

Структура акционерного капитала и результаты деятельности фирм в России

(Анализ «голубых фишек» фондового рынка)

Кузнецов П., Муравьев А.

На основе панельных данных за 1995-1997 гг. в статье исследуется влияние структуры акционерного капитала на результаты деятельности нефинансовых приватизированных предприятий России, входящих в группу «голубых фишек» фондового рынка. Рассматриваются два основных вопроса: как концентрация собственности воздействует на показатели деятельности предприятий и какова роль различных групп собственников в корпоративном управлении. Для измерения результатов деятельности фирм используются три показателя: производительность труда, рентабельность и Q Тобина. Исследование показывает, что влияние концентрации собственности на результаты деятельности компаний, входящих в выборку, неоднозначно. В частности, не обнаружено подтверждений того, что концентрация собственности влияет на такой показатель эффективности предприятий, как производительность труда. Проведенный анализ рентабельности и капитализации компаний позволяет поднять ряд важных вопросов о распределении прибыли среди акционеров. Результаты свидетельствуют о том, что издержки концентрации собственности превышают связанные с ней выгоды. Это означает, что концентрация собственности сопряжена со значительной экспроприацией мелких акционеров. Анализ отдельных групп собственников показывает, что наличие иностранных акционеров улучшает результаты деятельности предприятий, измеряемые производительностью труда и Q Тобина.

Зависимость результатов деятельности фирмы от структуры акционерного капитала: обзор теории

Традиционный подход к проблемам корпоративного управления

Вопрос о влиянии структуры акционерного капитала на результаты деятельности фирмы является предметом научных дебатов на протяжении 70 лет, прошедших с момента опубликования ставшего классическим труда Адольфа Берла и Гардинера Минза «Современная корпорация и частная собственность» [4]. Начиная с

Кузнецов П. – заместитель руководителя Рабочего центра экономических реформ при Правительстве Российской Федерации.

Муравьев А. – ассистент факультета менеджмента Санкт-Петербургского государственного университета.

Статья поступила в Редакцию 4 июля 2000 г.

1970-х гг. 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 корпоративного управления, т.е. команде менеджеров.

Так называемое отделение собственности от управления, типичное для современных крупных предприятий, приводит к возникновению агентских издержек, которые могут повлечь за собой существенное ухудшение результатов деятельности фирм. Из-за несоответствия интересов собственников компаний и менеджеров высок риск того, что последние будут использовать ресурсы корпораций, управление которыми им доверено, в собственных интересах, зачастую резко контрастирующих с основной целью акционеров – максимизацией дохода на инвестированный капитал. Таким образом, перед собственниками компаний встает проблема контроля за 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, обеспечивающая участие акционеров в управлении компанией через избрание и представительство в совете директоров [20].

Несмотря на то, что система внутреннего контроля является прямым механизмом воздействия на менеджмент, и поэтому могла бы играть главную роль в корпоративном управлении, ее эффективность ограничена в условиях распыленной структуры собственности, когда улучшение корпоративного управления является общественным благом для каждого из мелких акционеров. Если акционер осуществляет контроль над менеджерами, ему приходится нести все издержки, с которыми сопряжена эта деятельность. Однако, если его усилия принесут плоды, ему достанется лишь малая их часть, пропорциональная его доле в акционерном капитале. По этой причине акционеры предпочитают пользоваться результатами чужих трудов (быть «безбилетниками») и перекладывать функции контроля на других. Если все акционеры ведут себя подобным образом, неконтролируемые менеджеры могут воспользоваться предоставленной свободой для достижения своих собственных целей, например для присвоения средств инвесторов, создания «империй» или «легкой жизни». После опубликования работы Берла и Минза тезис о том, что в условиях распыления акционерного капитала акционер «беспомощен» перед лицом менеджерского оппортунизма, получил всеобщее признание.

Очевидно, что концентрация акционерного капитала является самым простым способом устранения неэффективности, порождаемой распылением собственности. В литературе по корпоративному управлению указывается, что 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 [29].

Итак, в соответствии с традиционным подходом основная проблема корпоративного управления заключается в противостоянии менеджеров, преследую-

щих собственные интересы, и слабых акционеров, владеющих небольшими пакетами акций.

Более широкий взгляд на проблему корпоративного управления

В последние годы концепция корпоративного управления, возникшая и активно развивавшаяся в США, претерпела существенные изменения. Они были связаны с осознанием того, что доминирующие позиции в экономиках большинства стран, за исключением США, Великобритании и ряда других государств с англосаксонской правовой традицией, занимают вовсе не фирмы, находящиеся в собственности большого числа мелких акционеров, а компании, принадлежащие достаточно узкому кругу собственников [3]. В этих компаниях свобода действий менеджеров ограничена необходимостью разработки таких стратегий, которые подчинены обязательствам, в неявной форме налагаемым на них крупными акционерами. В результате, в центре внимания теперь оказываются сложные взаимоотношения между менеджерами, владельцами крупных пакетов акций и мелкими акционерами.

Например, опираясь на данные по австрийским фирмам, Гуглер и др. [17] приходят к выводу, что «предметом анализа ... должен быть конфликт интересов между собственниками, владеющими крупными пакетами акций, и мелкими акционерами, а не необходимость контролировать менеджеров компании с распыленным акционерным капиталом. Голосующие пакеты акций у мелких собственников существуют только в том случае, если их владельцы могут обеспечить аккумуляцию достаточного количества голосов для того, чтобы ограничить возможности экспроприации со стороны других акционеров». Таким образом, проблемы корпоративного управления в США, характеризующиеся фразой «сильные менеджеры, слабые собственники», не типичны для большинства стран континентальной Европы. По мнению Бехта [2], положение дел в европейских странах лучше передает лозунг «сильные владельцы крупных пакетов акций, слабые мелкие акционеры».

Новая трактовка проблем корпоративного управления существенно усложняет связь между структурой собственности и результатами деятельности компаний. В частности, становятся очевидными издержки, связанные с концентрацией акционерного капитала. Они возникают, когда крупные акционеры, 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, [1]). В той мере, в которой частные выгоды контроля имеют финансовую природу (как, например, в случае с использованием механизма трансфертного ценообразования), происходит 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 [15]. Кроме того, более высокая ликвидность акций, ассоциируемая с большей распыленностью собственности, может играть важную роль в обеспечении дополнительного мониторинга менеджеров со стороны фондового рынка [19]. 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 конкретной фирмы инвестиции [8]. Следовательно, существует 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 [3].

Типы собственности и результаты деятельности предприятий

В контексте более широкого подхода к проблемам корпоративного управления важное значение приобретает такой фактор, как тип собственника, или его «идентичность». Как следует из теории агентских отношений, целевые функции и издержки контроля над менеджерами у разных типов собственников неодинаковы [29]. Поэтому далее представлен обзор теории, объясняющей связь между результатами деятельности фирм и различными типами собственности.

Собственность в руках менеджеров может оказывать двоякое влияние 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 [21]. С другой стороны, увеличение доли менеджеров в собственности фирмы способствует их «окапыванию», что влечет за собой особенно большие издержки в тех случаях, когда они имеют низкую квалификацию или предпочитают «легкую жизнь» [24, 30].

Влияние собственности менеджеров на результаты деятельности корпорации нередко рассматривается как результат совместного действия двух вышеупомянутых факторов: совпадения мотивации менеджеров и собственников, с одной стороны, и проблемы «окапывания» – с другой. Как следствие, результаты деятельности фирмы могут представлять собой либо монотонную (улучшение или ухудшение в случае явного преобладания одного из двух факторов), либо немонотонную непрерывную функцию доли акционерного капитала, находящейся в руках менеджеров. Из этого следует вывод, что оптимальную долю менеджеров в капитале фирмы необходимо искать, скорее, с помощью эмпирических, а не теоретических исследований.

Внешние собственники. Влияние этого типа собственности на результаты деятельности фирмы определяется степенью контроля внешних акционеров над действиями менеджеров. Считается, что концентрация акционерного капитала у внешних инвесторов способствует осуществлению более жесткого контроля. Однако эта зависимость не обязательно описывается непрерывной функцией. Влияние одного и того же уровня концентрации на деятельность фирмы может быть разным, если в одном случае существует единственный владелец крупного пакета

акций, обладающий полным контролем над фирмой, во втором – два акционера, владеющие крупными пакетами акций и имеющие разные интересы, а в третьем – несколько крупных акционеров, причем четко выраженный центр контроля отсутствует.

Шляйфер и Вишны [28] также указывают, что наличие крупного акционера может содействовать развитию рынка корпоративного контроля и, следовательно, улучшать результаты деятельности фирм. Потенциальный покупатель, уже имеющий некоторый первоначальный пакет акций компании, может получить существенный прирост капитала за счет своих «старых» акций, что служит для него дополнительным стимулом к поглощению фирмы.

Собственность в руках работников предприятия. Как отмечают Фридман и Рапачински [16], 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. Хансманн ([18], с. 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 усложнены тем, что работники имеют различные цели, поскольку относятся к разным возрастным группам, заняты в различных подразделениях компании и имеют неодинаковую ценность для фирмы [18].

Влияние этого типа собственности выходит далеко за рамки теории, описывающей конфликт между менеджерами и акционерами. Традиционно считается, 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 вряд ли приводит к росту производительности труда, особенно в крупных фирмах. Каждый работник получает лишь малую часть прибылей, возникающих в результате его дополнительных усилий, следовательно, имеет место эффект «безбилетника». В этом случае позитивный эффект собственности работников ограничивается усилением взаимного мониторинга занятых на предприятии. Таким образом, теория не дает однозначных выводов 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 [11, 12] 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 ос-

таточный доход и не может передать свои права собственности. Права собственности реализуются тем или иным уровнем государственного аппарата, у которого нет четких стимулов к улучшению результатов деятельности фирмы. Викерс и Ярроу [31] рассматривают отсутствие должных стимулов как главный недостаток государственной собственности. Другие концепции связывают ее неэффективность с политикой ценообразования [27], политическим вмешательством [29] и проблемой человеческого капитала в государственных предприятиях [22].

Цели исследования

В данной статье анализируется влияние структуры собственности на результаты деятельности российских нефинансовых приватизированных предприятий, образующих группу «голубых фишек» российского фондового рынка. Выбор именно этой группы компаний обусловлен несколькими обстоятельствами. Во-первых, тем, что крупные предприятия, акции которых котируются на российском фондовом рынке, занимают доминирующие позиции в экономике страны. Во-вторых, тем, что для крупных компаний характерна значительная распыленность собственности, требующая особого внимания. В-третьих, относительной доступностью информации по предприятиям этой группы. Основная цель статьи – анализ влияния концентрации собственности на результаты деятельности этих фирм. Вторая цель работы – исследование влияния различных групп собственников на результаты деятельности компаний.

Новизна исследования определяется несколькими факторами. Во-первых, влияние структуры собственности анализируется по истечении достаточно длительного периода с момента завершения чековой приватизации. Данная работа опирается на сравнительно новые данные за 1995–1997 гг., в то время как большинство подобных исследований базируется на данных за 1994–1995 гг. Во-вторых, помимо обычно применяемых в переходных экономиках показателей деятельности предприятий в статье используется Q Тобина. В-третьих, исследование основано на пространственно-временных (панельных) данных, что дает определенные преимущества с эконометрической точки зрения. В-четвертых, в данной работе принимается во внимание возможная эндогенность переменных, описывающих структуру собственности, что не всегда встречается в подобных исследованиях.

Описание выборки и данных

Анализируемая выборка сформирована на основе базы данных агентства финансовой информации «Скейт», содержащей ключевые финансовые показатели, информацию о занятости, капитализации и собственности по предприятиям, входящим в группу «голубых фишек» российского фондового рынка. В выборку включено 101 предприятие, акции которых котировались на рынке в 1995–1997 гг.

Структура выборки по размеру предприятий. В таблице 1 показано распределение предприятий выборки по размеру согласно принятой в российской статистике классификации: средние предприятия (200–999 человек), крупные предприятия (1000–9999 человек) и сверхкрупные предприятия (более 10000 работников). Как следует из таблицы 1, выборка охватывает в основном сверхкрупные предприятия, а 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 (нефтяной, газовой и химической, металлургической, электроэнергетики, связи и машиностроения) составляют 86,1% общего числа включенных в выборку фирм. В таблице 2 также приведено распределение по базовым отраслям 200 российских компаний с наибольшей рыночной капитализацией¹⁾. Анализируемая выборка является достаточно репрезентативной в отношении отраслевой принадлежности предприятий.

Таблица 2.

Отраслевая структура выборки

Отрасли	Выборка		«Эксперт-200»	
	число фирм	в процентах	число фирм	в процентах
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

Региональная структура выборки. Распределение предприятий выборки по экономическим районам России приведено в таблице 3. Львиная доля компаний (74%) размещается в пяти основных районах: на Урале, в Западной Сибири, в Поволжском, Северо-Западном и Центральном районах. Таблица 3 также дает представление о территориальном расположении компаний, входивших в 1998 г. в список «Эксперт-200» по размеру рыночной капитализации. Предприятия выборки расположены в 33 субъектах федерации, среди которых доминируют столицы, Тюменская, Челябинская, Самарская, Свердловская и Иркутская области.

¹⁾ Список, опубликованный в журнале «Эксперт» в 1998 г.

Таблица 3.

Региональная структура выборки

Экономические районы	Выборка		«Эксперт-200»	
	Число фирм	в процентах	число фирм	в процентах
Центральный	12	11,9	48	24,0
Северо-Западный	15	14,9	11	5,5
Волго-Вятский	3	3,0	17	8,5
Центрально-Черноземный	3	3,0	9	4,5
Северный	5	4,9	7	3,5
Северо-Кавказский	4	4,0	16	8,0
Поволжский	12	11,9	18	9,0
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 компаний, входящих в выборку, существенно отличаются от тех, которые обычно применялись в ходе массовой (ваучерной) приватизации в России²⁾. Так называемый второй вариант приватизации, позволявший трудовому коллективу приобрести 51% обыкновенных акций, был выбран в 40 компаниях, в то время как 61 предприятие было приватизировано по первому варианту, при котором инсайдеры не получали контрольного пакета акций. В целом по России к концу чековой приватизации 25% предприятий избрали первый вариант, 73% – второй и только 2% – третий [6]. Таким образом, для выборки характерен высокий удельный вес компаний, приватизированных по первому варианту. Это связано с тем, что она охватывает преимущественно крупные и сверхкрупные фирмы капиталоемких отраслей, трудовые коллективы которых не имели достаточных средств для выкупа 51% акций.

Специфика приватизации предприятий выборки этим не исчерпывается. После первичного распределения или продажи акций трудовым коллективам подавляющее большинство российских компаний было приватизировано через процедуры ваучерных аукционов, денежных аукционов или инвестиционных конкурсов. В отличие от этих схем, значительное число предприятий, входящих в выборку, было приватизировано путем передачи акций, оставшихся в государственной собственности, в ряд холдинговых компаний, которые государство впоследствии либо сохранило под своим контролем (например «Связьинвест»), либо приватизировало (например «Юкос»). Иными словами, приватизация многих предприятий была проведена вне рыночных методами и была предопределена политическими решениями. В большинстве случаев холдинговые компании стано-

²⁾ В ходе массовой приватизации в России были использованы три базовые модели, так называемые первый, второй и третий варианты приватизации, основное различие между которыми сводилось к размеру доли акционерного капитала, которую инсайдеры могли приобрести на льготных условиях.

вились собственниками контрольных пакетов акций. Через такую «холдинговую приватизацию» прошли 48 компаний, что составляет почти половину выборки³⁾.

Этот способ приватизации был типичен для всех телекоммуникационных компаний (за исключением «Ростелекома», в котором государство сохраняло значительный пакет на протяжении 1995–1997 гг.), региональных энергетических компаний (исключая «Иркутскэнерго») и многих нефтедобывающих предприятий. Следует отметить, что наличие большого числа предприятий, приватизированных по этому методу, не является особенностью только данной выборки, скорее, такая приватизация была свойственна большинству 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. Также следует отметить, что из упомянутых 48 компаний, прошедших «холдинговую приватизацию», на начало 1997 г. 36 фирм были включены в контролируемые государством холдинги⁴⁾. Кроме того, небольшие пакеты акций ряда других компаний также были переданы в холдинги, контролируемые государством. Всего на начало 1997 г. таких фирм было шесть.

Методология

Измерение результатов деятельности российских предприятий

Среди экономистов нет единства мнений по поводу того, как измерять результаты деятельности предприятий. Обычно улучшение результатов деятельности фирм связывают с возросшей рентабельностью, ростом эффективности и увеличением выпуска [5]. Спектр альтернативных показателей рентабельности включает 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, не получила широкого применения на практике из-за трудностей с измерением основного капитала. Вместо нее во многих исследованиях рассматривается эффективность, ассоциируемая с производительностью 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 различными заменителями для Q Тобина, определяемого как отношение рыночной стоимости компании к восстановительной

³⁾ Далее в тексте передача контрольного пакета акций в холдинговую компанию именуется «холдинговой приватизацией».

⁴⁾ Холдинговая компания определяется как контролируемая государством, если правительство распоряжается контрольным пакетом ее голосующих акций.

стоимости ее активов. В большинстве случаев Q исчисляется как отношение суммы рыночной капитализации компании и балансовой стоимости заемного капитала к балансовой стоимости ее активов, поскольку рыночная оценка заемного капитала и восстановительная стоимость активов зачастую неизвестны. Очевидно, что надежность этого показателя зависит от эффективности фондового рынка. Более того, поскольку этот показатель обычно рассчитывается с использованием балансовой (бухгалтерской) оценки активов в знаменателе, искажения могут возникнуть 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 сложной. Это вызвано тем, что первоначальные («исторические») оценки стоимости основных средств, которые основывались на «социалистических» ценах, подверглись нескольким обязательным переоценкам в течение переходного периода. В результате текущая стоимость активов рассчитывалась путем умножения их балансовой оценки на нормативные коэффициенты, устанавливавшиеся Госкомстатом России. 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 [26].

Многие работы, посвященные деятельности предприятий в переходных экономиках, опираются на производительность труда как лучший показатель результатов деятельности фирм. Им традиционно пользуется Эрл [см., например, 14], а также другие исследователи, например Клэссенс и Дьянков [10].

Для анализа предприятий в переходных экономиках с достаточно развитым фондовым рынком ряд авторов использовал Q Тобина. Среди таких работ можно назвать исследование чешских фирм [9] и анализ инвестиционной деятельности российских предприятий в 1995–1996 гг., проведенный Перотти и Гельфером [25].

Таким образом, ни одному из показателей деятельности фирмы не может быть отдан абсолютный приоритет. По этой причине вместо единственного индикатора, отбираемого на основе субъективных предположений о его уместности, предпочтительнее использовать несколько показателей.

В данном исследовании рассматриваются три показателя, отражающие результаты работы предприятия – производительность труда, рентабельность акционерного капитала и Q Тобина. Такой подход мотивирован не столько стремлением избежать ошибочных выводов из-за проблем с измерением показателей, сколько тем, что они содержат информацию о различных аспектах деятельности фирмы. Как уже упоминалось, производительность труда характеризует техническую эффективность предприятия. В отличие от нее Q Тобина отражает стоимость фирмы с точки зрения мелких акционеров, поскольку он рассчитывается на основе цен акций на фондовом рынке. И хотя этот показатель естественным образом зависит от технической эффективности, в нем отражен ряд других существенных факторов, например риски экспроприации мелких акционеров круп-

ными собственниками. Фирма может иметь высокую производительность труда (или техническую эффективность в целом), но низкие котировки акций вследствие извлечения частных выгод контроля крупными акционерами. Таким образом, концентрация собственности может оказывать положительное влияние на производительность труда, и отрицательное – на Q Тобина.

Зависимые переменные определены следующим образом. Производительность труда рассчитывается как отношение объема реализации (исключая НДС и акцизы) к среднесписочной численности занятых в соответствующем году⁵⁾. Рентабельность определена как отношение налогооблагаемой прибыли (то есть прибыли после вычета процентов и амортизации, но до уплаты налогов) к балансовой стоимости акционерного капитала на конец года. Поскольку есть основания предполагать большие расхождения между рыночной стоимостью долга российских предприятий и их 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 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 [25].

Переменные, описывающие структуру собственности

К настоящему моменту не сложилось традиции выбора переменных, характеризующих структуру собственности, для анализа связей «собственность – результаты деятельности». В каждом конкретном 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 5 крупнейших акционеров) в акционерном капитале. С целью преобразования ограниченных переменных, характеризующих структуру собственности, в неограниченные эти показатели иногда подвергаются логистической трансформации, предложенной Демсецом и Леном [13]. Другие авторы, особенно специализирующиеся на переходных экономиках, где проблема с получением достоверных данных стоит особенно остро, используют долю крупнейшего акционера [33]. При анализе различных групп собственников обычно различают государственную собственность, собственность инсайдеров и собственность внешних инвесторов. Последние две категории часто разделяют на собственность менеджеров и собственность работников, а также на собственность финансовых и нефинансовых аутсайдеров соответственно. Иногда собственность внешних инвесторов подразделяется на собственность иностранных инвесторов и отечественных акционеров.

На основе базы данных агентства «Скейт» можно создать весьма ограниченное число переменных, описывающих структуру собственности. Из-за отсутствия подробных данных в работе рассматриваются три простых индикатора концентрации собственности. Первым является процент голосующих акций у круп-

⁵⁾ Все финансовые показатели предприятий были приведены к уровню цен декабря 1997 г.

нейшего акционера, вторым – процент голосующих акций у трех крупнейших акционеров, третьим – совокупная доля голосующих акций в руках крупных собственников. Последние определены как юридические и физические лица, каждое из которых обладает по меньшей мере 10% голосующих акций. Считается, что обладание такими пакетами необходимо для эффективного участия акционеров в корпоративном управлении [34]. Основанием для использования 10% границы служит то, что согласно российскому корпоративному законодательству только такие пакеты дают инвесторам право оказывать процедурное воздействие на решения фирм, например созывать внеочередное собрание акционеров.

Поскольку различные холдинги, контролируемые государством, равно как и само государство являются акционерами многих предприятий выборки, нами сконструированы три переменных, характеризующих концентрацию собственности в руках инвесторов, не связанных с государством. Эти переменные определены как процент голосующих акций у крупнейшего акционера, не связанного с государством, процент голосующих акций у трех крупнейших акционеров, не связанных с государством, и совокупная доля голосующих акций в руках крупных собственников, не связанных с государством.

Среди разных групп собственников выделены государственная собственность, собственность холдингов, контролируемых государством, собственность инсайдеров и собственность 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 [32]. Учитывая, что среднее число работников на предприятиях выборки превышает 20 тыс. человек, значительная доля менеджеров в капитале предприятия маловероятна. Таким образом, собственность инсайдеров, скорее всего, представлена собственностью работников, а не менеджеров. Также весьма вероятно, 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 2. На протяжении 1995–1997 гг. основной тенденцией в ее эволюции было постоянное 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.

Спецификация модели

В данном исследовании рассматривается эконометрическая модель, которую в наиболее общем виде можно сформулировать следующим образом:

$$Perf_{it} = \alpha_i + \sum_j \beta_j H(j)_{it} + \sum_k \gamma_k Z(k)_{it} + \varepsilon_{it}$$

где $Perf$ – один из выбранных показателей деятельности, $H(j)$ – « j -ый» компонент вектора переменных, описывающих структуру собственности фирмы, и $Z(k)$ – « k -ый» компонент вектора контрольных переменных. Индексы i и t обозначают объекты наблюдения и время соответственно.

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 опущенной переменной. По очевидным причинам имеет смысл ввести контрольные переменные для различных 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, влияющим на результаты деятельности фирмы, с одной стороны, и на структуру собственности – с другой. Поэтому в уравнения включены две контрольные переменные, характеризующие размер фирм – логарифм численности занятых в 1994 г. и его возведенное в квадрат значение.

Поскольку в 1995–1997 гг. в России наблюдалась достаточно высокая инфляция, большинство предприятий получало значительную инфляционную прибыль. Эта прибыль возникает в результате недооценки в бухгалтерском учете затрат на производство продукции по отношению к поступлениям от продаж в те периоды, когда уровень цен на товары существенно меняется. По существу, она представляет собой «бумажные» доходы от переоценки запасов сырья и материалов, незавершенного производства и готовой продукции. Для того, чтобы контролировать инфляционную прибыль предприятий в 1995–1997 гг., в уравнения, где зависимой переменной является рентабельность, включена переменная, отражающая темп инфляции. Подобным образом в уравнениях с Q Тобина необходимо контролировать рост фондового рынка в 1995–1997 гг., поскольку он был вызван главным образом институциональными и макроэкономическими изменениями, а не улучшениями результатов деятельности предприятий. С этой целью в соответствующие уравнения включена переменная, равная логарифму значения индекса Российской торговой системы (РТС) на конец каждого года. Полный список переменных приведен в Приложении 8.

Везде, где это было возможно, использовались мультипликативные модели (то есть модели, в которых зависимая переменная является логарифмом какого-либо показателя деятельности). Линейные спецификации использовались для показателей рентабельности, которые могли принимать отрицательные значения, в результате чего логарифмирование было невозможно. Все уравнения оценивались с помощью метода случайных эффектов.

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 фирмы. В большинстве случаев это едва ли соответствует действительности. Наиболее очевид-

ный пример – доля акционерного капитала в руках менеджеров, одной из форм вознаграждения которых являются опционы на акции компании. Для структур собственности, возникающих в переходный период, проблема эндогенности может быть особенно острой. Различные 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. Например, вследствие такого отбора концентрация собственности в руках внешних акционеров, осуществляемая путем скупки акций у работников, может происходить значительно быстрее на более эффективных предприятиях.

Применительно к анализируемой выборке есть основания рассматривать часть переменных, характеризующих собственность, как экзогенные, а другую часть – как эндогенные. К первой группе относятся переменные, содержащие информацию о размере пакетов акций, находящихся в собственности государства и государственных холдингов. Вероятно, что по окончании массовой приватизации значения этих переменных определялись политическими, а не экономическими факторами (то есть на них едва ли влияли результаты работы самих предприятий). В частности, решение о передаче государственных пакетов акций в холдинговые компании выглядит как мотивированное исключительно политическими соображениями. Также маловероятным представляется то, что решения о «замораживании» крупных пакетов акций некоторых компаний в государственной собственности имеют экономические, а не политические основания⁶⁾.

Менее ясна картина с другими переменными, характеризующими структуру собственности. С одной стороны, все перечисленные выше аргументы по поводу эндогенности остаются в 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 определения 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. Затем с помощью метода инструментальных переменных проводится корректировка на эндогенность.

⁶⁾ 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. На предприятиях выборки государственная собственность в основном представлена небольшими по размеру пакетами, и только в нескольких компаниях крупные пакеты акций были «заморожены» по политическим соображениям.

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, использован ряд инструментальных переменных, часть из которых неизменна, а другая часть варьирует во времени. Все инструментальные переменные могут быть отнесены к одной из трех групп. Первая содержит переменные, характеризующие процесс приватизации фирм (фиктивные переменные для второго варианта приватизации, для залоговых аукционов, «холдинговой приватизации», переменную, отражающую время, истекшее с момента приватизации предприятия (в месяцах), и переменную, указывающую на долю государственных холдингов в капитале предприятия⁷⁾). Инструменты из второй группы характеризуют экономические и социальные условия в регионах, где расположены вошедшие в выборку предприятия, например 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. Третья группа включает переменные, характеризующие ситуацию в отраслях, к которым относятся рассматриваемые компании, в отношении просроченной дебиторской задолженности и динамики производства по сравнению с экономикой страны в целом.

Результаты исследования

Отсутствие корректировки на эндогенность структуры собственности

С целью выявления эффекта концентрации собственности на результаты деятельности предприятий использованы две спецификации. В первой из них проводится различий между отдельными типами собственников; концентрация измеряется механистически – при помощи переменной $sum3$ (совокупная доля трех крупнейших акционеров в капитале предприятия). Результаты (см. Приложение 3) 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 56%, для Q Тобина – 79%. В уравнении с Q квадратичный член концентрации собственности значим только на уровне 10%. Поскольку в выборке присутствует лишь 26 наблюдений, для которых концентрация собственности превышает 79%, этот результат следует интерпретировать как негативную связь между концентрацией и Q , а не как U-образную зависимость. В то же время связь между концентрацией и рентабельностью действительно описывается U-образной кривой, поскольку имеется 179 наблюдений, для которых концентрация собственности равна или больше 56%. Проведенный анализ не выявил какой-либо связи между производительностью труда и концентрацией собственности. Коэффициенты регрессии при соответствующих объясняющих переменных статистически незначимы.

Во второй спецификации концентрация измеряется только для группы частных (не связанных с государством) акционеров, и в уравнение дополнительно включена контрольная переменная $sthld$. Регрессионный анализ указывает на от-

⁷⁾ Следуя логике приведенных ранее аргументов, она рассматривается как экзогенная.

существование связи между концентрацией собственности у частных акционеров и деятельностью компаний, причем этот результат устойчив к включению переменной *state* и к другим изменениям спецификации.

С целью выявления роли различных групп собственников в корпоративном управлении рассмотрены уравнения, в которых регрессорами выступают переменные, отражающие доли различных 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 4. Они свидетельствуют об отсутствии связи между производительностью труда и *Q*, с одной стороны, и долями акционерного капитала в руках различных групп собственников, с другой. В уравнении с рентабельностью коэффициент при переменной, характеризующей долю инсайдеров, положителен и значим на уровне 1%, а коэффициент при переменной, отражающей долю иностранных инвесторов, также положителен, но значим только на уровне 10%. Таким образом, увеличение долей этих групп акционеров в капитале фирмы приводит к росту рентабельности акционерного капитала.

Оценка с использованием метода инструментальных переменных

Поскольку экзогенность некоторых переменных, характеризующих структуру собственности, вызывает сомнения, параметры всех рассмотренных выше моделей были оценены с использованием метода инструментальных переменных. Для этого на первом шаге регрессионного анализа были получены сглаженные значения переменных, описывающих структуру собственности.

Подстановка сглаженных значений вместо исходных вносит незначительные изменения в полученные ранее результаты для концентрации собственности (см. Приложение 5). С увеличением концентрации, измеренной для всех групп собственников, рентабельность компаний сначала падает, а затем, по достижении точки минимума при значении концентрации 57%, начинает расти. Кроме того, *Q* монотонно убывает с ростом концентрации, но соответствующий коэффициент регрессии значим только на уровне 10%. Как и прежде, отсутствует связь между концентрацией собственности и производительностью труда.

Подобно ранее полученным результатам, коэффициенты при переменных, содержащих сглаженные значения концентрации собственности в руках частных акционеров, статистически незначимы вне зависимости от изменений спецификации.

Анализ роли отдельных групп акционеров показывает, что иностранная собственность связана с улучшением результатов деятельности фирм (см. Приложение 6). Коэффициент при переменной, характеризующей собственность иностранных инвесторов, положителен и статистически значим в уравнениях с *Q* на уровне 5% и в уравнениях с производительностью труда – на уровне 10%. В то же время он становится незначимым в уравнении с рентабельностью (*z*-статистика равна 1,52, в то время как на 10% уровне значимости критическое значение равно 1,64). Кроме того, при использовании метода инструментальных переменных исчезает позитивное влияние собственности инсайдеров на рентабельность фирм, установленное на предыдущей стадии анализа. Эти результаты подтверждают необходимость учета обратной причинно-следственной связи между структурой собственности и результатами деятельности фирм.

Корректировка на различия в распределении собственности и контроля

Предыдущие этапы анализа продемонстрировали отсутствие связи между концентрацией собственности в руках частных акционеров и результатами деятельности компаний. Одним из объяснений этому может служить значительное распространение государственной собственности, особенно собственности государственных холдингов, которая во многих компаниях представлена контрольными пакетами акций.

Далее рассматривается вопрос о том, зависит ли эффект, оказываемый концентрацией собственности в руках частных акционеров, от распределения контроля в компании, точнее от того, имеются ли в фирме связанные с государством акционеры, владеющие контрольным пакетом акций. Весьма вероятно, 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 акционеров может быть несущественной, поскольку эти акционеры имеют ограниченное влияние на процесс принятия решений в фирме.

Для исследования этого вопроса 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 новая переменная включена в уравнения регрессии вместе с переменными $top3$, $sthd$ и $state$. Результаты регрессионного анализа приведены в Приложении 7. Вновь введенная переменная значима в уравнениях с рентабельностью и Q , а переменная $top3$ становится значимой в уравнении с производительностью труда. Уравнения регрессии показывают, что влияние концентрации собственности в руках частных акционеров на результаты деятельности компании не является непрерывным. Знаки коэффициентов регрессии указывают на негативное влияние концентрации собственности в руках частных акционеров на рентабельность и Q в случае, если государство и контролируемые государством холдинги не имеют контрольного пакета акций.

Обсуждение результатов

Проведенный анализ выявил несколько интересных результатов, во многом расходящихся с доминирующими представлениями о влиянии структуры собственности на деятельность предприятий. Прежде чем переходить к обсуждению результатов, необходимо сделать оговорку, что из-за небольшого числа наблюдений имеет смысл интерпретировать даже те коэффициенты регрессии, которые значимы только на уровне 10%.

1) Связь между структурой собственности и производительностью труда очень слаба. В частности, концентрация собственности не приводит к улучшению производительности труда. Это противоречит положениям теории, согласно которой более концентрированная структура собственности ведет к более тщательному мониторингу действий менеджеров и ограничивает их возможности преследовать собственные интересы. На наш взгляд, у этого результата есть по меньшей мере три объяснения.

Во-первых, он может быть следствием значительной разнородности крупных акционеров, среди которых заметная роль принадлежит государству и контролируемым государством холдингам. Государство и госхолдинги могут быть более терпимыми к неэффективности, вызываемой избыточной занятостью, и могут противиться или откладывать ее реструктуризацию. В ходе исследования была предпринята попытка учесть «идентичность» собственников с помощью переменных, отражающих концентрацию собственности в руках частных акционеров, а также рассмотрения такого фактора, как сосредоточение контроля над фирмой у связанных с государством структур. Результаты показали, что эффект концентрации собственности в руках частных акционеров отличается от эффекта концентрации собственности у государства и связанных с ним холдингов. Более того, оказалось, что распределение контроля существенно влияет на то, как концентрация частной собственности воздействует на результаты деятельности фирм.

Во-вторых, ряд исследований исходит из того, что вопросы корпоративного управления играют второстепенную роль по сравнению с неодинаковым отношением к предприятиям со стороны государства в таких вопросах, как налогообложение, цены на энергию и т.п. (см., например, [23]). Это может быть особенно актуальным для входящих в выборку компаний из-за их размера и экономической мощи. Крупные фирмы имеют возможности для воздействия как на местные, так и на федеральные власти в вопросах налоговых льгот, госзаказов, ценовой политики, размеров таможенных пошлин и других форм поддержки. Работники предприятий могут выступать в качестве «козырной карты» в ходе переговоров крупных фирм с государством, особенно на местном и региональном уровнях. В той степени, в которой перечисленные вне рыночные выгоды играют существенную роль, предприятия могут отказываться от стратегий активного реструктурирования занятости или стратегий, направленных на повышение эффективности в целом. Это особенно характерно для крупных фирм, поскольку их реструктуризация связана с большими издержками и требует большего времени и усилий. Иными словами, возможности для извлечения ренты могут снижать стимулы к повышению эффективности предприятий.

Если этот аргумент верен, должна существовать позитивная связь между размером предприятия и результатами его деятельности. Как следует из полученных нами результатов, такая связь действительно имеется. Точнее, между размером фирмы и результатами ее деятельности существует U-образная зависимость, показывающая, что фирмы сравнительно малого размера и компании-гиганты более эффективны, чем предприятия «среднего» размера. Точка минимума достигается при численности занятых около 16 тыс. человек. Высокие результаты деятельности небольших фирм, вероятно, объясняются как их большей гибкостью, так и меньшими возможностями для извлечения ренты, что делает повышение эффективности единственным источником успеха. Компании среднего размера не обладают ни возможностями для лоббирования своих интересов, ни необходимой гибкостью для повышения эффективности в краткосрочном периоде после приватизации.

В-третьих, ряд не связанных с корпоративным управлением переменных, таких как масштаб кризиса на отраслевом уровне, могут оказывать более значительное и устойчивое влияние на выбор стратегии предприятия, нежели переменные, характеризующие структуру собственности (см., например, [7]). Резуль-

таты исследования не противоречат этому объяснению. Они показывают, что отраслевая принадлежность предприятия является крайне важным фактором, объясняющим вариацию производительности труда. Все коэффициенты при отраслевых переменных статистически значимы на уровне 1%.

2) Второй важный вывод касается связи между рентабельностью и концентрацией собственности, которая предстает в форме U-образной кривой, достигающей минимума при концентрации, равной 56%. На наш взгляд, этот результат следует рассматривать в контексте конфликтов между крупными и мелкими акционерами, а не в контексте агентских проблем между собственниками и менеджерами. Он может просто свидетельствовать о том, что крупные акционеры склонны присваивать львиную долю прибылей компании и лишать мелких акционеров их части остаточного дохода. Следуя этой логике, угнетение миноритарных акционеров достигает максимума в том интервале, где концентрация собственности слегка превышает 50%, то есть тот уровень, который обеспечивает крупным акционерам контроль над предприятием. Затем экспроприация становится все более слабой, что отражает снижение стимулов крупных акционеров к угнетению мелких собственников по мере дальнейшего роста доли первых в акционерном капитале компании и, соответственно, роста их доли в прибыли. Проведя различия между частными и связанными с государством акционерами, а также приняв во внимание распределение контроля в компаниях, мы обнаружили, что концентрация частной собственности негативно влияет на рентабельность в случае, когда государство и связанные с ним холдинги не владеют контрольным пакетом акций.

3) Результаты анализа связи между Q и концентрацией собственности подобны результатам, полученным при анализе рентабельности. Рыночная капитализация фирм падает с ростом концентрации собственности, причем с некоторым замедлением. Этот результат также можно рассматривать как подтверждение высокого риска экспроприации мелких акционеров. Отсутствие явной U-образной зависимости (подобной той, которая наблюдается в случае с рентабельностью) также объяснимо. Более высокая концентрация собственности означает меньшую ликвидность акций и, следовательно, более низкие котировки на фондовом рынке, на основе которых рассчитывается Q . Весь позитивный эффект от концентрации собственности, который наблюдается в случае с рентабельностью, в данной ситуации элиминируется издержками более низкой ликвидности. Анализ концентрации собственности в руках частных акционеров показал, что она негативно воздействует на Q , если государство и связанные с ним холдинговые компании не имеют контрольного пакета акций. Этот вывод аналогичен результату, полученному при анализе рентабельности. Его можно объяснить, во-первых, сильными стимулами крупных частных акционеров к извлечению частных выгод контроля, что невозможно, если фирму контролирует государство, и, во-вторых, битвами за контроль среди частных акционеров, которые отодвигают вопрос об эффективности фирмы на второй план. Таким образом, результаты для рентабельности и рыночной капитализации можно интерпретировать как свидетельство имеющихся у крупных собственников возможностей для извлечения частных выгод контроля.

4) Что касается отдельных групп собственников, нами получен один существенный результат. С помощью метода инструментальных переменных выявлено позитивное влияние иностранных акционеров на результаты работы предприятий, измеряемые производительностью труда и Q . Этот результат вполне пред-

скажем, так как иностранные инвесторы, особенно не относящиеся к портфельным, как правило, привносят в приватизированные компании необходимые новые технологии и капитал. Без корректировки на эндогенность указанный позитивный эффект не проявляется.

Заключение

Данное исследование посвящено влиянию структуры акционерного капитала российских компаний, акции которых обращаются на фондовом рынке, на результаты их деятельности. Последние ассоциируются с тремя показателями – производительностью труда, рентабельностью и Q Тобина. Внимание сосредоточено на двух проблемах: влияние концентрации собственности и влияние различных типов собственников на результаты деятельности компаний.

Работа основана на выборке российских предприятий, акции которых котировались на фондовом рынке в 1995–1997 гг. Выборка имеет ряд особенностей, отличающих ее от совокупности российских приватизированных предприятий. Первой особенностью выборки является то, что она охватывает крупные предприятия и предприятия-гиганты со средней численностью занятых более 20 тыс. человек. Вторая отличительная черта входящих в выборку предприятий заключается в том, что многие из них были приватизированы с помощью специальных схем, когда крупные (обычно контрольные) пакеты их акций были переданы различным холдинговым компаниям, многие из которых оставались под контролем государства в течение рассматриваемого периода.

Эконометрический анализ не подтвердил известный тезис Берла и Минза о том, что концентрация собственности улучшает результаты деятельности компаний. В ходе исследования было установлено, что эффективность предприятий, ассоциируемая в данной работе с производительностью труда, слабо связана со структурой собственности. Наибольший интерес представляют два результата. Во-первых – U-образная связь между структурой собственности и рентабельностью, которая, судя по всему, отражает конфликты между крупными и мелкими акционерами по поводу распределения прибыли. Во-вторых – негативное влияние концентрации собственности на Q Тобина. Эти результаты, указывающие в целом на преобладание негативного эффекта концентрации собственности, свидетельствуют о значительной экспроприации мелких акционеров крупными собственниками.

Анализ роли различных групп собственников выявил позитивное влияние собственности иностранных акционеров. Кроме того, наше исследование подтвердило часто высказываемые опасения по поводу эндогенности переменных, отражающих структуру собственности, поскольку некоторые результаты регрессионного анализа претерпели существенные изменения при переходе к оцениванию с помощью метода инструментальных переменных.



Авторы выражают благодарность Российской программе экономических исследований Фонда Евразия за финансовую и профессиональную поддержку в работе над проектом (Грант № 98-219). РПЭИ финансируется Консорциумом за счет средств Агентства международного развития США и других частных и государственных источников.

Приложение 1.

Дескриптивная статистика финансовых показателей¹⁾ и занятости

		1995	1996	1997
Занятость	среднее	22431,1	21200,7	20352,5
	станд. отклонение	27329,9	25861,2	24887,0
	минимальное	680,0	728,0	723,0
	максимальное	160000,0	152000,0	134148,0
	медиана	14300,0	13364,0	12913,0
Капитализация	среднее	566,5	1481,9	3478,9
	станд. отклонение	1533,6	4708,2	10733,2
	минимальное	15,8	7,2	45,4
	максимальное	14209,1	42683,9	92370,0
	медиана	168,0	333,0	873,4
Объем реализации	среднее	3240,3	4327,0	4682,2
	станд. отклонение	4465,7	6482,4	7494,9
	минимальное	69,5	119,3	149,6
	максимальное	23421,0	44015,0	53639,0
	медиана	1682,9	2037,2	2013,0
Валовая прибыль (до уплаты налогов)	среднее	598,5	403,5	377,4
	станд. отклонение	1023,0	961,5	893,7
	минимальное	-445,8	-1163,5	-881,9
	максимальное	5645,0	6228,9	4697,2
	медиана	235,9	178,3	155,0
Чистая прибыль	среднее	420,9	291,7	251,4
	станд. отклонение	782,2	773,1	668,5
	минимальное	-476,3	-1163,5	-937,4
	максимальное	4040,0	4991,4	3855,6
	медиана	165,6	126,7	107,4
Активы	среднее	9631,5	10457,8	11080,7
	станд. отклонение	14493,0	15992,9	17245,6
	минимальное	115,5	171,7	212,1
	максимальное	97412,0	102580,0	99487,0
	медиана	5168,9	5404,5	5814,5
Собственный капитал	среднее	7830,3	7779,8	7543,8
	станд. отклонение	11585,3	11739,3	11800,6
	минимальное	84,1	90,0	59,8
	максимальное	86053,0	80746,0	73802,0
	медиана	4330,2	3894,5	3795,2
Долгосрочная задолженность	среднее	140,8	200,3	540,5
	станд. отклонение	481,8	598,0	1624,8
	минимальное	0,0	0,0	0,0
	максимальное	3976,0	4016,8	9799,0
	медиана	2,1	8,9	13,9
Краткосрочная задолженность	среднее	1660,4	2477,9	2996,6
	станд. отклонение	3503,4	4335,9	5126,2
	минимальное	19,9	23,1	22,7
	максимальное	27338,2	31731,6	34397,0
	медиана	447,6	886,8	1255,7

¹⁾ Финансовые показатели даны в миллионах денонмированных рублей (без корректировки на инфляцию).

Приложение 2.

**Дескриптивная статистика переменных,
характеризующих структуру собственности
(в процентах)**

		1995	1996	1997
Государство	среднее	12,8	6,9	6,6
	станд. отклонение	18,6	12,6	13,0
	минимальное	0,0	0,0	0,0
	максимальное	80,0	50,6	65,0
	медиана	0,0	0,0	0,0
Холдинги, контролируемые государством	среднее	22,6	20,3	20,7
	станд. отклонение	26,6	26,4	26,4
	минимальное	0,0	0,0	0,0
	максимальное	80,0	80,0	80,0
	медиана	0,0	0,0	0,0
Инсайдеры	среднее	27,7	20,5	14,1
	станд. отклонение	16,1	13,6	12,1
	минимальное	4,0	2,0	1,0
	максимальное	71,0	60,0	52,0
	медиана	22,0	17,0	10,0
Российские внешние акционеры	среднее	31,3	40,4	38,3
	станд. отклонение	17,5	24,8	25,9
	минимальное	1,0	1,0	2,0
	максимальное	84,0	98,0	99,0
	медиана	29,3	33,4	31,0
Иностранные акционеры	среднее	5,5	11,9	20,3
	станд. отклонение	9,2	13,6	16,0
	минимальное	0,0	0,0	0,0
	максимальное	53,0	72,0	75,0
	медиана	0,0	9,0	17,0
Крупнейший акционер, не связанный с государством	среднее	12,2	19,4	21,2
	станд. отклонение	11,4	17,2	17,0
	минимальное	1,0	1,0	1,5
	максимальное	54,0	70,0	72,0
	медиана	8,0	14,1	15,5
Три крупнейших акционера, не связанных с государством	среднее	20,1	31,5	36,1
	станд. отклонение	15,1	22,3	23,1
	минимальное	2,0	2,0	3,0
	максимальное	76,0	92,0	92,0
	медиана	15,0	27,0	33,5
Крупные акционеры (не связанные с государством; каждому принадлежит не менее 10% акций)	среднее	11,9	23,2	29,1
	станд. отклонение	17,9	25,7	26,7
	минимальное	0,0	0,0	0,0
	максимальное	90,0	92,0	89,0
	медиана	0,0	15,0	20,4
Три крупнейших акционера (включая государство и государственные холдинги)	среднее	53,3	56,7	60,9
	станд. отклонение	18,2	17,4	16,8
	минимальное	11,3	15,0	22,0
	максимальное	87,9	92,0	92,0
	медиана	58,0	60,3	64,9

Приложение 3.

**Концентрация собственности среди всех групп акционеров
и результаты деятельности предприятий**

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	coef.	z	coef.	z	coef.	z
sum3	-0,00729	-0,782	-0,01010**	-2,436	-0,03648**	-2,202
sum3 squared	0,00008	1,003	0,00009**	2,497	0,00023*	1,647
metl	0,22397	1,454	-0,06451	-0,960	-0,80337***	-2,630
mach	-0,90636***	-4,405	-0,11945*	-1,722	-1,43381***	-3,861
oilg	0,53535***	3,055	-0,07135	-1,064	-0,22772	-0,691
enrg	0,77167***	4,749	-0,04296	-0,618	-0,56869*	-1,725
telc	-0,51958***	-2,874	0,03610	0,505	0,92366***	2,870
size	-2,31476***	-3,449	-0,28084	-1,285	-2,12858*	-1,900
size squared	0,11937***	3,329	0,01378	1,255	0,10803*	1,846
y96	-0,01501	-0,441	0,10213	1,075	-0,79527***	-5,472
y97	0,00105	0,028	0,10009	1,081	-0,72812***	-4,969
inflation			0,00140	1,637		
log(rtsindex)					1,63485***	13,842
cons	9,38308***	3,023	1,66976	1,553	1,76121	0,332
Diagnostics						
Prob>chi2	0,0000		0,0000		0,0000	
Test for RE: Prob>chi2	0,0000		0,0000		0,0000	
Hausman test: Prob>chi2	0,9771		0,9672		0,4134	
N	303		303		303	

Примечание: оценки по методу случайных эффектов с робастными стандартными ошибками. * Уровень значимости 10%. ** Уровень значимости 5%. *** Уровень значимости 1%.

Приложение 4.

**Различные группы собственников
и результаты деятельности предприятий фирмы**

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	coef.	z	coef.	z	coef.	z
insid	-0,00269	-0,796	0,00286***	2,707	0,00935	1,289
russian	0,00154	0,995	0,00082	1,351	-0,00310	-0,587
foreign	0,00379	1,408	0,00217*	1,829	0,00810	1,231
sthld	0,00197	1,187	0,00083	1,617	-0,00027	-0,068
metl	0,23237	1,525	-0,06765	-0,928	-0,78603**	-2,271
mach	-0,87154***	-3,946	-0,09862	-1,406	-1,30659***	-3,114
oilg	0,51004***	2,677	-0,05304	-0,764	-0,27480	-0,752
enrg	0,76998***	4,479	-0,02746	-0,378	-0,76688	-1,987
telc	-0,55079***	-2,837	0,06367	0,880	0,78134**	2,099
size	-2,34089***	-3,542	-0,32822	-1,561	-1,92016*	-1,938
size squared	0,12050***	3,395	0,01630	1,534	0,09719*	1,879
y96	-0,08789*	-1,867	0,08878	0,760	-0,72515***	-4,695
y97	-0,06144	-1,332	0,09218	0,805	-0,64829***	-4,050
inflation			0,00132	1,210		
log(rtsindex)					1,54825***	11,937
cons	9,36788***	3,097	1,49178	1,501	-0,22659	-0,049
Diagnostics						
Prob>chi2	0,00000		0,00000		0,00000	
Test for RE:						
Prob>chi2	0,00000		0,00000		0,00000	
Hausman test:						
Prob>chi2	0,77700		0,85410		0,35640	
N	303		303		303	

Примечание: оценки по методу случайных эффектов с робастными стандартными ошибками. * Уровень значимости 10%. ** Уровень значимости 5%. *** Уровень значимости 1%.

Приложение 5.

**Метод инструментальных переменных.
Концентрация собственности среди всех категорий акционеров
и результаты деятельности предприятий**

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	coef.	z	coef.	z	coef.	z
sum3	-0,00200	-0,107	-0,01361**	-2,462	-0,05149*	-1,764
sum3 squared	0,00006	0,392	0,00012**	2,507	0,00039	1,639
metl	0,19788	1,242	-0,06111	-0,928	-0,81451***	-2,763
mach	-0,93150***	-4,298	-0,11938*	-1,678	-1,45612***	-3,918
oilg	0,45639**	2,303	-0,07005	-1,030	-0,28595	-0,844
enrg	0,68255***	3,497	-0,04285	-0,603	-0,63870*	-1,842
tele	-0,61390***	-2,981	0,03650	0,501	0,85251**	2,503
size	-2,24599***	-3,365	-0,27679	-1,277	-2,03023*	-1,872
size squared	0,11559***	3,239	0,01367	1,259	0,10341*	1,823
y96	-0,03272	-0,873	0,12167	1,351	-0,77928***	-5,344
y97	-0,01642	-0,409	0,12333	1,401	-0,70560***	-4,855
inflation			0,00161**	1,961		
log(rtsindex)					1,60030***	13,313
cons	8,92344***	2,871	1,70377	1,616	1,75439	0,341
Diagnostics						
Prob>chi2	0,0000		0,0000		0,0000	
Test for RE:						
Prob>chi2	0,0000		0,0000		0,0000	
Hausman test:						
Prob>chi2	0,5879		0,4391		0,8675	
N	303		303		303	

Примечание: оценки по методу случайных эффектов с робастными стандартными ошибками. * Уровень значимости 10%. ** Уровень значимости 5%. *** Уровень значимости 1%.

Приложение 6.

**Метод инструментальных переменных.
Различные группы собственников и результаты
деятельности предприятий**

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	coef.	z	coef.	z	coef.	z
insider	-0,00098	-0,205	0,00106	0,984	0,00400	0,350
russian	-0,00276	-0,984	-0,00076	-0,930	-0,00869	-1,054
foreign	0,00668*	1,819	0,00202	1,519	0,01975**	2,121
sthld (unfitted)	-0,00020	-0,085	0,00001	0,014	-0,00248	-0,489
metl	0,34265**	2,195	-0,03973	-0,539	-0,58987*	-1,647
mach	-0,71850***	-3,284	-0,06954	-0,982	-0,99508**	-2,243
oilg	0,68284***	3,588	-0,04094	-0,562	-0,08481	-0,205
enrg	0,85836***	4,702	-0,03872	-0,514	-0,65834	-1,582
telc	-0,43104**	-2,243	0,04763	0,612	0,86070**	2,030
size	-2,29635***	-3,520	-0,28825	-1,454	-1,67000*	-1,727
size squared	0,11834***	3,371	0,01398	1,401	0,08401*	1,677
y96	-0,07345	-1,557	0,22160*	1,870	-0,63405***	-3,672
y97	-0,04097	-0,947	0,22690*	1,911	-0,53162***	-3,091
inflation			0,00254**	2,228		
log(rtsindex)					1,35002***	9,644
cons	9,15025***	3,094	1,27615	1,281	-0,36455	-0,080
Diagnostics						
Prob>chi2	0,0000		0,0000		0,0000	
Test for RE: Prob>chi2	0,0000		0,0000		0,0000	
Hausman test: Prob>chi2	0,9986		0,6539		0,5661	
N	303		303		303	

Примечание: Оценки по методу случайных эффектов с робастными стандартными ошибками. * Уровень значимости 10%. ** Уровень значимости 5%. *** Уровень значимости 1%.

Приложение 7.

Концентрация частной собственности и результаты деятельности предприятий с учетом распределения контроля в фирме

	log(lprod)		profitab		log(q)	
	coef.	z	coef.	z	coef.	z
top3	0,00717*	1,675	0,00174	1,324	-0,00065	-0,081
top3wsc	0,00592	-1,279	-0,00256*	-1,849	-0,01396*	-1,872
state	-0,00089	-0,379	-0,00190	-1,572	-0,01118	-1,620
sthld	0,00000	0,000	-0,00151	-1,174	-0,01452**	-2,193
metl	0,19979	1,271	-0,07877	-1,108	-0,78235**	-2,404
mach	-0,91547***	-4,428	-0,12331*	-1,793	-1,42234***	-3,642
oilg	0,49941***	2,760	-0,08766	-1,271	-0,28479	-0,819
enrg	0,78809***	4,323	-0,03084	-0,435	-0,60271*	-1,647
telc	-0,56954***	-2,919	0,02024	0,280	0,75952**	2,101
size	-2,39553***	-3,509	-0,33675	-1,481	-2,26166*	-1,889
size squared	0,12382***	3,385	0,01663	1,446	0,11442*	1,833
y96	-0,03374	-0,875	0,09003	0,952	-0,78457***	-5,032
y97	-0,01747	-0,439	0,09113	0,990	-0,71596***	-4,537
inflation			0,00139	1,602		
log(rtsindex)					1,64529***	13,702
cons	9,59209***	3,029	1,75208	1,565	1,90167	0,336
Diagnostics						
Prob>chi2	0,00000		0,00000		0,00000	
Test for RE: Prob>chi2	0,00000		0,00000		0,00000	
Hausman test: Prob>chi2	0,93100		0,89940		0,29130	
N	303		303		303	

Примечание: оценки по методу случайных эффектов с робастными стандартными ошибками. * Уровень значимости 10%. ** Уровень значимости 5%. *** Уровень значимости 1%.

Приложение 8.

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 акционерного капитала;

q – заменитель для Q Тобина; равен отношению рыночной капитализации компании к балансовой стоимости акционерного 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 – показатель размера фирмы, равен логарифму численности занятых в 1994 г.;

metl – фиктивная переменная для металлургии (равна 1, если фирма относится к металлургической промышленности, 0 – в остальных случаях);

mach – фиктивная переменная для машиностроения (равна 1, если фирма относится к машиностроению, 0 – в остальных случаях);

oilg – фиктивная переменная для нефтяной, газовой и химической промышленности (равна 1, если фирма относится к нефтяной, газовой и химической промышленности, 0 – в остальных случаях);

enrg – фиктивная переменная для электроэнергетики (равна 1, если фирма относится к электроэнергетике, 0 – в остальных случаях);

telc – фиктивная переменная для предприятий связи (равна 1, если фирма относится к отрасли связи, 0 – в остальных случаях);

inflation – темп инфляции в соответствующем году;
rtsindex – значение индекса Российской торговой системы на конец соответствующего года;
y96 – фиктивная переменная для 1996 г. (равна 1 для 1996 г., 0 – для остальных лет);
y97 – фиктивная переменная для 1997 г. (равна 1 для 1997 г., 0 – для остальных лет).

* * *

*

СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ

1. Barclay M. and Holderness C. *Private Benefits from Control of Public Corporations* // *Journal of Financial Economics*, Vol. 25, 1989.
2. Becht M. *Strong Blockholders Weak Owners and the Need for European Mandatory Disclosure*; in: *The Separation of Ownership and Control: A Survey of 7 European Countries. Preliminary Report to the European Commission submitted on 27 October 1997*. Vol. 1.
3. Bergloef E. and von Thadden E.-L. *The Changing Corporate Governance Paradigm: Implications for Transition and Developing Countries. Conference Paper, Annual World Bank Conference on Development Economics, Washington, D.C., June 1999*.
4. Berle A. and Means G. *The Modern Corporation and Private Property*. New York: Macmillan, 1932.
5. Bevan A., Estrin S. and Schaffer M. *Determinants of Enterprise Performance during Transition*. CERT discussion paper № 99/03, 1999.
6. Boycko M., Shleifer A. and Vishny R. *Privatizing Russia*. Cambridge, Massachusetts: The MIT Press, 1995.
7. 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.
8. Burkart M., Gromb D. and Panunzi F. *Large Shareholders, Monitoring and the Value of the Firm* // *Quarterly Journal of Economics*, 112 (3), August 1997.
9. Claessens S., Djankov S. and Pohl G. *Ownership and Corporate Governance: Evidence from the Czech Republic*. World Bank Working Paper № 1737. World Bank, 1996.
10. Claessens S. and Djankov S. *Ownership Concentration and Corporate Performance in the Czech Republic*. CEPR Discussion Paper № 2145. 1999.
11. De Alessi L. *The Economics of Property Rights: A Review of the Evidence*. *Research in Law and Economics*, Vol.2, 1980.
12. De Alessi L. *On the Nature and Consequences of Private and Public Enterprise* *Minnesota Law Review*, Vol. 67, No. 1, October 1982.
13. Demsetz H. and Lehn K. *The Structure of Corporate Ownership: Causes and Consequences* // *Journal of Political Economy*, Vol. 93, 1985.
14. Earle J.S. *Post-Privatisation Ownership Structure and Productivity in Russian Industrial Enterprises*. Paper presented at the ACES-ASSA meetings, Chicago, Jan. 1998, mimeo.
15. Fama E. F. and Jensen M. *Agency Problems and Residual Claims* // *Journal of Law and Economics*, Vol. 26, June 1983.
16. Frydman R., Rapaczynski A. *Privatisation in Eastern Europe: Is the State Withering Away?* Central European University Press, in co-operation with Oxford University Press, 1994.

17. 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 7 European Countries. Preliminary Report to the European Commission submitted on 27 October 1997*. Vol. 2.
18. Hansmann H. *When Does Worker Ownership Work? ESOPs, Law Firms, Codetermination, and Economic Democracy* // *The Yale Law Journal*, Vol. 99, № 8, 1990, 1749-816.
19. Holmstrom B. and Tirole J. *Market Liquidity and Performance Monitoring* // *Journal of Political Economy*, Vol. 101, 1993.
20. 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.
21. Jensen M. and Meckling W. *Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Cost, and Capital Structure* // *Journal of Financial Economics*, Vol.3, October 1976, 305-360.
22. Krueger A. *Government Failures in Development* // *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 4, 1990, 9-23.
23. McKinsey Global Institute. *Unlocking Economic Growth in Russia*. Moscow, October 1999.
24. Morck R., Shleifer A. and Vishny R. *Management Ownership and Market Valuation: an Empirical Analysis* // *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988.
25. Perotti E. and Gelfer S. *Investment and Financing in Russian Financial-Industrial Groups*. Moscow, RECEP Working Paper, № 1, 1998.
26. Schaffer M.E. *Do Firms in Transition Economies Have Soft Budget Constraints? A Reconsideration of Concepts and Evidence* // *Journal of Comparative Economics*, 26, 1998.
27. Shapiro C. and Willig R. *Economic Rationales for the Scope of Privatisation*; in: *Economy of Public Sector Reform and Privatisation*. London: Westview Press, 1990, 55-87.
28. Shleifer A. and Vishny R. *Large Shareholders and Corporate Control* // *Journal of Political Economy*, Vol. 94, 1986.
29. Shleifer A. and Vishny R. *A Survey of Corporate Governance* // *Journal of Finance*, Vol. 52 (2), June 1997.
30. Stulz R. *Managerial Control of Voting Rights: Financing Policies and the Market for Corporate Control* // *Journal of Financial Economics*, Vol. 20, 1988, 25-59.
31. Vickers J. and Yarrow G. *Privatisation: An Economic Analysis*. MIT Press Series on Regulation of Economic Activity, № 18. Cambridge, MA: MIT Press, 1988.
32. Афанасьев М., Кузнецов П., Фоминых А. *Корпоративное управление глазами директора* // *Вопросы экономики*, № 5, 1997.
33. Капелюшников Р. *Крупнейшие и доминирующие собственники в российской промышленности: свидетельства мониторинга РЭБ* // *Вопросы экономики*, № 1, 2000.
34. Радыгин А. и Энтов Р. *Институциональные проблемы развития корпоративного сектора: собственность, контроль, рынок ценных бумаг*. Научные труды № 12Р. М.: Институт экономики переходного периода, 1999.