-гиганты более эффективны, чем предприятия "среднего" размера. Этот результат можно объяснить тем, что крупные фирмы достигают более высоких показателей благодаря своей экономической и политической силе. В частности, такие фирмы могут влиять на органы государственной власти с целью получения налоговых льгот, госзаказов, корректировки ценовой политики, размеров таможенных пошлин и требовать других форм поддержки. Это объяснение согласуется с выводами Института МакКинси о том, что вопросы корпоративного управления играют второстепенную роль по сравнению с неодинаковым отношением государства к

предприятиям в вопросах налогообложения, цен на энергию и других аспектах ведения бизнеса (McKinsey Global Institute Report, 1999). Тот факт, что относительно малые фирмы показывают высокие результаты, вероятно, объясняется как их большей гибкостью, так и меньшими возможностями для извлечения ренты, в результате чего улучшение эффективности становится единственным источником успеха. Согласно такому объяснению, компании "среднего размера" не обладают ни возможностями для лоббирования своих интересов, ни необходимой гибкостью для повышения эффективности в краткосрочном периоде после приватизации.

Приложения

Приложение 1. Дескриптивная статистика финансовых показателей и занятости *

		1995	1996	1997
Занятость	Средн.	22431.1	21200.7	20352.5
	Ст. откл.	27329.9	25861.2	24887.0
	Мин.	680.0	728.0	723.0
	Макс.	160000.0	152000.0	134148.0
	Медиана	14300.0	13364.0	12913.0
Капитализация	Средн.	566.5	1481.9	3478.9
	Ст. откл.	1533.6	4708.2	10733.2
	Мин.	15.8	7.2	45.4
	Макс.	14209.1	42683.9	92370.0
	Медиана	168.0	333.0	873.4
Объем реализации	Средн.	3240.3	4327.0	4682.2
	Ст. откл.	4465.7	6482.4	7494.9
	Мин.	69.5	119.3	149.6
	Макс.	23421.0	44015.0	53639.0
	Медиана	1682.9	2037.2	2013.0
Валовая прибыль (до уплаты налогов)	Средн.	598.5	403.5	377.4
	Ст. откл.	1023.0	961.5	893.7
	Мин.	-445.8	-1163.5	-881.9
	Макс.	5645.0	6228.9	4697.2
	Медиана	235.9	178.3	155.0
Чистая прибыль	Средн.	420.9	291.7	251.4
	Ст. откл.	782.2	773.1	668.5
	Мин.	-476.3	-1163.5	-937.4
	Макс.	4040.0	4991.4	3855.6
	Медиана	165.6	126.7	107.4
Активы	Средн.	9631.5	10457.8	11080.7
	Ст. откл.	14493.0	15992.9	17245.6
	Мин.	115.5	171.7	212.1
	Макс.	97412.0	102580.0	99487.0
	Медиана	5168.9	5404.5	5814.5
Собственный капитал	Средн.	7830.3	7779.8	7543.8
	Ст. откл.	11585.3	11739.3	11800.6
	Мин.	84.1	90.0	59.8
	Макс.	86053.0	80746.0	73802.0
	Медиана	4330.2	3894.5	3795.2
Долгосрочная задолженность	Средн.	140.8	200.3	540.5
	Ст. откл.	481.8	598.0	1624.8
	Мин.	0.0	0.0	0.0
	Макс.	3976.0	4016.8	9799.0
	Медиана	2.1	8.9	13.9

Краткосрочная задолженность	Средн.	1660.4	2477.9	2996.6
	Ст. откл.	3503.4	4335.9	5126.2
	Мин.	19.9	23.1	22.7
	Макс.	27338.2	31731.6	34397.0
	Медиана	447.6	886.8	1255.7

**Финансовые показатели даны в миллионах деноминированных рублей (без корректировки на инфляцию)*

Приложение 2. Процедуры корректировки бухгалтерских данных

На стадии сбора данных нами был разработан ряд процедур для минимизации эффекта инфляции и несовершенства стандартов ведения бухгалтерского учета и отчетности в России.

Во-первых, присутствует нежелательный эффект переоценки основных средств, которую все российские фирмы были вынуждены проводить в 1992-96 гг. Поскольку балансовая стоимость активов на конец года используется для исчисления Q Тобина, необходимо по возможности устранить вызванные такими переоценками искажения.

За период с 1995 по 1997 гг. была проведена одна обязательная переоценка основных средств, которая увеличила их стоимость в среднем в 2,63 раза. (Вопросы статистики, № 9 1996, с. 72). Она была осуществлена в конце 1995 г. После подавления инфляции в 1996 г. переоценки перестали быть обязательными, а если и проводились отдельными компаниями, то не оказывали существенного воздействия на стоимость основных средств. С целью исключения эффекта переоценки 1995 г. вместо балансовой стоимости активов на конец 1995 г. использована балансовая стоимость активов по состоянию на 1 января 1996 г. Единственное существенное отличие между этими показателями – сумма переоценки основных средств.

Во-вторых, принятые в России стандарты бухгалтерского учета позволяют включать убытки в валюту баланса. Поскольку накопленные убытки могут составлять значительную долю активов фирмы, мы провели корректировку балансовых данных путем уменьшения валюты баланса и акционерного капитала на величину убытков.

В-третьих, мы проанализировали несколько вариантов устранения влияния инфляции на бухгалтерские данные компаний. Среди них – использование индекса потребительских цен или индекса цен производителей в качестве дефлятора, пересчет рублевых величин в твердую валюту, а также применение "неявного дефлятора", который рассчитывается с помощью временного ряда данных Госкомстата об объеме промышленного производства в номинальном выражении и индексе физического объема промышленной продукции. Учитывая, что выборка охватывает крупные компании, вносящие существенный вклад в ВВП России, эти альтернативы были проранжированы в зависимости от того, сколь точно динамика объема реализации рассматриваемых компаний соответствует динамике ВВП страны. С помощью этого критерия был отобран "неявный дефлятор", значения которого приведены в Таблице 1.

Таблица 1. Коэффициенты-"инфляторы", используемые для приведения финансовых показателей к ценам декабря 1997 г.

	1995	1996	1997
Объем продаж и прибыль	1.576	1.118	1.028
Активы	1.196	1.058	1.000

Приложение 3. Дескриптивная статистика показателей деятельности предприятий

		1995	1996	1997
Производительность труда*	Средн.	0.2272	0.2119	0.2209
	Ст. откл.	0.1677	0.1482	0.1491
	Мин.	0.0149	0.0145	0.0261
	Макс.	0.9099	0.8100	0.8589
	Медиана	0.1993	0.1831	0.1881
Рентабельность*	Средн.	0.1436	0.0870	0.0710
	Ст. откл.	0.1636	0.1511	0.1334
	Мин.	-0.0779	-0.2478	-0.2608
	Макс.	0.9676	0.8635	0.7060
	Медиана	0.1042	0.0582	0.0668
Q Тобина**	Средн.	0.0856	0.2314	0.5025
	Ст. откл.	0.1274	0.4105	0.5810
	Мин.	0.0026	0.0062	0.0289
	Макс.	0.8348	2.4947	3.6769
	Медиана	0.0446	0.0889	0.2459

* Финансовые данные скорректированы на инфляцию.

** Использованы нескорректированные значения рыночной и бухгалтерской стоимости акционерного капитала.

Приложение 4. Корреляция между показателями деятельности для входящих в выборку предприятий

1995	производит. труда	рентабельность	Q Тобина
производительность труда	1		
рентабельность	0.2987	1	
Q Тобина	0.0787	0.7132	1

1996	производит. труда	рентабельность	Q Тобина
производительность труда	1		
рентабельность	0.2278	1	
замениТЕЛЬ для Q Тобина	0.0661	0.6463	1

1997	производит. труда	рентабельность	Q Тобина
производительность труда	1		
рентабельность	0.3443	1	
Q Тобина	0.2212	0.6946	1

Приложение 5. Дескриптивная статистика переменных, характеризующих структуру собственности*

		1995	1996	1997
Государство	Средн.	12.8	6.9	6.6
	Ст. откл.	18.6	12.6	13.0
	Мин.	0.0	0.0	0.0
	Макс.	80.0	50.6	65.0
	Медиана	0.0	0.0	0.0
Холдинги, контролируемые государством	Средн.	22.6	20.3	20.7
	Ст. откл.	26.6	26.4	26.4
	Мин.	0.0	0.0	0.0
	Макс.	80.0	80.0	80.0
	Медиана	0.0	0.0	0.0
Инсайдеры	Средн.	27.7	20.5	14.1
	Ст. откл.	16.1	13.6	12.1

	Мин.	4.0	2.0	1.0
	Макс.	71.0	60.0	52.0
	Медиана	22.0	17.0	10.0
Российские внешние акционеры	Средн.	31.3	40.4	38.3
	Ст. откл.	17.5	24.8	25.9
	Мин.	1.0	1.0	2.0
	Макс.	84.0	98.0	99.0
	Медиана	29.3	33.4	31.0
Иностранные акционеры	Средн.	5.5	11.9	20.3
	Ст. откл.	9.2	13.6	16.0
	Мин.	0.0	0.0	0.0
	Макс.	53.0	72.0	75.0
	Медиана	0.0	9.0	17.0
Три крупнейших акционера, не связанных с государством	Средн.	20.1	31.5	36.1
	Ст. откл.	15.1	22.3	23.1
	Мин.	2.0	2.0	3.0
	Макс.	76.0	92.0	92.0
	Медиана	15.0	27.0	33.5
Три крупнейших акционера (включая государство и государственные холдинги)	Средн.	53.3	56.7	60.9
	Ст. откл.	18.2	17.4	16.8
	Мин.	11.3	15.0	22.0
	Макс.	87.9	92.0	92.0
	Медиана	58.0	60.3	64.9

*Все показатели приведены в процентах

Приложение 6. Описание инструментальных переменных

Инструментальные переменные, характеризующие процесс приватизации

var2 – фиктивная переменная для второго варианта приватизации. Равна единице, если предприятие было приватизировано по второму варианту (контрольный пакет акций у трудового коллектива), и нулю в остальных случаях. Это неизменная во времени переменная, которая влияет на результаты деятельности только через структуру собственности. Во всяком случае, можно спорить с тем, что показатели работы предприятий влияли на вероятность выбора второго варианта приватизации. В ходе массовой приватизации инсайдеры были заинтересованы инвестировать в предприятия, где они работали, поскольку могли приобрести акции на льготных по сравнению с остальными физическими лицами условиях. Таким образом, второй вариант приватизации скорее всего был для них предпочтительным. Первый вариант в основном был выбран крупными и капиталоемкими предприятиями, у трудовых коллективов которых не было достаточных средств для выкупа 51% акций.

lfsh – фиктивная переменная для приватизации с использованием процедуры залоговых аукционов (всего шесть предприятий). Равна единице, если предприятие прошло через залоговый аукцион к моменту сбора данных по собственности, и нулю в остальных случаях. Этот метод приватизации определялся политическими, а не экономическими соображениями и, следовательно, едва ли зависел от результатов деятельности компаний.

holdpriv – фиктивная переменная для "холдинговой" приватизации; равна единице, если пакет акций компании был передан в какой-либо холдинг. Этот метод приватизации был предопределен политическими, а не экономическими соображениями. Данная переменная неизменна во времени.

triv – время, прошедшее с момента акционирования предприятия, в месяцах. Предполагается, что эта переменная охватывает различия во времени проведения приватизации (структура собственности может подвергнуться большим изменениям на тех предприятиях, которые были приватизированы раньше), равно как и тенденции в эволюции структуры собственности, в частности, перераспределение акций от инсайдеров к аутсайдерам и растущую концентрацию собственности.

Переменные, отражающие региональные различия

Эти переменные, за исключением первых двух, не являются неизменными во времени и принимают лаговые значения по отношению к данным по собственности. Например, значения этих переменных за 1994 год используются для сглаживания переменных, отражающих структуру собственности в 1995 году.

inst – институциональный рейтинг регионов. Согласно журналу "Эксперт", рейтинг отражает степень развития институтов рыночной экономики в регионах (Эксперт, №. 47, 1996, стр. 31). Меньшие значения этой переменной означают более высокий рейтинг. Переменная введена ввиду того, что изменения в структуре собственности происходят быстрее в тех регионах, где рейтинг развития институтов выше. Переменная неизменна во времени, используются данные рейтинга 1996 года.

risk – инвестиционный риск регионов в соответствии с оценками журнала Эксперт. (см. Эксперт, №. 47, 1996, стр. 31). Меньшие значения переменной означают более низкий инвестиционный риск. Переменная неизменна во времени, используются данные рейтинга 1996 года.

reg_inv – показывает относительное положение регионов в отношении инвестиций в

$$\text{reg_inv} = \frac{\frac{\text{инвестиции в основной капитал в данном регионе}}{\text{инвестиции в основной капитал в России}}}{\frac{\text{ВРП}}{\text{ВВП России}}}$$

основные средства и определяется как:

Переменная включена ввиду того, что она может отражать привлекательность региона с точки зрения инвестиций. Изменения в структуре собственности происходят более быстрыми темпами в тех регионах, где значения данной переменной выше⁸.

reg_ges – относительное положение регионов по просроченной дебиторской задолженности предприятий (неплатежам):

⁸ Здесь и далее используются относительные значения региональных и отраслевых инструментальных переменных для избежания возможной ложной корреляции между ними и переменными, описывающими структуру собственности. Например, концентрация собственности и инвестиции в регионе могут иметь одинаковые тренды и, следовательно, значительную корреляцию, хотя в реальности могут быть слабо связаны между собой.

$$\text{reg_rec} = \frac{\frac{\text{просроч. дебиторская задолженность предприятиям региона}}{\text{просроч. дебиторская задолженность в целом по России}}}{\frac{\text{ВРП}}{\text{ВВП России}}}$$

Эта переменная включена ввиду того, что регионы, в большей мере вовлеченные в сеть взаимных неплатежей, могут быть менее привлекательными для отдельных групп инвесторов.

reg_loss – относительное положение регионов по доле убыточных предприятий.

Эта переменная отражает общее экономическое положение регионов:

$$\text{reg_loss} = \frac{\text{доля убыточных предприятий в данном регионе}}{\text{доля убыточных предприятий в целом по России}}$$

reg_smbs – относительное положение регионов по степени развития малого бизнеса:

$$\text{reg_smbs} = \frac{\text{число малых предприятий на душу населения в данном регионе}}{\text{число малых предприятий на душу населения в целом по России}}$$

Данная переменная также отражает общее экономическое положение регионов. Кроме того, она характеризует отношение региональных властей к бизнесу, например, степень бюрократизации и коррупции.

reg_crime – относительное положение регионов по уровню преступности:

$$\text{reg_crime} = \frac{\text{число тяжких преступлений на душу населения в данном регионе}}{\text{число тяжких преступлений на душу населения в целом по России}}$$

Переменные, характеризующие отраслевые различия

Эти переменные изменялись в течение 1995-97 годов и являются лаговыми по отношению к данным по собственности.

ind_rec – относительное положение отраслей по просроченной дебиторской задолженности:

$$\text{ind_rec} = \frac{\frac{\text{просроч. дебиторская задолженность данной отрасли}}{\text{просроч. дебиторская задолженность в целом по России}}}{\frac{\text{валовая добавленная стоимость, произведенная в отрасли}}{\text{ВВП России}}}$$

денежных средств внутри отрасли ограничен, и она представляет малый интерес для инвесторов. Данная переменная может играть особенно важную роль в объяснении динамики концентрации собственности, поскольку одним из основных преимуществ от обладания крупными пакетами акций является извлечение частных выгод контроля. Извлечение частных выгод напрямую связано с потоками денежных средств предприятий.

ind_ch – изменения в выпуске продукции (услуг) в отрасли за год, предшествующий тому, для которого имеются данные о собственности. Переменная включена ввиду того, что отдельные группы инвесторов не склонны инвестировать в отрасли, переживающие спад.

Кроме перечисленных инструментальных переменных, регрессии первого шага включают также контрольные переменные, используемые на втором шаге. К ним относятся: пять отраслевых фиктивных переменных, фиктивные переменные для 1996 и 1997 гг., два показателя размера фирмы и переменная, отражающая долю государственных холдингов в капитале компаний. Об экзогенности последней переменной речь шла ранее.

Приложение 7. Концентрация собственности и результаты деятельности предприятий

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
sum3	-.0072912	-0.80	-.0081068**	-2.40	-.0364799**	-2.25
sum3_squared	.000083	1.02	.0000703**	2.47	.0002274*	1.68
metl	.2239741	1.48	-.0413811	-0.92	-.8033664***	-2.68
mach	.9063632***	-4.49	-.0883254*	-1.89	-1.433813***	-3.94
oilg	.535353***	3.11	-.0451448	-0.98	-.2277241	-0.70
enrg	.771668***	4.84	-.0290223	-0.61	-.5686859*	-1.76
telc	.5195799***	-2.93	.0482318	0.89	.9236569***	2.93
size	2.314757***	-3.51	-.2815132	-1.55	-2.128578*	-1.94
size_squared	.1193738***	3.39	.0138157	1.51	.1080253*	1.88
y96	-.0150123	-0.45	.0790061	1.17	-.7952727***	-5.58
y97	.0010466	0.03	.0776594	1.19	-.7281168***	-5.07
inflation			.0011168*	1.88		
log(rtsindex)					1.634848***	14.13
_cons	9.38308***	3.08	1.619398*	1.80	1.76121	0.34
Wald chi2	151.22		78.98		532.07	
Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	
Test for RE: chi2 (1)	194.73		132.47		95.00	
Test for RE: Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	

Приложение 8. Концентрация собственности среди частных инвесторов и результаты деятельности предприятий

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
top3	.0056634	1.11	-.0017106	-0.90	-.0129806**	-2.43
top3_square	-.0000423	-0.76	.0000146	0.70		
d	.0003436	0.15	-.0012931	-1.50	-.0086353	-1.34
state	.0021453	0.92	-.0007528	-0.99	-.0098183*	-1.69
sthld	.1985806	1.28	-.0514941	-1.11	-.7758237**	-2.43
mach	.9175645***	-4.49	-.0903877**	-1.99	1.419947***	-3.68
oilg	.5181137***	2.84	-.0582163	-1.19	-.270562	-0.79
enrg	.7767579***	4.44	-.0366709	-0.71	-.6978815*	-1.94
telc	.5360582***	-2.83	.0472459	0.86	.8189867**	2.32
size	2.407014***	-3.62	-.303274*	-1.72	-2.207368*	-1.92
size_squared	.1241683***	3.48	.0148044*	1.66	.1109702*	1.85
y96	-.0370666	-1.01	.0535684	0.83	.7889415***	-5.21

y97	-0.14912	-0.38	.0555488	0.90	.7106476***	-4.64
inflation			.000949*	1.65		
log(rtsindex)					1.656049***	14.35
_cons	9.567261***	3.10	1.613615*	1.81	1.55617	0.29
Wald chi2	148.76		71.26		546.32	
Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	
Test for RE: chi2 (1)	196.45		125.76		102.89	
Test for RE: Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	

Приложение 9. Разные группы собственников и результаты деятельности предприятий

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
insid	-.0026897	-0.81	.0023809***	2.96	.0093533	1.32
russian	.0015412	1.02	.0007639	1.55	-.0031033	-0.60
foreign	.003791	1.44	.0017368*	1.69	.0080996	1.26
sthld	.0019723	1.21	.0005251	1.33	-.0002707	-0.07
metl	.2323718	1.56	-.0460213	-0.94	-.7860337**	-2.33
mach	.8715448***	-4.03	-.0739267	-1.53	-1.306594***	-3.19
oilg	.5100365***	2.74	-.0283455	-0.59	-.2748008	-0.77
enrg	.7699834***	4.58	-.0082845	-0.16	-.7668783**	-2.03
telc	.5507876***	-2.90	.0775047	1.42	.7813431**	2.15
size	2.340887***	-3.62	-.3160892*	-1.81	-1.920157**	-1.98
size_squared	.1205002***	3.47	.015647*	1.77	.0971884*	1.92
y96	-.0878943*	-1.91	.0618132	0.73	-.7251498***	-4.81
y97	-.0614389	-1.36	.0646737	0.78	-.648285***	-4.15
inflation			.001003	1.29		
log(rtsindex)					1.548253***	12.22
_cons	9.367876***	3.17	1.4617*	1.82	-.2265921	-0.05
Wald chi2	159.84		80.44		546.29	
Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	
Test for RE: chi2 (1)	193.01		123.67		92.32	
Test for RE: Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	

Приложение 10. Концентрация собственности и результаты деятельности предприятий: метод инструментальных переменных

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
sum3	.0098235**	2.14	-.0207848**	-2.55	-.1516202**	-1.97
sum3_squared			.0001855***	2.60	.001224*	1.82
metl	.1452791	0.74	-.0373763	-0.76	-.7173452*	-1.67
mach	-.978368***	-4.82	-.0878735*	-1.73	-1.381342***	-3.13
oilg	.3102374	1.37	-.0326654	-0.52	.0267061	0.05
enrg	.5193694**	2.14	-.0156326	-0.23	-.288405	-0.48
telc	.7863507***	-3.41	.0651104	0.98	1.242237**	2.10
size	2.116004***	-3.53	-.250663*	-1.66	-2.011259	-1.53
size_squared	.1084279***	3.43	.0127297	1.61	.1065716	1.55
y96	-.0573525	-1.51	.0962745	0.93	-.7457243***	-4.37
y97	-.0471946	-1.13	.089011	0.87	-.7239872***	-4.31
inflation			.001221	1.32		
log(rtsindex)					1.653209***	11.59
_cons	8.003193***	2.83	1.714483**	2.27	3.503849	0.57
Wald chi2	147.37		97.53		511.36	
Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	

Эндогенные объясняющие переменные (сглаживаемые): sum3, sum3_squared.

Инструментальные переменные: metl, mach, oilg, enrg, telc, size, size_squared, y96, y97, var2, lfsh, tpriv, holdpriv, inst, risk, reg_inv, reg_rec, reg_loss, reg_smbs, reg_crime, ind_rec, ind_ch.

Примечание: Переменная sum3_squared исключена из уравнений регрессии, если коэффициенты при ней и при переменной sum3 незначимы, но гипотеза об их одновременной незначимости отвергается ($p=0.05$).

Приложение 11. Концентрация собственности среди частных инвесторов и результаты деятельности предприятий: метод инструментальных переменных

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
top3	.0085571**	1.98	.0008675	0.25	-.0245862**	-2.22
top3_square			-8.87e-07	-0.03		
d						
sthld	.0082888*	1.93	.000347	0.33	-.0198469*	-1.90
state	.0059313	1.45	-.0002857	-0.28	-.0179279*	-1.82
metl	.1417044	0.73	-.0651324**	-1.97	-.6623159*	-1.93
mach	.9716353***	-4.86	.1022345***	-3.06	-1.318757***	-3.77
oilg	.3373346	1.55	-.0826957**	-2.01	.0060217	0.01
enrg	.5649199**	2.36	-.0545669	-1.11	-.4241694	-0.91
telc	.7483578***	-3.28	.0175141	0.40	1.133473**	2.46
size	2.196841***	-3.72	.2837913***	-2.85	-2.517542**	-2.43
size_squared	.1129603***	3.63	.0137582***	2.61	.1275072**	2.33
y96	-.0685764*	-1.65	.1115944	0.99	-.8080776***	-4.92
y97	-.0562402	-1.25	.1130422	1.00	-.7185684***	-4.32
inflation			.0015441	1.51		
log(rtsindex)					1.73398***	12.61
_cons	8.425751***	3.03	1.38296***	2.74	3.035768	0.62

Wald chi2	151.76	119.64	558.23
Prob>chi2	0.0000	0.0000	0.0000

Эндогенные объясняющие переменные (сглаживаемые): top3, top3_squared.

Инструментальные переменные: metl, mach, oilg, enrg, telc, size, size_squared, y96, y97, var2, lfsh, tpriv, holdpriv, inst, risk, reg_inv, reg_rec, reg_loss, reg_smbs, reg_crime, ind_rec, ind_ch.

Примечание: Переменная top3_squared исключена из уравнений регрессии, если коэффициенты при ней и при переменной top3 незначимы, но гипотеза об их одновременной незначимости отвергается (p=0.05).

Приложение 12. Разные группы собственников и результаты деятельности предприятий: метод инструментальных переменных

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
insid	-.0034006	-0.58	.000608	0.43	-.0066512	-0.57
russian	-.0038331	-1.27	-.0005664	-0.70	-.0146656*	-1.88
foreign	.0041865	0.82	.0007519	0.43	.0184934	1.11
sthld	-.0008659	-0.40	-.0002224	-0.40	-.0059116	-1.09
metl	.3412965*	1.69	-.0295003	-0.71	-.4931171	-1.46
mach	.7423987***	-3.33	-.064545	-1.28	-.9058135**	-2.13
oilg	.6461126***	2.79	-.0311704	-0.65	-.0970652	-0.25
enrg	.8084792***	3.35	-.030195	-0.61	-.7387046*	-1.80
telc	-.4891692**	-2.05	.0510506	1.05	.732749*	1.82
size	2.275998***	-3.81	-.2872228**	-2.46	-.1462361	-1.60
size_squared	.1168752***	3.70	.0138686**	2.25	.0718119	1.48
y96	-.0643218	-1.22	.1211734	0.69	-.5616515***	-2.75
y97	-.0336487	-0.65	.1243701	0.70	-.4507715*	-2.07
inflation			.0015093	0.90		
log(rtsindex)					1.240829***	4.96
_cons	9.249298***	3.33	1.400586**	2.25	-.1658956	-0.04
Wald chi2	145.88		106.48		475.27	
Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	

Эндогенные объясняющие переменные (сглаживаемые): insid, russian, foreign.

Инструментальные переменные: metl, mach, oilg, enrg, telc, size, size_squared, y96, y97, var2, lfsh, tpriv, holdpriv, inst, risk, reg_inv, reg_rec, reg_loss, reg_smbs, reg_crime, ind_rec, ind_ch.

Приложение 13. Роль государственной собственности, представленной контрольными пакетами акций

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	Coef.	z	Coef.	z	Coef.	z
top3	.0071712*	1.71	.0013847	1.42	-.0006496	-0.08
top3wsc	-.005918	-1.33	-.0020932**	-2.02	-.0139561*	-1.92
state	-.0008944	-0.39	-.0016727*	-1.83	-.0111817*	-1.66
sthld	8.52e-07	0.00	-.0015097	-1.55	-.014522**	-2.25
metl	.1997949	1.30	-.0535646	-1.15	-.7823477**	-2.46
mach	.9154749***	-4.53	-.0913983**	-2.01	-1.42234***	-3.73
oilg	.4994127***	2.82	-.0534273	-1.16	-.2847853	-0.84
enrg	.7880896***	4.42	-.0080188	-0.16	-.6027091*	-1.69
telc	.5695402***	-2.98	.0453344	0.85	.7595216**	2.15
size	2.395532***	-3.59	-.323448*	-1.70	-2.261658*	-1.93
size_squared	.123823***	3.46	.0159487*	1.66	.1144162*	1.88
y96	-.0337427	-0.89	.0683065	1.04	-.7845733***	-5.15

y97	-0.174677	-0.45	.0694991	1.10	-.7159598***	-4.65
inflation			.0011094*	1.89		
log(rtsindex)					1.64529***	14.03
_cons	9.592094***	3.10	1.674682*	1.79	1.901668	0.34
Wald chi2	150.42		71.71		611.92	
Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	
Test for RE:						
chi2 (1)	195.15		126.42		100.00	
Prob>chi2	0.0000		0.0000		0.0000	

Приложение 14. Основные результаты: итоговая таблица

	Производит. труда	Рентабельность	Q Тобина
Оценки по обычному МНК			
Концентрация собственности среди всех категорий акционеров	Связь отсутствует	U-образная зависимость; точка минимума 57.7%; уровень значимости 5%	U-образная зависимость; точка минимума 80.2%; уровень значимости 5% (восходящая часть кривой значима на уровне 10%)
Концентрация собственности среди частных акционеров	Связь отсутствует	Связь отсутствует	Обратная связь; уровень значимости 5%
Разные группы собственников	Связь отсутствует	Инсайдеры – прямая связь; уровень значимости 1%; иностранные акционеры – прямая связь; уровень значимости 10%	Связь отсутствует
Оценки по методу инструментальных переменных			
Концентрация собственности среди всех категорий акционеров	Прямая связь; уровень значимости 5%	U-образная зависимость; точка минимума 56.0%; уровень значимости 1-5%	U-образная связь; точка минимума 61.9%; уровень значимости 5% (восходящая часть кривой значима на уровне 10%)
Концентрация собственности среди частных акционеров	Прямая связь; уровень значимости 5%	Связь отсутствует	Обратная связь; уровень значимости 5%
Разные группы собственников	Связь отсутствует	Связь отсутствует	Собственность российских акционеров негативно влияет на стоимость фирмы; уровень значимости 10%
Роль контрольных пакетов акций в государственной собственности: оценки по обычному МНК			
Концентрация собственности среди частных акционеров	Прямая связь, если государство имеет контроль; уровень значимости 10%	Обратная связь, если государство не имеет контроля; уровень значимости 5%	Обратная связь, если государство не имеет контроля; уровень значимости 10%

Приложение 15. Полный список переменных

Зависимые переменные:

lprod – производительность труда; равна отношению объема реализации к среднесписочной численности занятых в соответствующем году

profitab – рентабельность; равна отношению прибыли до налогообложения к балансовой стоимости собственного капитала

q – Q Тобина; равен отношению рыночной капитализации компании к балансовой стоимости ее собственного капитала

Независимые переменные:

state – доля государства в общем числе голосующих акций на 1 января соответствующего года, %

sthld – доля государственных холдингов в общем числе голосующих акций на 1 января соответствующего года, %

insid – доля инсайдеров в общем числе голосующих акций на 1 января соответствующего года, %

russian – доля российских акционеров в общем числе голосующих акций на 1 января соответствующего года, %

foreign – доля иностранных акционеров в общем числе голосующих акций на 1 января соответствующего года, %

sum3 – показатель концентрации; определяется как совокупная доля трех крупнейших акционеров (безотносительно к их типу) в общем числе голосующих акций на 1 января соответствующего года, %

top3 – показатель концентрации; определяется как совокупная доля трех крупнейших акционеров, не связанных с государством (т.е. исключая государство и холдинги, контролируемые государством), в общем числе голосующих акций на 1 января соответствующего года, %

top3wsc – вспомогательная переменная, призванная учесть распределение контроля в фирме. Совпадает с переменной top3, если государство и связанные с ним холдинги не имеют контрольного пакета акций, и принимает нулевые значения в противном случае.

size – логарифм занятости в 1994

metl – фиктивная переменная для металлургии

mach – фиктивная переменная для машиностроения

oilg – фиктивная переменная для нефтяной, газовой и химической промышленности

enrg – фиктивная переменная для электроэнергетики

telc – фиктивная переменная для предприятий связи

inflation – темп инфляции в соответствующем году

rtindex – индекс РТС на конец соответствующего года

y96 – фиктивная переменная для 1996 года

y97 – фиктивная переменная для 1997 года

Инструментальные переменные:

var2 – фиктивная переменная для второго варианта приватизации

lfsh – фиктивная переменная для приватизации с использованием процедуры залоговых аукционов (всего шесть предприятий)

holdpriv – фиктивная переменная для "холдинговой" приватизации

tpriv – время, прошедшее с момента акционирования предприятия

risk – инвестиционный риск регионов; "1" означает наименьший риск

inst – институциональный рейтинг регионов, "1" означает наиболее высокий рейтинг

reg_inv – относительное положение регионов по инвестициям

reg_rec – относительное положение регионов по просроченной дебиторской задолженности

reg_loss – относительное положение регионов по доле числа убыточных предприятий

reg_smbs – относительное положение регионов по развитию малого бизнеса

reg_crime – относительное положение регионов по криминализации

ind_rec – относительное положение отраслей по просроченной дебиторской задолженности

ind_ch – изменения в выпуске продукции (услуг) в отрасли за год, предшествующий тому, в котором получены данные по собственности

Список литературы

Афанасьев, М., Кузнецов, П., и Фоминых, А. Корпоративное управление глазами директора. Вопросы экономики, № 5, 1997.

Капелюшников, Р. Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности: свидетельства мониторинга РЭБ. Вопросы экономики, №1, 2000.

Agrawal, A., and Knoeber, C. R. Firm Performance and Mechanisms to Control Agency Problems Between Managers and Shareholders. Journal of Financial and Quantitative Analysis, Vol. 31, No. 3, 1996.

Baltagi, B. Econometric Analysis of Panel Data. Chichester: Wiley, 1995.

Barclay, M. and Holderness, C. Private Benefits from Control of Public Corporations. Journal of Financial Economics, Vol. 25, 1989.

Becht, M. Strong Blockholders, Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure; in: The Separation of Ownership and Control: A Survey of Seven European Countries. Preliminary Report to the European Commission, Vol. 1, 1997.

Bergloef, E., and von Thadden, E.-L. 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 1999.

- Berle, A., and Means, G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
- Bevan, A., Estrin, S. and Schaffer, M. *Determinants of Enterprise Performance during Transition*. CERT discussion paper No. 99/03, 1999.
- Black, B., Kraakman, R., and Tarassova, A. *Russian Privatization and Corporate Governance: What Went Wrong?* *Stanford Law Review*, Vol. 52, 2000.
- Blasi, J. *Corporate Ownership and Corporate Governance in the Russian Federation*. Moscow: The Federal Commission for the Securities Market, 1996.
- Boycko, M., Shleifer, A., and Vishny, R. *Privatizing Russia*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1995.
- Brown, D., and Earle, J. *Privatization and Restructuring in Russia: New Evidence from Panel Data on Industrial Enterprises*. RECEP Working Paper, No. 1, 2000.
- Buck, T., Filatotchev, I., Wright, M., and Zhukov, V. *Corporate Governance and Employee Ownership in an Economic Crisis: Enterprise Strategies in the Former USSR*. *Journal of Comparative Economics*, Vol. 27, 1999.
- Burkart, M., Gromb, D., and Panunzi, F. *Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm*. *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 112, No. 3, 1997.
- Claessens, S., Djankov, S., and Pohl, G. *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic*. World Bank Working Paper No. 1737, 1996.
- Claessens, S., and Djankov, S. *Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic*. CEPR Discussion Paper No. 2145, 1999.
- Coffee, J. *Liquidity Versus Control: The Institutional Investor as Corporate Monitor*. *Columbia Law Review*, Vol. 91, 1991.
- De Alessi, L. *The Economics of Property Rights: A Review of the Evidence*. *Research in Law and Economics*, Vol.2, 1980.
- De Alessi, L. *On the Nature and Consequences of Private and Public Enterprise* *Minnesota Law Review*, Vol. 67, No. 1, 1982.
- Demsetz, H., and K. Lehn. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences*. *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1985.
- Earle, J.S. *Post-Privatization Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises*. Paper presented at the ACES-ASSA meeting, Chicago, January 1998.
- EBRD Transition Report. London: European Bank for Reconstruction and Development, 1995.
- Edwards, J., and Weichenrieder, A. *Ownership Concentration and Share Valuation: Evidence from Germany*. CESifo Working Paper No. 193, 1999.
- Fama, E. F., and Jensen M. *Agency Problems and Residual Claims*. *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, 1983.
- Frydman R., Rapaczynski A. *Privatization in Eastern Europe: Is the state withering away?* Central European University Press, in co-operation with Oxford University Press, 1994.
- Frydman R., Gray C., Hessel M., Rapaczynski, A. *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, 1997.

- Frydman, R., Pistor K., Rapaczynsky, A. 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, 1996.
- Greene, W. Econometric Analysis. Prentice-Hall, 1997.
- Gugler, K., Stomper, A., Zechner, J., and Kalss, S. The Separation of Ownership and Control: An Austrian Perspective, in: The Separation of Ownership and Control: A Survey of Seven European Countries. Preliminary Report to the European Commission, Vol. 2, 1997.
- Hansmann, H. When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy. The Yale Law Journal, Vol. 99, No 8, 1990.
- Holderness, C., Kroszner, R. S., and Sheehan, D. Were the Good Old Days That Good? Changes in Managerial Stock Ownership since the Great Depression. Journal of Finance, Vol. 54, 1999.
- Holmstrom, B., and Tirole, J. Market Liquidity and Performance Monitoring. Journal of Political Economy, Vol. 101, 1993.
- Jensen, M. 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, 1997.
- Jensen, M., and Meckling, W. Theory of the Firm: Managerial Behaviour, Agency Cost, and Capital Structure. Journal of Financial Economics, Vol. 3, 1976.
- Krueger, A. Government Failures in Development. Journal of Economic Perspectives, Vol. 4, 1990.
- McConell, J. J. and Servaes, H. Additional Evidence on Equity Ownership and Corporate Value. Journal of Financial Economics, Vol. 27, 1990.
- Unlocking Economic Growth in Russia. McKinsey Global Institute. Moscow, 1999.
- Morck, R., A. Shleifer, and R. Vishny. Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis. Journal of Financial Economics, Vol. 20, 1988.
- Mundlak, Y. On the Pooling of Time Series and Cross Sectional Data. Econometrica, Vol. 46, 1978.
- Perotti, E. and Gelfer, S. Investment and Financing in Russian Financial-Industrial Groups. Moscow. RECEP Working Paper No. 1, 1998.
- Prowse, S. The Structure of Corporate Ownership in Japan. The Journal of Finance, Vol. 47, No. 3, 1992.
- Schaffer, M.E. Do Firms in Transition Economies Have Soft Budget Constraints? A Reconsideration of Concepts and Evidence. Journal of Comparative Economics, Vol. 26, 1998.
- Shapiro, C., and Willig, R. Economic Rationales for the Scope of Privatization, in: Economy of Public Sector Reform and Privatization. London: Westview Press, 1990.
- Shleifer, A., and Vishny, R. Large Shareholders and Corporate Control. Journal of Political Economy, 1986, Vol. 94.
- Shleifer, A. and Vishny, R. A Survey of Corporate Governance. Journal of Finance, Vol. 52, No. 2, 1997.
- Shleifer, A. and Vishny, R. Politicians and Firms. Quarterly Journal of Economics, Vol. 109, No. 4, 1994.

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

Vickers, J., and Yarrow, G. *Privatization: An Economic Analysis*. MIT Press Series on Regulation of Economic Activity, No. 18, Cambridge, MA: MIT Press, 1988.

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

Wruck, K. Equity Ownership Concentration and Firm Value. *Journal of Financial Economics*, Vol. 23, 1989.

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

Zeckhauser, R., and J. Pound. Are Large Shareholders Effective Monitors? An Investigation of Share Ownership and Corporate Performance, in: R. G. Hubbard (ed.) *Asymmetric Information, Corporate Finance and Investment*. University of Chicago Press, 1990.

В аналитических материалах, распространяемых РЕЦЭП, могут излагаться различные точки зрения на экономическую политику, однако Центр как организация придерживается в этом отношении нейтральной позиции. Все мнения, высказываемые в публикуемых материалах, отражают исключительно точку зрения их авторов, но не мнение РЕЦЭП, организаций, принадлежащих к его руководящему консорциуму, Европейской комиссии или любой другой организации, принадлежащей к Европейской комиссии.

**РОССИЙСКО-ЕВРОПЕЙСКИЙ ЦЕНТР
ЭКОНОМИЧЕСКОЙ ПОЛИТИКИ**

Потаповский пер., 5, стр. 4,
Москва 101000 Россия
<http://www.recep.ru>
e-mail: recep@recep.ru
тел +7 (503) 232-36-13 факс +7 (503) 232-37-39